



“FASE 2” all’esame dei mercati

Dopo una prima fase di elevata volatilità a causa dell’emergenza sanitaria innescata dalla diffusione del Covid-19, nelle ultime settimane si è assistito ad un rally dell’azionario. Ora gli investitori, dopo il lockdown forzato, sono focalizzati sulla “fase 2”, la graduale ripartenza, a livello globale, delle attività produttive e sul ritmo della ripresa.

Anche per i mercati finanziari si è aperta una sorta di “Fase 2”. Dopo la discesa molto repentina e violenta dei mesi di febbraio e marzo, in concomitanza con la diffusione a livello globale dell’emergenza sanitaria per l’epidemia di Covid-19, **nelle ultime settimane il contesto sembra essersi fatto un po’ più disteso:** la volatilità è scesa e i mercati, se pur con alti e bassi, si sono avviati su un sentiero di normalizzazione.

Gli investitori, infatti, dopo il periodo di lockdown e shutdown forzato per contenere i contagi, sono ora principalmente concentrati sulla graduale ripartenza delle attività produttive, sulla cosiddetta “Fase 2”, - in Italia, così come in Europa, America e nel resto del mondo - e quindi sulle misure di sostegno a imprese e

famiglie. La “Fase 2” si intensificherà, via via, tra maggio e giugno, a condizione che l’epidemia rimanga sotto controllo: ad oggi, a contribuire ad un miglioramento del sentiment, sono stati **i riscontri sempre più convincenti di un calo dei contagi in molti Paesi Sviluppati.** Senza dimenticare **il supporto delle autorità monetarie e fiscali fin dall’inizio dell’emergenza,** mai così fondamentale come in questo momento per sostenere le economie.

Dalle Banche Centrali, in primis dalla Fed, in occasione del meeting del 29 aprile, è arrivato il rinnovo dell’impegno a ricorrere a tutti gli strumenti possibili per garantire un corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria all’economia

reale, per certi versi anche più importante negli Stati Uniti dal momento che il mercato azionario ha un ruolo diretto nel finanziamento di società e famiglie. La BCE, poi, in occasione del meeting del 30 aprile, ha un po' deluso le aspettative non incrementando il PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme), il nuovo programma di QE da 750 miliardi di euro, annunciato per fronteggiare l'emergenza economica innescata dal Coronavirus, ma ha introdotto un altro piano di rifinanziamento delle banche. Altre banche centrali (Cina, Russia e India) hanno applicato nuovi tagli dei tassi di interesse, altre hanno potenziato QE (Canada e Giappone).

Negli ultimi giorni, tra l'altro, **a proposito della BCE, la Corte Costituzionale tedesca ha posto dei dubbi sul suo operato e in particolare sul Piano di Acquisto titoli**, introdotto nel 2015 durante il mandato di Draghi e recentemente rafforzato a causa dell'impatto del Coronavirus: la Corte da una parte ha riconosciuto che il QE non è un finanziamento diretto agli Stati e rispetta il divieto di monetizzazione dei debiti pubblici nazionali, ma dall'altra ha accolto il ricorso di quanti ritenevano che l'intervento violasse il principio di proporzionalità. La Corte, inoltre, ha dato 3 mesi di tempo alla BCE per spiegare le ragioni economiche che hanno giustificato il programma e ha chiesto al governo e al parlamento tedeschi di monitorarne più da vicino l'attività. **Difficilmente questo giudizio avrà un impatto sulla politica monetaria nel breve periodo, ma le sue implicazioni sono tutt'altro che trascurabili, non fosse che per la crisi istituzionale che si è aperta con la Corte di Giustizia Europea (quest'ultima nel dicembre 2018 aveva riconosciuto piena legittimità al QE).**

Sul fronte delle politiche fiscali, nell'Eurozona, c'è già stato un allentamento dei vincoli derivanti dal Patto di Stabilità e Crescita e l'accordo su un pacchetto di misure da 540 miliardi di euro per dare una risposta congiunta allo shock economico. Inoltre, è in fase di studio un *recovery fund*, destinato ad essere finanziato mediante "strumenti innovativi" con la discussione focalizzata sulla possibilità di fornire aiuti a fondo perduto piuttosto che finanziamenti. In Usa, invece, il Congresso ha approvato un nuovo pacchetto da 434 miliardi di dollari, destinato al finanziamento delle piccole imprese e al potenziamento del sistema sanitario.

A riprova che interventi di questa portata sono davvero fondamentali, nelle ultime settimane, il flusso di dati macro è stato fortemente negativo per quanto riguarda sia l'economia reale sia gli indicatori di fiducia delle imprese (soprattutto nei servizi), confermando le attese circa una profonda contrazione della crescita

nel I e II trimestre di quest'anno. In base all'ultimo *World Economic Outlook* del Fondo Monetario Internazionale, nel 2020, il PIL reale scenderà del 3% a livello globale (con un possibile rimbalzo del 5,8% nel 2021), del 5,9% negli Stati Uniti e del 7,5% in Area Euro. Si tratta però di valori su cui vi è ancora molta incertezza, dal momento che persino la BCE stima il calo dell'economia europea per il 2020 in un intervallo assai ampio, compreso tra il 5% e il 12%. La Commissione Europea, ancora, ha previsto un crollo del PIL dell'Ue del 7,4%, affermando che si tratta della "recessione economica più profonda della sua storia".

Dal punto di vista, invece, geopolitico, il tema che è prevalso sui mercati è stato l'accordo fra i paesi del cartello OPEC +, guidati da Arabia Saudita e Russia, in base a cui la produzione giornaliera di greggio verrà ridotta di almeno 10 milioni di barili. Nonostante ciò, però, gli effetti negativi sulla domanda aggregata di greggio, a causa delle misure di contenimento, hanno causato un crollo verticale del prezzo del greggio, con il future WTI spintosi in territorio negativo.

In questo contesto, **il team gestionale di Anima continua a ritenere improbabile uno scenario di prolungata stagnazione, considerando invece possibile una ripresa cosiddetta ad "U": la crescita dovrebbe stabilizzarsi nel III trimestre del 2020, per poi lentamente andare a regime in 6-9 mesi (II/III trimestre 2021).** Per approfondire si veda il **post** pubblicato nel "**Blog della gestione**" a cura di Fabio Fois, Head of Research.

In prospettiva, il focus dei mercati, oltre che sugli

Grafico 1

Spread Btp/Bund 10 anni (punti base)

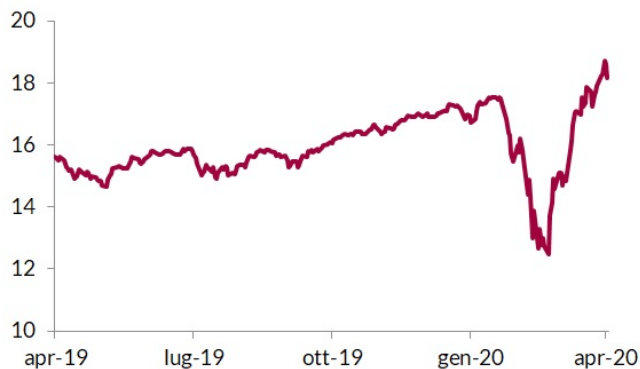


Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

sviluppi della pandemia, si orienterà sempre di più sull'andamento dei fondamentali macro e micro; a proposito, va detto che se gli investitori continuano a mostrare un certo ottimismo sulla velocità della ripresa economica nella seconda parte dell'anno è anche vero che potrebbero rendersi conto di aver sottostimato le ricadute economiche della crisi sanitaria. Pertanto, alla luce della scarsa visibilità sull'entità effettiva della recessione e sul percorso di normalizzazione della crescita nei prossimi trimestri, nonché su tempi e modi della ripartenza, **Anima conferma una view neutrale su tutte le principali asset class, con un orientamento particolarmente tattico e flessibile.**

Grafico 2

Indice MSCI World: Prezzo/Utili a 1 anno



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

Mercati obbligazionari e valute Su Btp view neutrale ma con approccio tattico

Per quanto riguarda i mercati obbligazionari, ci aspettiamo che i rendimenti dei titoli governativi attraversino una fase di consolidamento, con il supporto delle Banche Centrali che compensa il flusso di nuove emissioni degli emittenti sovrani derivante dai poderosi stimoli fiscali annunciati. Del resto, dopo l'annuncio del PEPP da parte della BCE, gli spread rispetto al Bund hanno registrato un deciso calo, salvo nuovamente aumentare nel mese di aprile (si veda a pag. 2 il **Grafico 1**) - l'allargamento non ha riguardato solo l'Italia, basti pensare che la Spagna ha toccato i massimi di spread dal 2016 -, questo perché i governativi periferici sono stati penalizzati dalle divisioni politiche in Europa, dai dubbi sulle mosse della BCE e dai pronunciamenti delle agenzie di rating.

La view sui BTP (e in generale sui titoli periferici) è neutrale, ma declinata in maniera tattica: l'azione e la

retorica della BCE dovrebbero limitare le pressioni al rialzo sugli spread e pertanto fasi di debolezza possono essere sfruttate nel breve come opportunità di acquisto. Negli Usa l'accresciuta pendenza della curva dei tassi rende i Treasury più appetibili rispetto ai governativi core dell'Area Euro.

Per quanto riguarda le **obbligazioni societarie, l'allargamento degli spread e l'interventismo delle autorità monetarie hanno reso più appetibile il rapporto rischio/rendimento degli strumenti a più alto merito di credito, ma le valutazioni non sono estreme e la selettività è cruciale.** Il debito speculativo è per sua natura più esposto all'andamento del ciclo economico e alle dinamiche dei flussi: è premiante in questo contesto un approccio difensivo che eviti gli emittenti dei settori più colpiti dalla crisi.

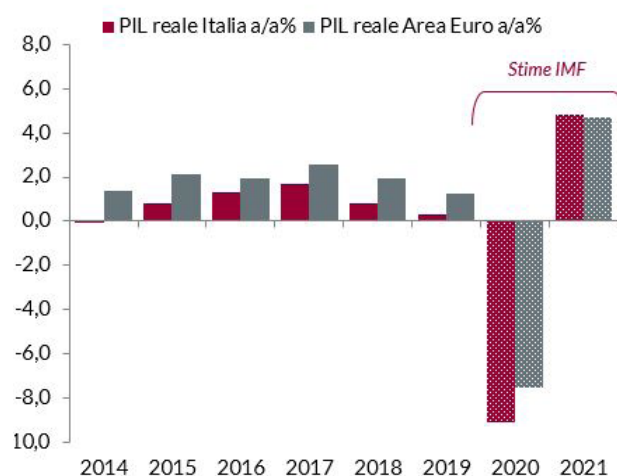
Mercati azionari

Europa: Borse alla prova della "Fase 2"

Le Borse europee, nonostante i dirompenti effetti economici delle misure adottate per fronteggiare il Covid-19, grazie agli stimoli monetari e fiscali, uniti ai segnali di rallentamento dei contagi, hanno registrato nelle ultime settimane un trend rialzista, che ha compensato circa metà della forte correzione cominciata a fine febbraio. I mercati sembrano scontare uno scenario di veloce ripartenza, che però ora viene messo alla prova

Grafico 3

Pil Italia verso Area Euro



Fonte: Bloomberg, IMF, Weo Aprile 2020.

della “Fase 2”, con la graduale riapertura delle attività produttive. **Considerando, tra l’altro, la portata del rally registrato nelle ultime settimane, un orientamento più cauto verso i mercati azionari** appare ancora giustificato. Dopo il recupero messo a segno, infatti, **le valutazioni in termini di rapporto prezzo/utigli si trovano su livelli superiori a quelli precedenti la crisi (Grafico 2)**. D’altra parte, prosegue il processo di revisione al ribasso delle stime sugli utigli da parte degli analisti, alimentato dai messaggi di cautela delle società che emergono dalla stagione delle trimestrali (*reporting season*) che è in corso. **E anche sui mercati azionari europei, il posizionamento nel breve periodo viene comunque orientato alla neutralità.**

A livello settoriale, in Europa, la view è positiva sul settore farmaceutico, destinato a beneficiare dei massicci investimenti per sperimentare cure e vaccini; lo stesso orientamento vale **per il settore tecnologico, per l’aumento dello *smart working*, e dell’utilizzo dei software necessari per il collegamento da remoto e la protezione di dati sensibili.** Viene mantenuto **un sovrappeso sul settore della comunicazione**, sia sulla componente media, sia sulla componente Telecom. Quest’ultimo, in particolare, beneficia dell’aumento del traffico sulle reti fisse e mobili e delle connessioni a Internet, dovuto principalmente all’adozione dello *smart working*.

Italia: determinante monitorare la ripartenza

Per l’Italia il segno lasciato dal Coronavirus sembra essere ancora più pesante, dal momento che il FMI stima un calo della crescita nell’ordine del 9,1% (si veda il **Grafico 3**), con il rapporto debito/PIL a fine 2020 al 155,5% e il rapporto deficit/PIL all’8,3%; nel 2021 il Pil dovrebbe crescere del 4,8%. La Commissione Ue per il nostro Paese stima un crollo del Pil del 9,5% e un aumento del rapporto tra debito e Pil dal 134,8% del 2019 al 158,9% di quest’anno. Numeri pienamente coerenti con il crollo del PIL del 4,7% nel I trimestre riportato dall’Istat, la contrazione più profonda registrata dal 1995 (dall’inizio del periodo di osservazione dell’attuale serie storica). Nel frattempo, a sorpresa, in quanto la decisione era attesa per il prossimo 10 luglio, **l’agenzia Fitch ha declassato il rating sovrano Italiano portandolo a BBB-**, ultimo gradino prima del livello “non-investment grade”, **con outlook stabile.** Per approfondimenti sulla decisione di Fitch si veda il **post** a cura di Fois nel “**Blog della gestione**”.

La dinamica dei conti pubblici, dunque, pone degli interrogativi sulla loro sostenibilità nel medio periodo. Si ritiene che quest’ultima sarà garantita solo in presenza di costi di finanziamento relativamente bassi, al mo-

mento garantiti dall’azione incisiva della BCE. La profondità della recessione ha comportato, del resto, una drastica revisione delle priorità aziendali con in primis la tutela della salute dei dipendenti, seguita dalla difesa della stabilità finanziaria con la conseguente revisione/cancellazione di dividendi/buyback. Guardando, quindi, alle prospettive dei vari settori, alcuni risultano profondamente colpiti (finanziario, consumi discrezionali, energetico, industriali), mentre quasi tutti i comparti più difensivi subiscono **ricadute più neutrali (telecomunicazioni, utilities) e in alcuni casi addirittura positive (farmaceutico e tecnologico).**

Pertanto, nelle prossime settimane, sarà fondamentale monitorare gli effetti della “Fase 2”, cominciata ufficialmente il 4 maggio, e le misure adottate da parte del governo italiano – già intervenuto con il decreto “Cura Italia”, decreto “Liquidità” e in arrivo un nuovo decreto di maggio - per supportare l’inevitabile rallentamento della crescita economica. Tuttavia, vista la scarsa visibilità su una serie di aspetti, è altamente probabile che la ripresa dei mercati, così come quella dell’economia reale, rimarrà soggetta a vuoti d’aria che esigono prudenza e tatticismo nella loro gestione. **Questo induce attualmente ad adottare un approccio cauto in termini di esposizione complessiva del portafoglio;** si sta inoltre lavorando per creare un margine di liquidità che consenta una maggiore flessibilità in presenza di un ulteriore storno di mercato.

USA: fattori strutturali supportano gli indici

Il recente recupero dei mercati azionari ha riguardato in particolare quello americano, che ha registrato il rally più potente dal 2009 in termini percentuali, ma determinato più da fattori tecnici piuttosto che fondamentali. **I listini statunitensi, infatti, sono contraddistinti da una forte presenza di titoli tecnologici.**

Inoltre, a fare da traino, **sono state anche le notizie sui passi importanti che ricercatori e colossi del pharma stanno facendo in Usa sulla strada della sperimentazione farmacologica, rendendo meno lontana la possibilità di arrivare in tempi rapidi ad un vaccino.**

Tutto questo, nonostante il PIL americano sia calato nel I trimestre del 4,8%, un dato peggiore rispetto alle attese degli analisti, che scommettevano su una contrazione del 4,0%. Anche le stime degli utigli del mercato americano hanno continuato a scendere e per l’intero anno si prevede un calo degli utigli societari di circa 11% rispetto al 2019. Il II trimestre è quello che prevede la crescita peggiore a -22% anno su anno: da lì gli analisti si aspettano un miglioramento e un recupero in 2 anni dei livelli osservati a fine 2019. **La view per queste ragioni resta orientata alla neutralità.**

Emergenti: confermato approccio prudente e selettivo

Dopo la fase di recupero dei mercati favorita dall'intervento massiccio delle autorità monetarie e fiscali, non si escludono sorprese negative nel breve periodo: da una parte le Banche Centrali dei Paesi emergenti hanno spazio per ulteriori tagli dei tassi (soprattutto laddove le pressioni inflazionistiche sono limitate), dall'altra i margini di manovra delle politiche fiscali sono più limitati. La maggior parte dei Paesi, esclusa la Cina, ha già adottato significative misure di stimolo ed un eventuale potenziamento si scontra con la necessità di contenere i disavanzi primari ed evitare che, soprattutto nei Paesi con alto debito, il relativo costo diventi insostenibile. In Cina, il riavvio della produzione industriale è quasi completato, mentre la ripresa dei consumi è più difficoltosa, elemento che potrebbe condizionare le aspettative degli investitori sulla traiettoria di recupero nel resto del mondo. Del resto sono ancora incerti tempi e modi per la rimozione delle misure di lockdown e di distanziamento sociale e i Paesi che per primi hanno intrapreso questo percorso (Singapore, Giappone, Indonesia) hanno dovuto rivedere le proprie scelte.

Il contesto descritto giustifica il mantenimento di un approccio prudente e selettivo: privilegiati i mercati dell'area asiatica (specialmente Cina e Taiwan) e in generale i Paesi con sistemi sanitari all'altezza della crisi ed un elevato livello di riserve valutarie.

Le opinioni e il contenuto del documento non costituiscono una raccomandazione, un consiglio o un invito ad effettuare operazioni finanziarie di investimento o di altro tipo. ANIMA non si assume alcuna responsabilità in relazione all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni riportate in questa pubblicazione, pur prestando la massima attenzione nella sua redazione. ANIMA pertanto declina ogni responsabilità per eventuali errori od omissioni.