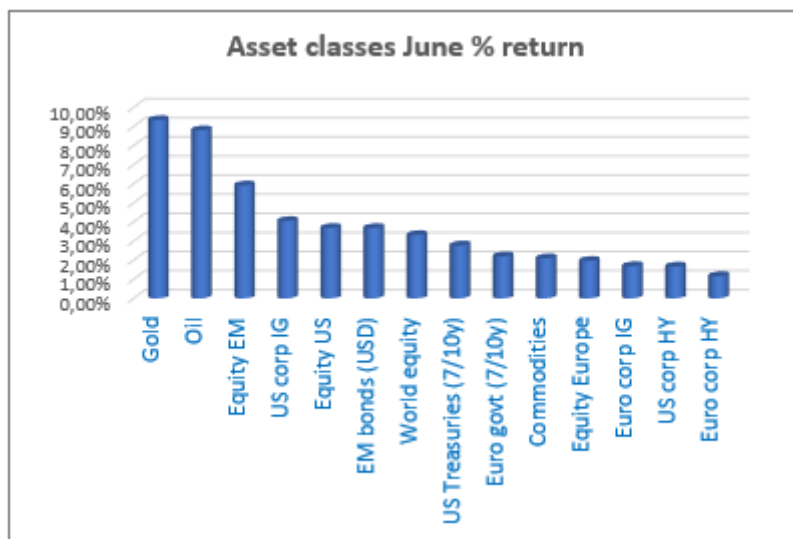


# Global Market Watch

30/06/2019

## Commento mercati globali – Giugno 2019

- Il mese di giugno ha visto un rimbalzo deciso da parte della maggior parte delle asset classes dai livelli di estremo pessimismo raggiunti a maggio
- Sia la BCE che la FED hanno chiaramente aperto la porta a nuovi stimoli di natura monetaria e di questo hanno beneficiato sia il settore azionario sia quello obbligazionario
- Ha brillato anche l'oro, il cui *appeal* come *safe heaven asset* aumenta in un contesto in cui il rendimento offerto da *safe asset* alternativi diminuisce
- Facebook ha introdotto la sua criptovaluta, Libra. Vista la penetrazione globale di Facebook, questa potrebbe rappresentare una novità di fondamentale importanza nei prossimi anni
- Si riapre la trattativa commerciale tra Cina e Stati Uniti che era stata abbandonata in maggio



A nostro modo di vedere, quello appena trascorso è stato un giugno di importanza enorme per i mercati finanziari. Da una parte si è registrato un rimbalzo molto significativo delle quotazioni, favorito anche dagli eccessivi livelli di pessimismo che avevano caratterizzato il mese precedente, dall'altra sono intervenuti elementi nuovi e destinati a pesare a lungo sui mercati. Tra questi senz'altro l'introduzione da parte di Facebook della sua criptocurrency e l'intenzione esplicitata da parte della BCE di Draghi e della FED di Powell di riprendere con forza la strada dell'espansione monetaria e delle politiche di *easing*

quantitativo. In un anno che doveva essere caratterizzato dalla normalizzazione delle politiche monetarie, questa appare una novità di estrema rilevanza.

### FACEBOOK INTRODUCE LA SUA CRIPTOCURRENCY

Facebook, come atteso, ha rivelato il progetto per la creazione della sua nuova criptovaluta, **Libra**. Vista la penetrazione globale di Facebook (2.7 miliardi di persone tra FB, Whatsapp e Instagram), anche in aree *underserved* dal sistema bancario tradizionale, è

facile intravedere che gli effetti dell'introduzione di Libra potrebbero essere devastanti. Si tratterà di una **stablecoin** in quanto Libra sarà agganciata ad un paniere di «asset a bassa volatilità, come depositi bancari e titoli di Stato a breve termine denominati in valute di Banche centrali stabili e ad alta reputazione». L'esistenza di tale paniere di asset, denominato **Libra Reserve**, costituisce una differenza fondamentale rispetto alle altre criptovalute e mira a mantenerne il valore relativamente stabile nel tempo. Questo dovrebbe favorirne un uso nelle transazioni quotidiane, al contrario delle altre criptovalute il cui valore è soggetto a fluttuazioni spesso molto pronunciate. Viene creata anche un'organizzazione, la **Libra Association**, costituita da un pool di 28 società che partecipano al progetto, che avrà il compito di gestire il funzionamento della nuova valuta. Una nuova divisione del gruppo, **Calibra**, introdurrà e gestirà un *wallet* digitale, integrato in Messenger e Whatsapp, attraverso il quale sarà possibile effettuare le transazioni in Libra. A sostenere l'ecosistema Libra sarà l'infrastruttura della **Libra Blockchain**.

## DRAGHI RISPOLVERA IL CANNONE

Il 2019 doveva essere l'anno della normalizzazione delle politiche monetarie. La normalizzazione in Europa termina invece praticamente prima di cominciare. Il presidente della BCE Draghi ne ha ufficialmente sancito la fine questa settimana parlando di un possibile nuovo ribasso dei tassi e/o di una ripresa del *quantitative easing*. Queste parole sembrano dare il via alla nuova fase: *"Further cuts in policy interest rates and mitigating measures to contain any side effects remain part of our tools."* Vedremo come questi aspetti saranno affrontati dal nuovo capo della BCE ma è certo che parlare di ulteriori ribassi, partendo da tassi già negativi, rappresenti uno shock rispetto a tutti i paradigmi economici precedenti evidenziando una situazione che, dal nostro punto di vista, diventa sempre più patologica e rischia, nel lungo periodo, di minare il sistema assicurativo-pensionistico. La distorsione introdotta nel sistema da tassi negativi ha anche l'effetto di spingere gli investitori verso investimenti sempre più rischiosi in un contesto di liquidità molto ridotta, un cocktail che prima o poi rivelerà tutta la

sua tossicità (come dimostrato recentemente dal caso H2O). Per trovare tassi positivi, anche nel comparto delle obbligazioni corporate, è ormai necessario spostarsi su emittenti molto rischiosi.

Non government bonds credit curves in Euro					
Years	AA	A	BBB	BB	B/CCC/CC
1y	-0,24%	-0,15%	-0,08%	0,52%	1,92%
2y	-0,16%	-0,07%	0,04%	0,70%	2,69%
3y	-0,10%	0,01%	0,16%	1,07%	3,00%
5y	0,07%	0,24%	0,47%	1,73%	4,16%
10y	0,47%	0,77%	1,01%	3,29%	
15y	0,83%	1,17%	1,50%	4,11%	

Fonte: Nostre rielaborazioni su dati Thomson Reuters Datastream

## ANCHE LA FED È PRONTA AD ABBASSARE I TASSI

Dopo Draghi, anche la FED ha fatto capire che è pronta ad abbassare i tassi, nonostante la disoccupazione sia ai livelli minimi da 30 anni. In particolare la FED ha rimosso la parola *"patient"* dal suo comunicato e ha aggiunto *"will act as appropriate to sustain the expansion, with strong labor market and inflation near its symmetrical 2% objective."* Ora il mercato sconta **75bp di ribassi** dei tassi quest'anno.



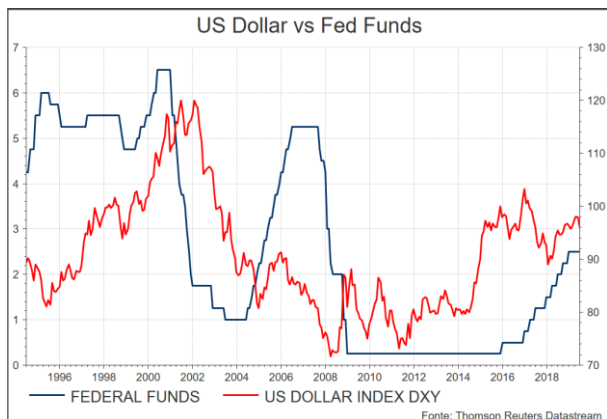
A nostro parere, a meno di un deterioramento repentino dei dati macro, il mercato potrebbe ora esagerare nelle aspettative di ribasso (ricordiamo che all'inizio dell'anno scontava tre rialzi).

## DOLLARO IN INDEBOLIMENTO

Le affermazioni di Draghi sui tassi hanno scatenato una risposta secca e immediata da parte Trump che lo ha accusato di concorrenza sleale sui cambi (salvo poi auspicare un Draghi alla guida della FED).

E' probabile che Trump aumenti la sua pressione sul fronte **cambi** nelle prossime settimane. Non è un segreto che l'amministrazione americana voglia un

**dollaro più debole** e il biglietto verde sta in questo momento testando importanti aree di supporto. Una rottura di questi livelli potrebbe aprire la porta ad un dollaro più debole nei prossimi mesi. Generalmente, cicli di ribassi dei tassi della FED, coincidono con un indebolimento del dollaro.



### L'ORO TRAE BENEFICIO DAI RIBASSI DEI TASSI

Gli interventi di Draghi e di Powell hanno avuto l'effetto di far scendere i tassi e di scatenare gli acquisti su tutto ciò che offre un certo rendimento. Il calo dei tassi fa diminuire il **costo-opportunità** di detenere oro (che notoriamente non paga nessun dividendo).

Trovare obbligazioni governative a breve che rendano sopra lo zero sta diventando estremamente difficile (in Europa è pressoché impossibile tra i paesi core). Questo favorisce quindi gli acquisti di oro come *safe asset* in sostituzione di obbligazioni con rendimenti negativi.



Al rialzo dell'oro contribuisce anche l'indebolimento del dollaro. Visto che il prezzo dell'oro è espresso in dollari, un indebolimento di quest'ultimo aumenta il valore relativo dell'oro.

La chiusura mensile sopra 1400 costituisce dal punto di vista tecnico, un **segnale bullish** di lungo periodo. È probabile quindi che un eventuale ritracciamento dai livelli di ipercomprato attuale fino alla zona di *breakout* (intorno a 1360) costituisca una buona opportunità di acquisto.

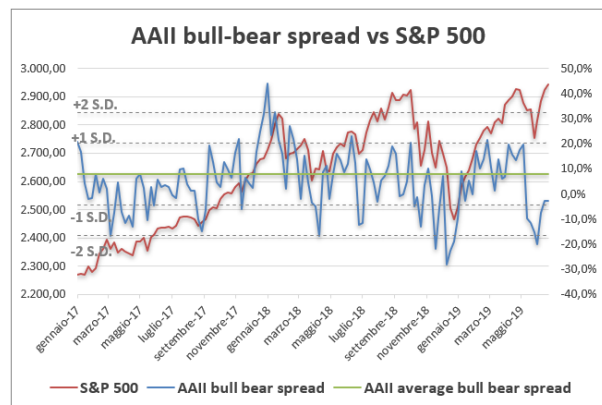
### GLI INVESTITORI RIMANGONO PESSIMISTI

Il mercato azionario si è riportato in prossimità dei massimi ma il *sentiment* degli investitori rimane negativo e i flussi denotano un atteggiamento prudente che favorisce l'investimento in asset obbligazionari rispetto a quelli azionari.



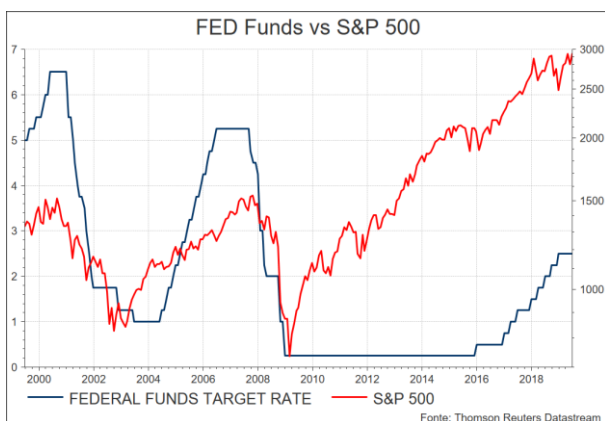
Questo è abbastanza singolare rispetto alla dinamica consueta dei mercati finanziari. Generalmente, con un mercato sui massimi, gli investitori tendono a diventare molto bullish.

Secondo i dati della Sentiment Survey di AAI, solo il 29.6% degli investitori si dichiara ottimista, contro una media storica del 38.5%. Questo pessimismo diffuso lascia pensare che potremmo trovarci di fronte ad un periodo in cui la negatività debba essere in qualche modo riassorbita, prima di ulteriori significativi ribassi.



## UN EVENTUALE RIBASSO DEI TASSI NON È SINONIMO DI RIALZO DEL MERCATO

Ci troviamo in un contesto in cui ogni “*bad news is good news*” perché la debolezza dei dati potrebbe spingere le banche centrali ad intervenire e gli operatori finanziari valutano che una riduzione dei tassi potrebbe contribuire a sostenere il mercato. Questa assunzione potrebbe però secondo noi rivelarsi errata visto che, nelle ultime recessioni, l’inizio del ciclo di ribasso dei tassi è generalmente coinciso anche con una caduta dei mercati.



## RIPRENDE LA TRATTATIVA USA-CINA

Stati Uniti e Cina hanno annunciato sabato dal meeting del G20 di essere pronti a **riprendere la trattativa** sul commercio che era stata interrotta in maggio. Gli Stati Uniti, per il momento, non imporranno ulteriori tariffe sulle importazioni cinesi. Il mercato ne trarrà probabilmente un respiro di sollievo ma è meglio prepararsi ad ulteriori **stop and go** della trattativa che saranno modulati ad arte per trarne i maggiori benefici politici oltre che economici. Un accordo commerciale già in questa fase avrebbe dissolto parte dell’incertezza relativa alla crescita globale e rimosso una delle principali motivazioni per un ribasso dei tassi da parte della FED. Agli occhi dell’amministrazione americana appare quindi in questa fase preferibile tenere aperta la trattativa per indurre la FED a tagliare e solo dopo, eventualmente, ricercare un accordo in vista delle elezioni del 2020. Anche la Cina, dal canto suo, non ha probabilmente molta fretta di concludere visto che per il momento riesce a sostenere la sua economia attraverso

politiche di stimolo e sa che, in vista delle elezioni, la pressione a chiudere un *deal* potrebbe passare dalla parte americana, specie in caso di indebolimento dell’economia e/o di pressione sui mercati finanziari.

## PER CONCLUDERE

Nel **medio lungo periodo** le prospettive per la maggior parte delle asset classes non sono positive in termini di rischio rendimento. Le valutazioni sono elevate e ci troviamo verso la fase finale del ciclo economico.

Nel **breve periodo** il quadro tecnico è più favorevole. A ciò si aggiunge il sentiment negativo degli investitori che tende a ridurre la probabilità di ribassi del mercato significativi. Cadute importanti delle quotazioni si verificano quando gli investitori diventano troppo euforici, non quando sono già posizionati per un ribasso.

È quindi probabile che ci troviamo di fronte ad un periodo di relativa tranquillità, anche a seguito della riapertura della trattativa commerciale, in cui parte di questa negatività sarà riassorbita.

I ribassi del mercato potrebbero invece coincidere con l’inizio della fase di **riduzione dei tassi** (probabilmente quindi a partire dalla fine dell’estate) che, al contrario di quanto sembrano scontare gli operatori, si accompagna generalmente ad un mercato debole.

Abbiamo i nostri dubbi sull’efficacia di politiche monetarie espansive partendo da questo livello dei tassi. La potenza di fuoco delle banche centrali appare piuttosto limitata nel caso una nuova recessione dovesse effettivamente presentarsi. Anche le politiche di acquisti di titoli hanno effetti importanti quando giungono inattese su mercati caratterizzati da valutazioni estremamente depresse. Nel contesto attuale temiamo che i rischi derivanti da un’ulteriore distorsione dei prezzi delle attività finanziarie possano essere superiori ai possibili benefici di una ripresa delle politiche di *easing* quantitativo.

