

# MERCATI NOTA DI APPROFONDIMENTO

DATI AL 23 APRILE



The chart displays a line graph with 20 data points. The first 15 points show a fluctuating but generally downward trend, with a notable dip around the 10th point. The final 5 points show a sharp and consistent upward trend, reaching the highest point of the entire series at the 20th point.

Point	Relative Value
1	High
2	Medium-High
3	Medium
4	Medium-Low
5	Low
6	Low
7	Low
8	Low
9	Low
10	Low
11	Low
12	Low
13	Low
14	Low
15	Low
16	Low
17	Low
18	Low
19	High
20	Very High

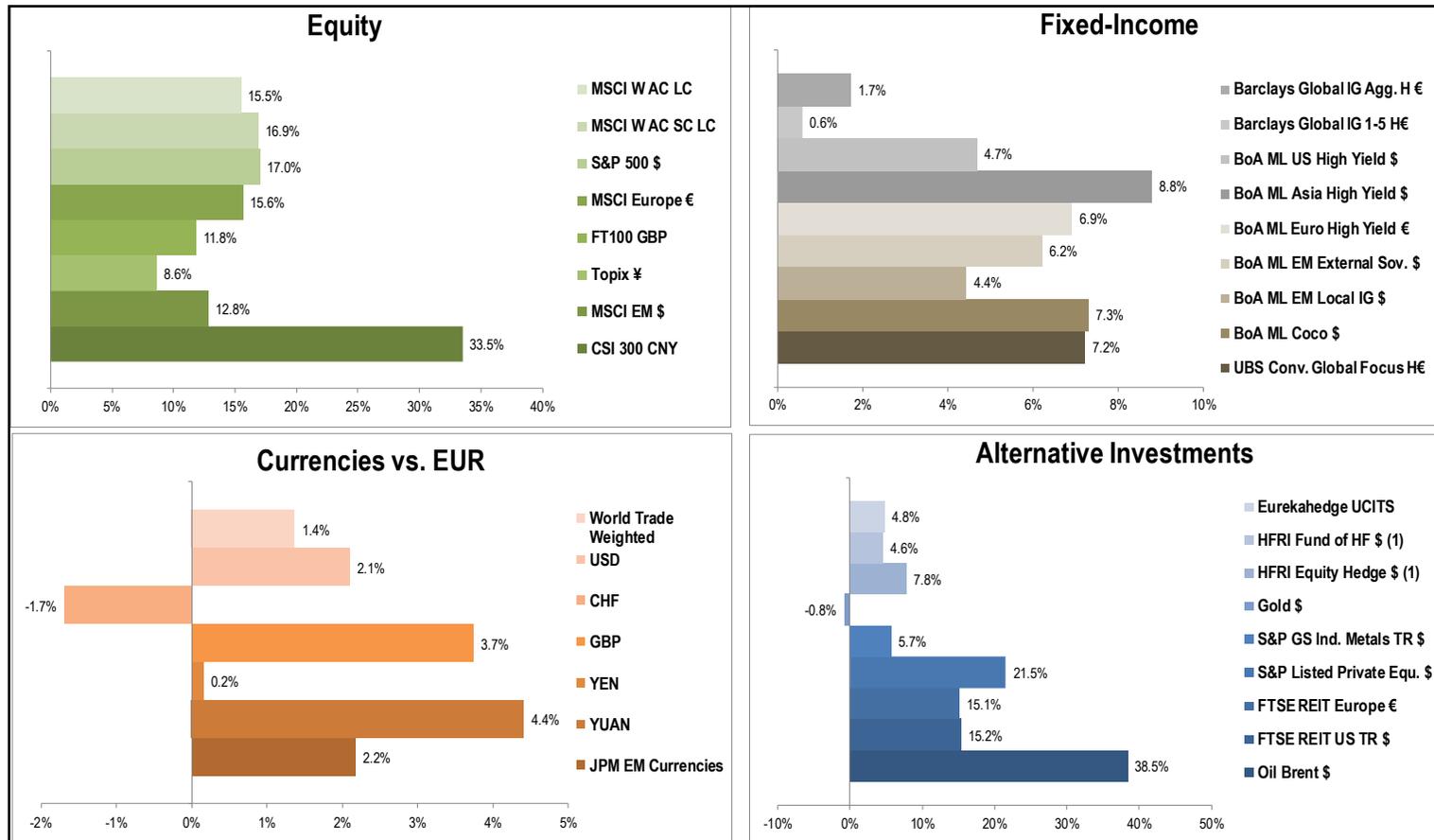
# 2019 VS 2018: PERFORMANCE A SPECCHIO



Politiche monetarie accomodanti delle banche centrali  
Avanzamento delle trattative sui negoziati USA – Cina\*  
Stimoli fiscali e monetari per l'economia cinese



Valutazioni degli asset più «expensive»  
Rallentamento economico nei Mercati Sviluppati  
Rischi politici globali

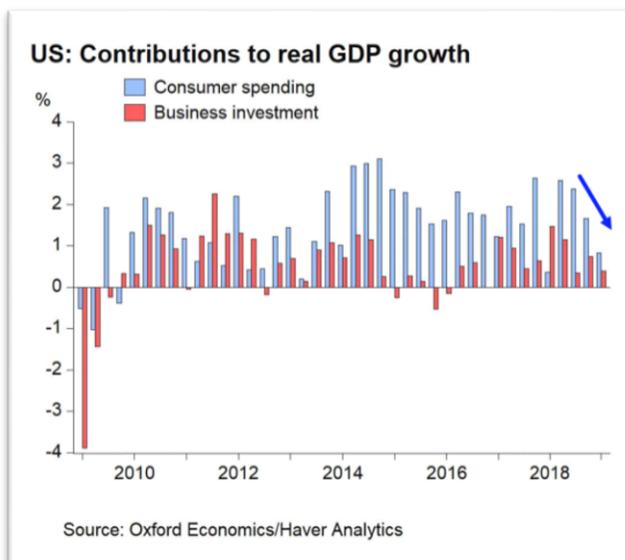


\* anche se attualmente l'accordo non è stato firmato

From 1/1/2019 to 23/4/2019



Nella prima parte dell'anno la performance del mercato azionario USA è stata positiva, nonostante la crescita degli utili abbia mostrato segni di rallentamento. La ripresa è stata ampia ed ha superato i due profit warning di inizio del trimestre lanciati da Apple e Tesla, due titoli che hanno trainato il mercato rialzista degli ultimi anni. In ogni caso, si osservi che il 2019 è cominciato dopo un forte crollo dell'ultimo trimestre dello scorso anno. I mercati sono stati eccessivamente pessimisti riguardo all'incertezza globale, portando le valutazioni a valori molto bassi. Infatti, come si è visto, è stato sufficiente un miglioramento dei principali fattori di volatilità per una ripresa: una FED più *dovish*, un'attenuazione dell'escalation della guerra commerciale con la Cina e la fine dello *Shutdown*.



A dispetto di quanto si possa pensare, il dato USA sul PIL trimestrale, piuttosto positivo, non è stato giudicato molto positivamente dagli investitori. La ragione la vediamo rappresentata graficamente a fianco. Si osservi come in realtà le componenti del PIL meno cicliche abbiano registrato tassi di crescita piuttosto deboli. Ci riferiamo in particolar modo alle spese per i consumi e agli investimenti delle imprese.

**Lo scenario:** a rendere felice Trump ci ha pensato il sorprendente 3,2% di stima del PIL trimestrale reso noto di recente, battendo un 2,5% atteso. Le esportazioni, al netto dell'import, hanno registrato un +1% del totale, mentre i consumi interni, che rappresentano più della metà del PIL sono in rallentamento. Il dato positivo sugli investimenti è stato dovuto principalmente alla ricostituzione delle scorte di inizio anno.

Nel frattempo gli investitori si stanno orientando verso i titoli value, ma prima che ciò avvenga ci sarà bisogno di un rialzo dei tassi di interesse, che non ci attendiamo nel 2019 dopo le ultime dichiarazioni della FED. In realtà i titoli value hanno quasi sempre performato meglio dei growth nel corso dell'ultimo secolo. Ci sono stati in particolare tre periodi in cui sono andati peggio: dal 1929 al 1939, dal 1998 al 2001 e dal 2009 ad oggi. Alla fine, l'attuale distorsione rispetto ai value dovrebbe cambiare e, in tal caso, si darebbe luogo ad una grande opportunità. Più in generale, la sfida negli Stati Uniti è se le attuali condizioni - forti stimoli fiscali, tassi di interesse molto bassi e una significativa crescita dell'occupazione - possano spingere ulteriormente la forza dell'economia. Per contro, se ciò dovesse accadere, si potrebbero raggiungere livelli di occupazione e capacità produttiva difficili da superare. Ad oggi il mercato sta assegnando a gran parte dei titoli USA dei prezzi già significativamente alti, pertanto i bilanci societari dovranno mostrare una solidità tale da convincere gli investitori, altrimenti assisteremo ad un ribasso dei mercati che potrebbe dare inizio alla fine di un lungo ciclo economico che ormai dura da un decennio.



Negli ultimi due mesi i titoli Healthcare hanno sofferto molto, soprattutto quelli legati ai fornitori di servizi sanitari e alle aziende farmaceutiche e biotech. Si tratta un timore di natura politica: Sanders si è candidato presidente per le prossime elezioni politiche ed ha presentato un programma di taglio dei costi nell'industria del sistema Healthcare USA, il più dispendioso al mondo in termini pro-capite. Ma quanto è probabile questo scenario?

Si consideri che i democratici sono diventati più "socialisti" rispetto al 2016. Si può vedere nel grafico che i liberali sono ora la maggioranza del partito. Il loro miglior rappresentante è Sanders, che molto probabilmente vincerà se Biden (precedente Vicepresidente con Obama) non dovesse partecipare alle primarie.

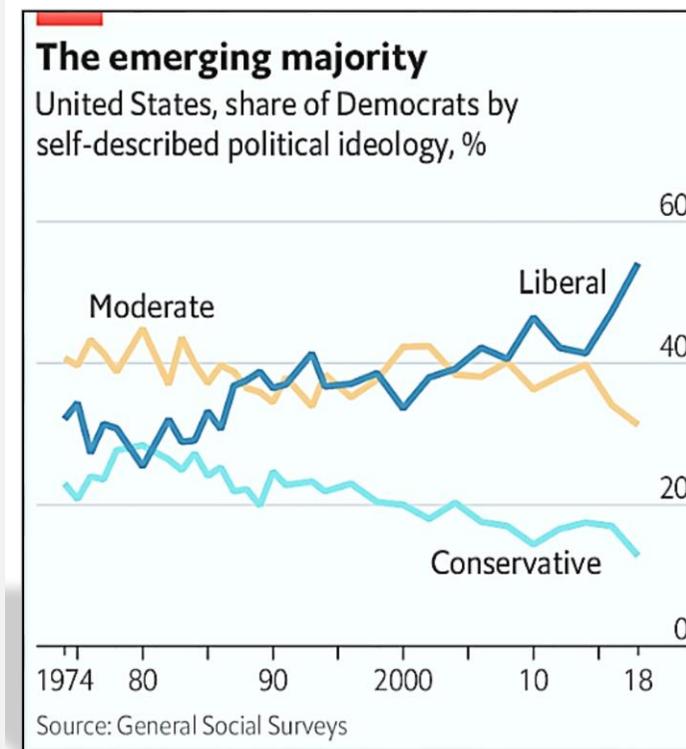
**Scenario A:** Biden viene nominato come candidato rappresentativo del gruppo più moderato nei democratici, quindi in caso di elezione non sarà così radicale nel tagliare i costi della sanità. Stando ai recenti sondaggi (RealClear Politics), Biden dovrebbe battere Trump del 7,8% nel voto popolare.

**Scenario B:** Sanders diventa il candidato dei democratici. Egli potrebbe battere Trump e gli attuali sondaggi danno il 50% di possibilità a Sanders di diventare Presidente nel caso in cui venga nominato.

In ogni caso, il Senato dovrebbe continuare ad essere sotto il controllo dei repubblicani, il che renderebbe difficile qualsiasi cambiamento radicale nel sistema Healthcare.

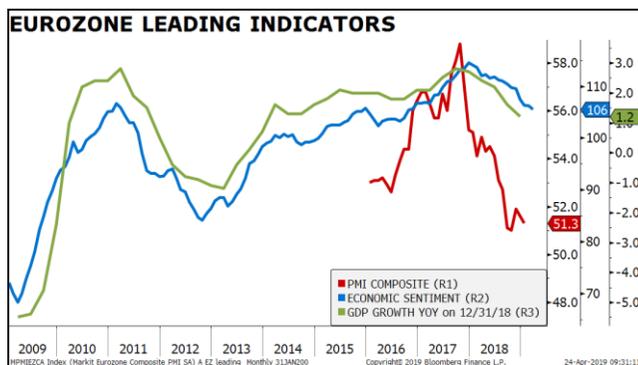
**CONCLUSIONE:** Le probabilità che Sanders venga eletto e che gli elettori spingano per una radicale riforma dell'Healthcare sono meno del 25%.

Al momento i mercati stanno sottovalutando i titoli del settore sanitario poiché si attendono lo scenario B con tagli dei costi alla sanità, perciò tale situazione potrebbe rappresentare un'occasione per investire in titoli Healthcare (sovrappesando Medtech e Biotech), soprattutto dopo la recente correzione.

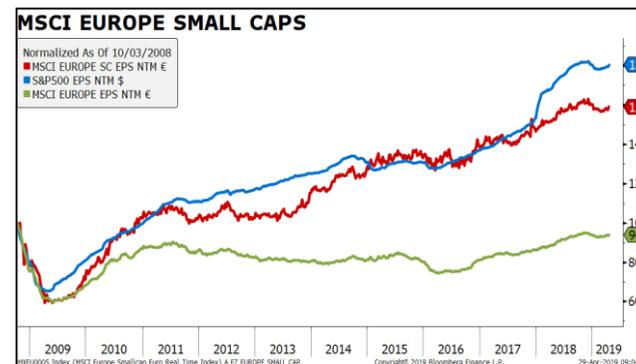




Il mercato europeo è quello più vulnerabile rispetto all'andamento del commercio mondiale e della crescita globale. Se il presidente Trump dovesse introdurre le tariffe al settore automobilistico, ciò impatterebbe soprattutto sulla Germania. La produzione di autovetture è in difficoltà poiché si trova nel bel mezzo di un grande cambiamento tecnologico e le vendite in Cina rallentano man mano che si raggiunge la massima capacità di produzione. Nel frattempo, la domanda interna europea rimane debole, a causa soprattutto del recente aumento dei prezzi del petrolio.



Secondo le stime di consensus il PIL nella Zona Euro dovrebbe attestarsi sul +1,1% nel 2019. Gli indicatori economici segnano un rallentamento causato dalle incertezze sulla situazione politico-economica italiana e la guerra dei dazi. Soprattutto per la seconda ragione, l'economia tedesca non sta funzionando al meglio.



I profitti delle Small-Mid Cap crescono in modo consistente e più velocemente rispetto alle aziende ad alta capitalizzazione di mercato. Inoltre presentano ancora delle valutazioni relativamente "cheap", quindi possono rappresentare delle ottime opportunità di investimento, a monte di un'attenta due diligence sulle società.

La BCE è al limite di ciò che può fare con la politica monetaria. In teoria, l'Europa dovrebbe dare il via ad uno stimolo fiscale, ma resta vincolata ad una serie di regole comunitarie. Infatti il ministro delle Finanze tedesco ha affermato che una crescita debole limita la capacità di realizzare pacchetti fiscali, tuttavia se la Germania dovesse scivolare in recessione, questo modo di pensare potrebbe cambiare. Rin vigorire l'economia europea richiede probabilmente un massiccio stimolo fiscale con riduzione delle tasse e pacchetti infrastrutturali, ma per ora questa possibilità rimane in stand-by. In Germania gli investitori stanno affrontando un ambiente problematico: la crescita economica è bassa e i rendimenti delle obbligazioni non sono interessanti. Ciò lascia intendere che le azioni rimangano l'opzione migliore per ricercare performance, ma l'enfasi sull'attenta selezione dei titoli è aumentata: i mercati hanno avuto un trimestre forte, quindi dovrebbe essere previsto un periodo di consolidamento delle valutazioni che stanno tornando al loro fair value.



# DUE NODI: DALLA STAGNAZIONE ITALIANA AL CAOS BREXIT



L'economia **italiana** è cresciuta di appena lo 0,5% nell'ultimo decennio. La disoccupazione, il debito pubblico e la frenata dei consumi rappresentano alcuni di quei fattori che potrebbero ulteriormente limitare gli investimenti dell'Italia in settori che aumentano la produttività, come l'istruzione e le infrastrutture digitali. Dal 2009 la spesa per investimenti governativi si è ridotta del 30%. Nel 2016, invece, la spesa pubblica italiana per l'istruzione è stata solo del 3,9% del PIL, nell'UE la più bassa rispetto alla spesa pubblica totale. L'accumulazione di debito è un problema primario da risolvere, dato che si potrebbe incorrere in una ristrutturazione richiesta dall'Unione Europea, considerando che al momento è sei volte più grande di quello della Grecia. Il catalizzatore più probabile può essere una recessione americana o globale, data la forte sensibilità dell'economia italiana rispetto a variazioni della domanda globale.

0,2%

Stima del PIL su base trimestrale (ISTAT)

49,1

PMI\* Manifatturiero (Markit)

10,2%

Tasso di disoccupazione (Sole 24 Ore)

\* L'indicatore PMI inferiore a 50 indica una contrazione del settore manifatturiero

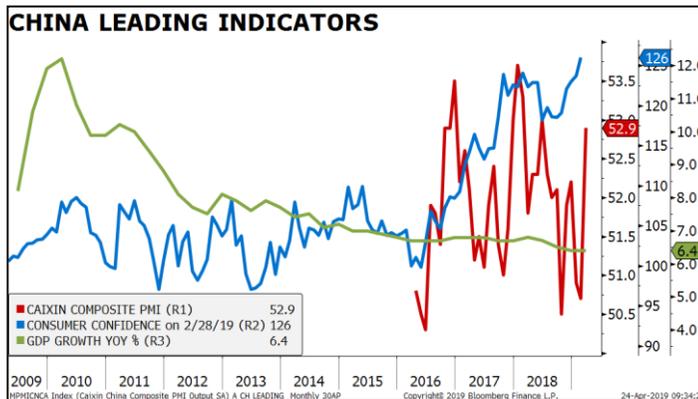


La **Brexit**, da quando è stato indetto il referendum nel giugno 2016, è una questione che continua a suscitare dibattiti e opinioni. Il Parlamento britannico, dopo aver rigettato la proposta di accordo raggiunta tra l'Unione Europea e il governo del Regno Unito per disciplinare la completa uscita dei britannici dall'UE, ha votato a favore del rinvio della Brexit stessa. Il primo ministro Theresa May ha chiesto all'Unione Europea un rinvio per la rielaborazione degli accordi della Brexit, così da evitare l'uscita "no deal". Il Parlamento Europeo ha accettato la richiesta di rinvio al 31 ottobre, data in cui la Commissione Europea di Juncker si scioglierà, così da evitare che l'Inghilterra si trovi a dover rientrare anche negli affari di ricostituzione del nuovo commissariato UE. Per ora, quindi, la Gran Bretagna rimarrà nell'Unione e nel Parlamento Europeo, che verrà rieletto a breve, ma non potrà esercitare il diritto di veto per bloccare le procedure legate a delle decisioni di affari europei.

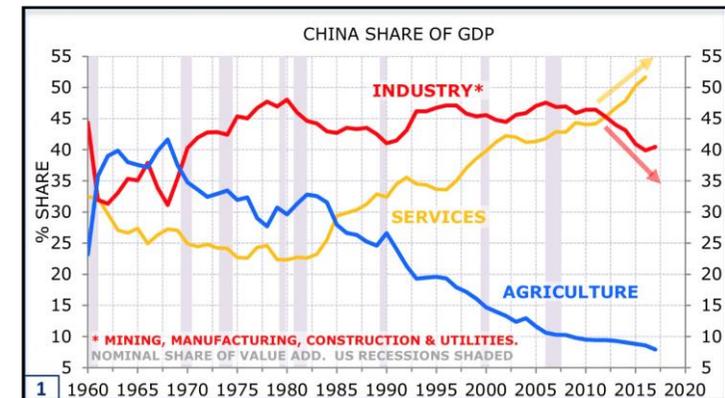




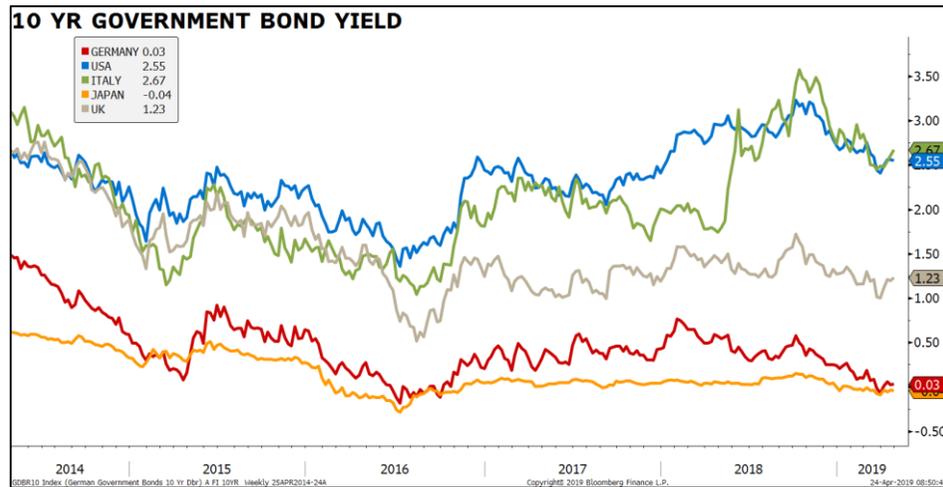
Quest'anno il mercato cinese sta viaggiando in territorio positivo, mentre la crescita economica sta vedendo un rallentamento dalla metà dello scorso anno, come si evince dal calo delle vendite di auto e di immobili. La frenata è dovuta anche ad una perdita di slancio nella spesa in conto capitale da parte sia delle società private sia delle affiliate governative, per via di un restringimento della liquidità portato dalle operazioni di riduzione del debito bancario. Tuttavia, da inizio anno le autorità hanno attenuato questo irrigidimento, favorendo di conseguenza il rimbalzo della performance della Borsa cinese. Nel frattempo, ironia della sorte, la guerra commerciale ha effettivamente sostenuto la crescita delle esportazioni, in quanto i produttori si sono affrettati ad accumulare scorte temendo l'imposizione di nuove tariffe a gennaio. Tuttavia questo porterà comunque ad una significativa riduzione delle esportazioni nella prima metà del 2019, nonostante l'applicazione tariffe USA siano state posticipate e ci siano speranze per un accordo commerciale costruttivo con gli Stati Uniti (ci si augura a fine maggio). Interessante notare che, poiché il punto centrale delle trattative rimane sempre la battaglia per la supremazia tecnologica, la posizione di Trump viene approvata silenziosamente dai responsabili delle politiche dell'OCSE. Invece, per quanto riguarda il debito, si evince che è più che raddoppiato nell'ultimo decennio, salendo al 300% del PIL, gonfiatosi principalmente a causa dello «shadow banking» (credito all'economia proveniente da soggetti non bancari, quindi non controllabile direttamente dagli organismi di controllo).



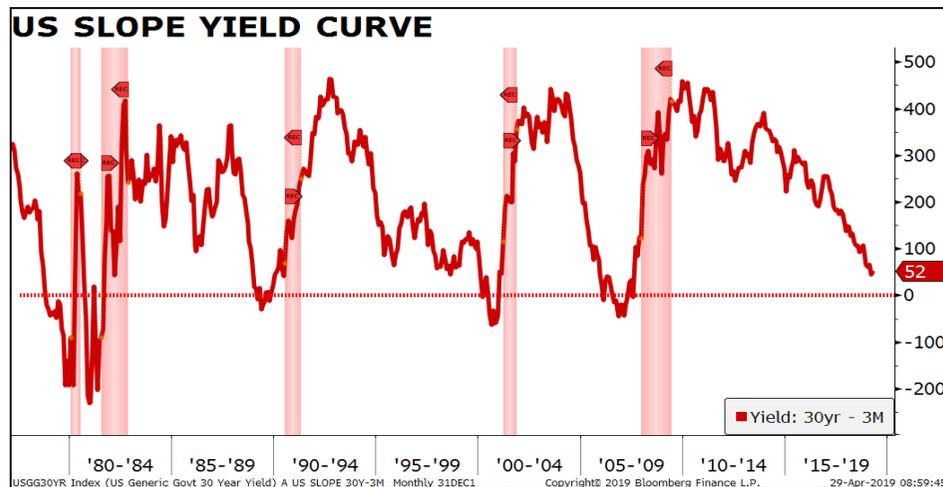
Nonostante il rallentamento previsto per il 2019, il valore del PIL cinese annualizzato cresce stabilmente al 6,4%. Gli effetti degli stimoli fiscali e monetari stanno iniziando a dare i loro frutti, grazie ai segnali di miglioramento della domanda interna e ad una modesta ripresa registrata dagli investimenti.



Il modello economico sta cambiando rapidamente: più focus su servizi/consumi e meno dipendenza dalla domanda esterna. Si veda la tecnologia del 5G. Si tratta di un'evoluzione importante che la Cina sta sviluppando internamente, al fine di crearsi un proprio ecosistema tecnologico.



L'inizio dell'anno è stato caratterizzato da un netto cambiamento dell'approccio della politica monetaria della FED che ha portato i rendimenti dei treasury a 10 anni sotto il 3%. I prezzi sono cresciuti molto da inizio anno, confermando la loro capacità di rappresentare un bene rifugio in contesti di volatilità e timore sui mercati. I titoli tedeschi mostrano ancora rendimenti negativi fino a scadenze piuttosto lunghe, ovvero sui 5-7 anni, mentre in Italia vediamo tassi più alti, complice il rischio politico e l'alto debito. Cambio di rotta anche per la BCE, con il termine del Quantitative Easing. Tuttavia, così come la FED, Draghi ha posto un freno al processo di Quantitative Tightening, assicurando il riacquisto degli asset in scadenza e avviando un nuovo programma di TLTRO, ovvero finanziamenti a tassi agevolati per rilanciare l'economia reale, di cui però non si conoscono ancora i dettagli e le caratteristiche.



Nel corso degli ultimi mesi abbiamo assistito ad un fenomeno che preoccupa la maggior parte della platea degli investitori: l'appiattimento della curva dei tassi di interesse dei treasury. I fattori di incertezza che hanno caratterizzato l'intero 2018 stanno portando il mercato ad avere il timore che l'economia globale possa entrare in recessione, come rappresentato dall'inversione dei tassi per l'appunto. Tuttavia, si rendono necessarie due considerazioni. Da lato nei dati economici non si legge ancora il rischio di una recessione imminente, ma solamente un rallentamento economico. Mentre dall'altro lato, segnaliamo che normalmente uno scenario recessivo si verifica dopo 2 anni dall'inversione dei tassi. Quindi siamo ancora lontani.

# PREZZI DEL PETROLIO A RIALZO: CAUSE E FATTORI CHIAVE

Il prezzo del petrolio fin da inizio anno si è spinto al rialzo, fino a raggiungere oltre i 75 dollari a barile (Brent). A spingere a rialzo le quotazioni del greggio, ci sono diversi fattori:

➤ **Rapporti commerciali tra Stati Uniti e Cina**

➤ **Esclusione Iran dall'esportazione di petrolio**

Il presidente americano Donald Trump ha deciso di escludere l'Iran dai Mercati a partire dal 2 Maggio. L'Iran esporta quasi un milione di barili al giorno, contro i 2.87 milioni di un anno fa, prima delle sanzioni Usa. L'obiettivo della Casa Bianca è di azzerare l'export di petrolio iraniano, negando al regime la sua principale fonte di entrate. Per tranquillizzare i Mercati, ha annunciato un coordinamento con Arabia Saudita, Emirati Arabi e altri Paesi dell'Opec per garantire che la domanda globale sia soddisfatta

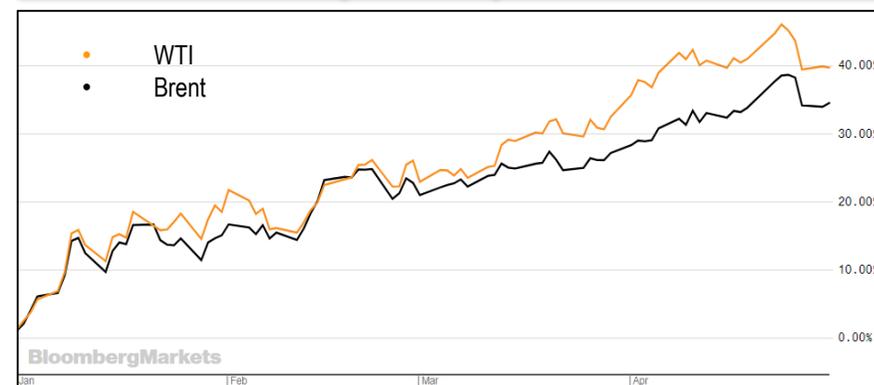
➤ **Federal Reserve**

La Federal Reserve a fine Marzo ha deciso di non aumentare i tassi d'interesse, manterrà il range fra 2,25% e il 2,5%.

➤ **Annullamento riunione di Aprile dell'Opec**

L'Opec e altri importanti produttori di petrolio hanno annullato a sorpresa la riunione prevista per aprile, rinviando i tagli alla produzione per l'aumento dei prezzi almeno fino a giugno. Rimane confermata la riduzione di 1,2 milioni di barili al giorno per sei mesi, ma restano divisi sulla possibilità di mantenere i tagli fino a fine anno. Esenti dalla riduzione Iran, Venezuela e Libia.

**Performance del prezzo del petrolio da inizio anno**



## NOTZ STUCKI EUROPE SA SUCCURSALE DI MILANO

Via Principe Amedeo, 1  
20121 Milano (MI)  
Italia

T +39 (02) 89 09 67 71  
F +39 (02) 72 09 45 50  
[milano@notzstucki.com](mailto:milano@notzstucki.com)

## NOTZ STUCKI EUROPE SA

11, boulevard de la Foire  
1528 Luxembourg  
Luxembourg

T +352 (26) 27 11 1  
F +352 (26) 27 11 69  
[luxembourg@notzstucki.com](mailto:luxembourg@notzstucki.com)

**NOTZSTUCKI.COM**

## DISCLAIMER

LE PERFORMANCE PASSATE NON SONO IN NESSUN CASO INDICATIVE PER I FUTURI RISULTATI. LE OPINIONI, LE STRATEGIE ED I PRODOTTI FINANZIARI DESCRITTI IN QUESTO DOCUMENTO POSSONO NON ESSERE IDONEI PER TUTTI GLI INVESTITORI. I GIUDIZI ESPRESSI SONO VALUTAZIONI CORRENTI RELATIVE SOLAMENTE ALLA DATA CHE APPARE SUL DOCUMENTO.

QUESTO DOCUMENTO NON COSTITUISCE IN ALCUN MODO UNA OFFERTA O UNA SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO IN NESSUNA GIURISDIZIONE IN CUI TALE OFFERTA E/O SOLLECITAZIONE NON SIA AUTORIZZATA NÉ PER NESSUN INDIVIDUO PER CUI SAREBBE RITENUTA ILLEGALE. QUALSIASI RIFERIMENTO CONTENUTO IN QUESTO DOCUMENTO A PRODOTTI FINANZIARI E/O EMITTENTI E' PURAMENTE A FINI ILLUSTRATIVI, ED IN NESSUN CASO DEVE ESSERE INTERPRETATO COME UNA RACCOMANDAZIONE DI ACQUISTO O VENDITA DI TALI PRODOTTI. I RIFERIMENTI A FONDI DI INVESTIMENTO CONTENUTI NEL PRESENTE DOCUMENTO SONO RELATIVI A FONDI CHE POSSONO NON ESSERE STATI AUTORIZZATI DALLA FINMA E PERCIO' POSSONO NON ESSERE DISTRIBUIBILI IN O DALLA SVIZZERA, AD ECCEZIONE DI ALCUNE PRECISE CATEGORIE DI INVESTITORI QUALIFICATI. ALCUNE DELLE ENTITA' FACENTI PARTE DEL GRUPPO NOTZ STUCKI O I SUOI CLIENTI POSSONO DETENERE UNA POSIZIONE NEGLI STRUMENTI FINANZIARI O CON GLI EMITTENTI DISCUSSI NEL PRESENTE DOCUMENTO, O ANCORA AGIRE COME ADVISOR PER QUALSIASI DEGLI EMITTENTI STESSI.

I RIFERIMENTI A MERCATI, INDICI, BENCHMARK, COSI' COME A QUALSIASI ALTRA MISURA RELATIVA ALLA PERFORMANCE DI MERCATO SU UNO SPECIFICO PERIODO DI RIFERIMENTO, SONO FORNITI ESCLUSIVAMENTE A TITOLO INFORMATIVO.

INFORMAZIONI AGGIUNTIVE DISPONIBILI SU RICHIESTA

© Notz Stucki Group