



## Chiusura d'anno con opportunità in vista

Dopo la recente correzione, le valutazioni si sono fatte più interessanti e lo scenario, archiviate le elezioni di medio termine in Usa, presenta qualche elemento di incertezza in meno. L'approccio del team gestionale di ANIMA sull'azionario diventa così tatticamente più costruttivo in modo da catturare un possibile rally di fine anno.

**Dopo un mese di ottobre caratterizzato da una raffica di avversione al rischio, che ha penalizzato i mercati azionari, nelle ultime settimane si è assistito ad un rimbalzo delle borse globali.** La recente volatilità è stata alimentata da **una nuova escalation di rischi politici e in particolare dalla situazione dell'Italia**, che rimane ancora incerta, alla luce della lunga trattativa con la Commissione Ue, su contenuti e misure della legge di bilancio 2019.

Non sono, però, mancati sviluppi politici anche su altri fronti. **In Europa la questione Brexit resta ancora aperta**, con l'eventualità anche di un nuovo referendum sul tema e **i rapporti commerciali tra Usa e Cina restano tesi**, in attesa dell'incontro tra i due Presidenti in occa-

sione del G20 di fine novembre che si terrà in Argentina, a Buenos Aires.

Inoltre, va considerato che il ciclo economico americano dura ormai da dieci anni e che le politiche monetarie delle principali Banche Centrali a livello globale, dopo essere state per lungo tempo eccezionalmente accomodanti, stanno diventando più restrittive. Un processo, questo, che prosegue gradualmente, ma che sta portando a tassi di interesse in rialzo e ad una contrazione della liquidità a livello globale, con conseguente passaggio ad un nuovo regime di volatilità sui mercati, superiore al passato.

A proposito, in occasione del meeting del 7 e 8 novembre, il Fomc della Fed, infatti, ha confermato la politica di gra-

duale aumento dei tassi e la prossima stretta in occasione della riunione di dicembre.

**In questo scenario è possibile che si verifichi il tradizionale rally di fine anno?** Indubbiamente il contesto continuerà ad essere molto sfidante. Tuttavia le premesse per una ripresa dei mercati a fine anno potrebbero esserci. A maggior ragione dopo le elezioni di medio termine del 6 novembre negli Stati Uniti, che hanno confermato le attese dei mercati, ovvero la maggioranza del Senato ai Repubblicani e la conquista della maggioranza della Camera Bassa del Congresso da parte dei Democratici.

A parere del team gestionale di ANIMA, dunque, **la recente fase di debolezza può essere sfruttata come un'opportunità di acquisto, con la prospettiva di un recupero dei mercati nell'ultima parte dell'anno.** Infatti, nelle prossime settimane, alcuni eventi potrebbero contribuire a rendere lo scenario più ottimista: si auspica la possibile ripresa delle trattative fra Stati Uniti e Cina sulle tematiche commerciali, ma anche il raggiungimento di un accordo di massima su Brexit, senza dimenticare la probabile implementazione di un nuovo piano di stimolo fiscale in Cina, in risposta al rallentamento dell'economia e ai primi impatti del protezionismo avviato dall'Amministrazione Trump.

**Pertanto, un approccio tattico e flessibile resta ancora determinante e a riprova il giudizio sulle attività rischiose da prudente (con un posizionamento di sottopeso) diventa più costruttivo,** con l'attività di stock picking e le scelte settoriali che diventano ancora più cruciali nell'ottica di cogliere un potenziale rally di fine anno. Riteniamo che la correzione abbia lasciato sul campo valutazioni più appetibili e i premi al rischio sembrano remunerare adeguatamente i numerosi fattori di incertezza che, nonostante i possibili sviluppi positivi di breve periodo, continueranno a pesare sui mercati.

## Mercati obbligazionari e valute Valutazione neutrale sui governativi Core.

**Le ultime settimane sono state dense di eventi che hanno ancora condizionato i mercati obbligazionari.** Si è assistito ad un rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato core, in particolare in Usa sotto la spinta dei forti dati macro e di una Fed che prosegue con convinzione la normalizzazione dei tassi. In Area euro, si è assistito al ritorno delle pressioni sull'Italia, dove lo spread Btp/Bund 10 anni (**Grafico 1**) rimane vicino alla soglia dei 300 punti base. Di

qui, **il giudizio sulle obbligazioni governative core resta tatticamente neutrale ma strategicamente negativo,** in particolare in Area Euro dove il processo di normalizzazione dei tassi è frenato dai rischi politici. Confermata anche la cautela sui Titoli di Stato italiani, in attesa delle prossime mosse di Governo e Commissione Europea. Riteniamo che una stabilizzazione dello spread sia possibile, ma sarà determinante la qualità del dialogo tra Italia e istituzioni europee.

**Nessun cambiamento anche per le obbligazioni societarie su cui la view viene mantenuta prudente** e che necessitano di un approccio cauto e sempre più selettivo, dal momento che sia i titoli investment-grade sia gli high-yield risultano sensibili al contesto attuale. Si rafforza, di contro, **il giudizio positivo sulle obbligazioni emergenti** supportato dalla stabilizzazione che si riscontra sia sui rendimenti che sulle principali valute che fanno riferimento a questi mercati. Infine, sul fronte dei cambi, se il giudizio su yen e dollaro è neutrale, migliora invece la valutazione sulla sterlina sulla base degli sviluppi che si auspicano sull'annosa questione Brexit.

## Mercati azionari Europa: posizionamento tattico più costruttivo.

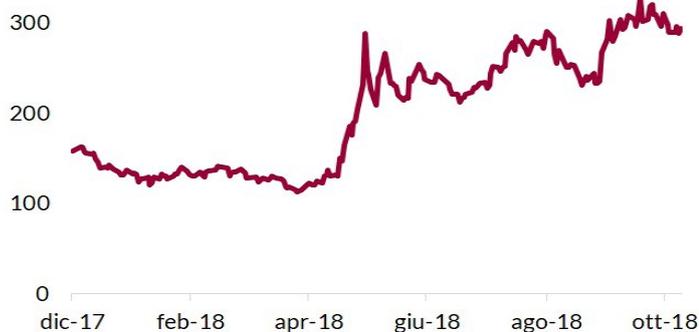
**Il cambiamento più evidente da parte del team gestionale di ANIMA è quello realizzato da un punto di vista tattico sui mercati azionari:** a seguito dell'ultima correzione il proposito è di sfruttare la recente fase di debolezza per incrementare l'esposizione. In particolare, **questo orientamento marginalmente più costruttivo si traduce in un giudizio migliore (da negativo a neutrale) sulle Borse europee,** che nel futuro prossimo dovrebbero ritrovare il favore degli investitori dopo un lungo periodo di deflussi di capitale.

La recente fase di debolezza (**Grafico 2**), se ha portato le Borse europee ad una contrazione di circa il 10% da inizio anno, con un orizzonte temporale più di medio termine le attuali valutazioni incorporano dei premi al rischio che possono essere considerati interessanti. Basti pensare che il rapporto fra prezzo e utili del mercato azionario globale è arrivato addirittura ai minimi da inizio 2016 (si veda il **Grafico 3**).

L'esposizione sui fondi che puntano su questi mercati è stata così gradualmente incrementata ritenendo molti degli scenari negativi già scontati nei corsi azionari. Tuttavia, nel breve termine andranno monitorati tre

## Grafico 1

Spread Btp/Bund 10 anni (punti base)



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

## Grafico 2

Principali indici azionari a confronto



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg. Serie ribasate.

aspetti, che potrebbero riportare volatilità: in primis, i risultati delle trimestrali che stanno orientando l'andamento dei principali indici. In secondo luogo la vicenda Brexit, dove al momento non c'è un piano preciso e ancora molta incertezza. A nostro avviso un accordo verrà raggiunto tra Gran Bretagna e Ue, ma crediamo che le prossime settimane siano cruciali e non possiamo escludere sorprese negative. Infine, potrebbero rappresentare un catalyst positivo, a metà dicembre, quando i vertici della Ue si riuniranno, gli eventuali passi in avanti verso sistemi fiscali europei maggiormente integrati.

Per quanto riguarda il **posizionamento settoriale dei fondi che puntano sulle Borse europee**, in un contesto di rotazione settoriale è stato incrementato il peso del settore farmaceutico; inoltre, la view è costruttiva sul comparto information technology, in quanto le società stanno registrando un trend positivo degli utili, accompagnato da una crescita strutturale; giudizio neutrale sul settore energetico e anche su quello alimentare.

### Italia: approccio cauto in attesa della stabilità.

La situazione sull'Italia rimane instabile e delicata e, in particolare, ad alimentare le preoccupazioni degli investitori è stato l'inasprimento del confronto fra Governo e istituzioni europee sul tema della manovra finanziaria. Il mercato azionario italiano è come si dice in gergo in "trend di ribasso" (bear trend), cioè oltre il 20% sotto i massimi di maggio.

## Grafico 3

Rapporto Prezzo/Utili attesi Paesi Sviluppati



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

Le tensioni sono soprattutto aumentate dopo che la Commissione Ue - considerando il Documento di economia e finanza e la bozza di legge di bilancio 2019 presentati dall'Italia come una violazione senza precedenti degli obblighi finanziari derivanti dal Patto di Stabilità e Crescita - lo scorso 23 ottobre ha formalmente respinto la manovra al mittente. A questo punto il governo italiano ha a disposizione tre settimane per rivedere l'impianto della legge di bilancio e rimandarla alla Ue che, a sua volta, entro il 30 novembre dovrà esprimere un'opinione definitiva. Qualora si dovessero ancora riscontrare del-

le violazioni gravi delle norme comunitarie, allora potrà essere avviata già da dicembre una procedura d'infrazione per eccesso di deficit. In questa ipotesi è comunque ragionevole ipotizzare che nel corso del 2019 governo e Commissione Ue possano concordare un percorso di aggiustamento dei conti pubblici con un orizzonte di medio termine. Nel frattempo sono arrivati anche i verdetti molto attesi sul debito pubblico da parte delle agenzie di rating. Prima è stata la volta dell'agenzia Fitch che aveva portato l'outlook sull'Italia da stabile a negativo, lasciando il rating invariato a BBB; Moody's ha tagliato il rating a Baa3, mantenendo un outlook stabile. L'agenzia Standard & Poor's, infine, lo scorso 26 ottobre, da un lato ha rinnovato il rating BBB ma ha ridotto l'outlook da stabile a negativo, facendo intravedere un possibile declassamento. Nel complesso la visibilità a medio termine, dunque, resta molto bassa e non si può escludere, prima di una stabilizzazione della situazione, un ulteriore aumento della pressione sull'Italia da parte sia dei mercati finanziari, sia dell'UE e della BCE, per una revisione delle politiche economiche.

**Il nostro approccio di gestione, dunque, continua ad essere prudente, in attesa che emerga una prospettiva più chiara per il 2019.**

## Usa: elezioni di midterm e riunione Fed.

Per il mercato azionario americano si è appena chiuso un periodo clou con il superamento delle elezioni di metà mandato e la riunione della Fed.

In particolare la Fed ha deciso di lasciare i tassi di interesse invariati tra il 2% e il 2,25% e ha affermato di aspettarsi che "ulteriori rialzi graduali dei tassi saranno in linea con una sostenuta espansione dell'attività economica, a condizioni forti del mercato del lavoro" e a un'inflazione "vicina" al tasso di crescita annuo del 2% che è stabilito come target dalla Fed. Del resto l'economia americana resta in buona salute: il Pil del terzo trimestre ha registrato un consistente +3,5% su base annuale e il tasso di disoccupazione è sceso ad ottobre al 3,7%. Il prossimo rialzo dei tassi è atteso a dicembre, dopo quelli messi a segno a marzo, giugno e settembre. Il risultato delle elezioni ha determinato una Camera chiaramente più Democratica e un Senato molto più Repubblicano di quello precedente.

A nostro avviso, comunque, dopo la correzione delle scorse settimane, l'esito dell'appuntamento elettorale, che era quello atteso dai mercati, favorirà la ripresa e un possibile rally verso la chiusura d'anno. In particolare, riteniamo che sull'andamento degli indici statunitensi sarà determinante l'evoluzione delle seguenti tematiche. In primis, come in Europa, l'esito delle trimestrali: nel complesso le società statunitensi stanno riportando relativamente bene

e la maggior parte sta superando le stime per il 2018 e nel dettaglio ci si aspetta una crescita degli utili pari al 20% in media per il III trimestre di quest'anno. Secondo: l'evoluzione delle tensioni commerciali con la Cina, che stanno iniziando a pesare sulla crescita globale. Un potenziale evento positivo potrebbe essere rappresentato dal fatto che sono ricominciate le operazioni da parte delle società americane di acquisto di azioni proprie che erano state sospese in vista della stagione degli utili. **Il giudizio su questo mercato resta neutrale.**

## Borse emergenti: giudizio ancora costruttivo.

In risposta alle tensioni commerciali con gli Usa, le politiche fiscali e monetarie della Cina risultano in moderata espansione in coerenza con le azioni recentemente poste in essere a livello governativo e da parte della banca centrale. Si avverte una decelerazione da parte di diversi indicatori macroeconomici: i sondaggi tra i direttori degli acquisti segnalano una contrazione delle esportazioni e un rallentamento dei nuovi ordini. Solida invece la domanda interna in termini di vendite al dettaglio. **In generale il giudizio sulle Borse emergenti resta selettivamente positivo** dopo la forte penalizzazione subita nei mesi scorsi a causa dell'apprezzamento del dollaro.

## Borse Asiatiche: Giappone in sovrappeso.

**A livello geografico, all'interno dei fondi globali, il mercato nipponico continua ad essere sovrappeso per diversi fattori che rendono la view sempre più costruttiva.** Innanzitutto a causa delle maggiori garanzie di stabilità politica, dopo la riconferma di Shinzo Abe, per altri tre anni alla guida del Paese, candidandosi così a diventare il Premier più a lungo in carica dall'inizio del secolo scorso; secondo, le valutazioni incorporano aspettative molto pessimistiche sull'evoluzione della disputa commerciale e della crescita globale; terzo, il posizionamento di sottopeso degli investitori. Non va poi dimenticato che il Giappone rappresenta l'unico Paese al mondo il cui governo ha imposto alle società vincoli per applicare le strategie etiche (ESG) e avviare un circolo virtuoso. Ovvero le società devono tendere ad una governance efficace, sensibile alle problematiche ambientali e sociali.

*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.*