



Fine anno con qualche schiarita

La recente tregua commerciale raggiunta fra Usa e Cina in occasione del G20 lascia intravedere la possibilità che la chiusura del 2018 porti con sé il tanto atteso rally. L'approccio del team gestionale di ANIMA sui mercati azionari resta tatticamente costruttivo per il venir meno di alcuni elementi di incertezza, ma anche per il supporto che potrebbe arrivare da una stagionalità positiva.

La chiusura d'anno potrebbe contribuire a riabilitare almeno in parte questo 2018, che in generale non è stato particolarmente brillante per i mercati finanziari. **Qualche fattore di incertezza, infatti, nel corso delle ultime settimane è venuto meno.**

Prima di tutto in occasione del G20 a inizio dicembre in Argentina, **Stati Uniti e Cina hanno concordato una tregua di 90 giorni nella guerra commerciale**, in modo da favorire i negoziati tra le due parti. In particolare, Trump e Xi Jinping hanno deciso di non imporre nuovi dazi a partire da gennaio 2019, ovvero l'aumento dei dazi americani previsto per gennaio è stato "congelato", mentre da parte sua la Cina si è impegnata a ridurre lo squilibrio commer-

ciale con gli USA, aumentando "in modo sostanziale" gli acquisti di prodotti agricoli, industriali ed energia.

Il Presidente Trump aveva già sorpreso, poche settimane fa, con **la decisione di escludere diversi Paesi dal divieto di acquistare petrolio dall'Iran**, colpito dalla reintroduzione delle sanzioni. Il prezzo del greggio - già sotto pressione per l'aumento dell'attività produttiva su scala globale a dispetto di una domanda invece sempre più debole - è arrivato a perdere oltre il 30% dai massimi di inizio ottobre. E c'è ancora incertezza sull'accordo per un nuovo taglio alla produzione da parte dell'Opec, il cartello dei Paesi produttori di greggio.

Prima ancora, restando negli Stati Uniti, **l'archiviazione**

delle elezioni di medio termine del 6 novembre con il nuovo assetto caratterizzato da un Congresso diviso - la maggioranza del Senato ai Repubblicani e la maggioranza della Camera Bassa ai Democratici - aveva già rassicurato gli investitori, dal momento che sia l'ipotesi di una cancellazione delle riforme dell'Amministrazione Trump che un nuovo ingente pacchetto di stimoli - in grado di surriscaldare l'economia - sembrano poco probabili.

Anche sul fronte delle principali Banche Centrali - nonostante la prospettiva di politiche monetarie meno espansive e riduzione della liquidità a livello globale, con conseguente probabile passaggio ad un nuovo regime di volatilità, certi sviluppi hanno riportato un po' di fiducia. Il governatore della Fed, Jerome Powell, ha affermato in modo piuttosto chiaro che i tassi ufficiali si stanno avvicinando al range di neutralità e, pertanto, l'iter previsto di rialzi potrebbe seguire un sentiero meno "ripido" ed essere più graduale del previsto. Ciò ha dato un po' di respiro ai mercati, elemento che nel breve termine potrebbe rappresentare un fattore positivo soprattutto per i Paesi emergenti.

Per quanto riguarda la BCE, Draghi ha confermato la fine del QE entro il 31 dicembre, ma cresce il focus sulla necessità di mantenere adeguati livelli di liquidità nel sistema economico nel futuro prossimo. A questo proposito, tra le misure allo studio, la BCE sta valutando un'altra asta di liquidità Ltro/Tltro (operazioni di rifinanziamento a lungo termine), ovvero un finanziamento di almeno 2 anni che consenta di smussare lo "scalino" che potrebbe materializzarsi a metà del 2020, creando problemi alle banche europee. Da un certo punto di vista, dunque, se la BCE sta proseguendo lungo un percorso di normalizzazione, al contempo intende adottare delle misure che possano ridurre l'effetto restrittivo sulle condizioni finanziarie, mantenendo un elevato grado di supporto al mercato e all'economia. C'è molta attesa per il prossimo meeting del 13 dicembre e per quello del Fomc della Fed fissato per il 19 dicembre.

Non sono mancati importanti sviluppi politici anche in Europa. Sul fronte della Brexit è stato raggiunto un accordo su una bozza di programma di uscita con l'Unione Europea. Tuttavia le difficoltà maggiori per chiudere la questione restano interne, dal momento che il primo ministro Theresa May sta incontrando molte complessità ad ottenere la ratifica dal Parlamento inglese stesso. Per quanto riguarda l'Italia, dopo la bocciatura formale da parte della Commissione Europea del Documento Programmatico di Bilancio e il duro confronto tra Go-

verno italiano e autorità europee nelle ultime settimane, alcuni eventi hanno tranquillizzato gli investitori. In particolare, la conferma che la decisione da parte della Commissione europea relativa alla procedura di infrazione nei confronti dell'Italia potrebbe realizzarsi con tempistiche più lunghe e in un clima più disteso. Il Governo, infatti, sembra dimostrare più flessibilità in merito alla revisione di alcune misure e dei saldi di finanza pubblica.

Pertanto, la cautela che il team gestionale di ANIMA raccomandava da mesi sulle attività finanziarie domestiche ha lasciato spazio ad un giudizio più costruttivo.

In questo contesto, i mercati hanno avuto un andamento oscillante: le attività rischiose sono state supportate dall'esito delle elezioni americane e dai segnali di riavvicinamento fra USA e Cina durante il G20, ma il tracollo del prezzo del petrolio, le penalizzazioni subite da alcuni colossi della tecnologia (in primis il caso Huawei) e più di recente le nuove dichiarazioni di Trump che sembrano in qualche modo screditare la "tregua commerciale" appena siglata con la Cina, hanno riportato gli indici azionari sui minimi di periodo. Restiamo dell'idea che nelle prossime settimane l'umore degli investitori possa diventare più costruttivo per effetto di una pluralità di fattori: il miglioramento del flusso di notizie sul fronte politico, ulteriori misure di stimolo in Cina e una retorica più conciliante da parte della Federal Reserve americana. Un ruolo importante potrebbe avere anche la stagionalità positiva, alla luce dell'andamento deludente delle borse da inizio anno e della contrazione dei multipli a cui si è assistito. La parola d'ordine, comunque, trasversalmente alle diverse asset class resta ancora approccio tattico e flessibile.

Mercati obbligazionari e valute Torna la neutralità sui titoli di Stato italiani.

Come anticipato, l'ondata di avversione al rischio provocata dall'escalation della crisi politica italiana sembra essere alle spalle (Grafico 1), complice anche l'allentamento delle tensioni fra Governo e Commissione Europea. Il mercato, infatti, sembra aver raggiunto un equilibrio, con le quotazioni che offrono una remunerazione adeguata per i fattori di rischio e gli elementi di incertezza presenti sul campo. In questo contesto, dunque, si è ritenuto opportuno riportare alla neutralità il giudizio sui titoli di Stato italiani, in linea con il posizionamento sulle obbligazioni governative core, che resta tatticamente neutrale ma strategicamente negativo. Più a medio termine, per le obbligazioni governative domestiche, le variabili cruciali saranno rappresentate dalla crescita

Grafico 1

Spread Btp/Bund 10 anni (punti base)



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

Grafico 2

Cambio Euro/Dollaro



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

economica e dagli effetti dell'allargamento dello spread sulle banche, sia sul piano della capitalizzazione che delle politiche di credito.

Confermata la view negativa sulle obbligazioni societarie, sia investment-grade che high-yield. Il mondo del credito è stato molto penalizzato nelle ultime settimane – a causa di dinamiche settoriali, esplosione del rischio idiosincronico, interruzione in prospettiva del supporto della BCE in un contesto di crescente illiquidità, – ma benché ci sia stato un forte allargamento degli spread, non si è

verificata una fase di autentica capitolazione che abbia reso le valutazioni più interessanti. **Rinnovata anche la view positiva sulle obbligazioni emergenti**, forte dei crescenti segnali di stabilizzazione delle valute. In ultimo, **il giudizio sui principali cambi** (per l'andamento del cambio euro/dollaro si veda il **Grafico 2**) **resta al momento invariato**, cioè neutrale su yen e dollaro e valutazione positiva sulla sterlina.

Mercati azionari

Europa: in attesa della risoluzione della Brexit.

La view sulle Borse europee, alla luce delle considerazioni su Brexit e Italia, si conferma tatticamente neutrale. Nell'ultimo mese l'indice dell'attività manifatturiera (PMI) ha registrato un ulteriore ribasso. L'economia europea rimane solida, con una crescita annuale del PIL

Grafico 3

Andamento Ftse Mib



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg. Serie ribasate.

reale vicina al 2%, ma le recenti tensioni geopolitiche hanno portato ad un rallentamento nei confronti dei trimestri precedenti. Inoltre, nell'ultimo mese il numero di società che ha ricevuto revisioni negative sugli utili è stato maggiore rispetto a quelle con revisioni positive, con il rapporto tra le due al di sotto delle medie storiche. Per quanto riguarda il posizionamento settoriale dei fondi che puntano sui mercati del Vecchio Continente, la view è positiva sul settore farmaceutico, neutrale sul comparto energetico, information technology (in quanto

le società stanno registrando un trend positivo degli utili, accompagnato da una crescita strutturale) e delle telecomunicazioni.

Italia: il giudizio nel breve diventa più costruttivo.

Sulla situazione italiana continua ad esserci poca visibilità, tuttavia, come anticipato, il clima fra Governo italiano e Ue si è fatto più disteso, da qui la scelta di un posizionamento più neutrale anche in vista del possibile rally di fine anno (nel **Grafico 3** l'andamento a 1 anno del Ftse Mib). A nostro avviso due restano gli elementi da monitorare per i prossimi mesi per valutare l'evoluzione di questa situazione: in primis l'andamento della crescita, in quanto tutti gli indicatori economici sembrano andare verso una potenziale contrazione economica nel IV trimestre di quest'anno e nel I del 2019. A novembre si è registrata una flessione dell'indice del clima di fiducia dei consumatori da 116,5 a 114,8, mentre l'indice composito del clima di fiducia delle imprese è diminuito per il quinto mese consecutivo, passando da 102,5 a 101,1. È stato recentemente pubblicato anche il primo dato negativo del Pil dal secondo trimestre 2014: nel III trimestre del 2018 il Pil è diminuito dello 0,1% rispetto al trimestre precedente. Il secondo aspetto è il tema annoso del credito, ovvero la capacità delle banche di fornire liquidità alle imprese e alle famiglie e quindi al sistema produttivo del Paese. A riprova nei giorni scorsi l'agenzia Fitch ha abbassato le stime di crescita sia per il 2018 - dall'1,2% all'1% - che per il 2019 - dall'1,2% all'1,1% - a causa dell'incertezza politica interna e dei timori per il commercio globale.

Usa: le valutazioni si fanno più interessanti.

Il giudizio sul mercato azionario americano resta neutrale. La recente correzione ha spinto le valutazioni ai livelli più interessanti degli ultimi 2 anni, il che, considerando il peso degli Stati Uniti negli indici globali, conferisce fiducia per quello che può essere il rendimento dell'investimento azionario nel futuro prossimo. Questa situazione fa sì che - tenendo anche conto di quanto detto in merito alle politiche monetarie - il mercato azionario americano resti l'elemento portante di tutti gli altri mercati azionari.

Borse emergenti: contesto meno sfidante.

Il contesto di riferimento è diventato meno sfidante, complici le aspettative di riavvicinamento fra Stati Uniti e Cina sui temi commerciali e i toni più morbidi utilizzati dalla Fed circa il percorso di normalizzazione della sua politica monetaria. Inoltre, le valutazioni restano ancora depresse e un posizionamento scarico potrebbe dare ossigeno ad un eventuale recupero. L'atteggiamento proat-

tivo da parte delle autorità cinesi per sostenere la crescita economica rappresenta un fattore molto importante: le misure di supporto adottate sono numerose ma non imponenti e pertanto ci vorrà tempo perché si vedano i primi effetti. Spostandoci in America Latina, la politica resta in primo piano; spicca la divergenza di sviluppi fra Messico e Brasile: da una parte le decisioni di Manuel Lopez Obrador in tema di intervento dello Stato nell'economia hanno deluso gli investitori, dall'altra le prime nomine del neo Presidente Jair Bolsonaro hanno confermato un orientamento liberista apprezzato dai mercati. **In generale, il giudizio sulle Borse emergenti resta positivo se pur sempre in modo selettivo.**

Borse Asiatiche: Giappone in cima alle preferenze.

Il Giappone insieme ai mercati emergenti resta fra le aree geografiche privilegiate e il giudizio al momento resta costruttivo. Nel corso di novembre, la correzione del prezzo del petrolio e il sentiment negativo hanno pesato sul mercato, tuttavia, il posizionamento sul mercato giapponese da parte degli investitori internazionali è sempre sottopesato e le valutazioni sono sempre più contenute. Alla luce delle caratteristiche del mercato nipponico riteniamo che la vera svolta (e il ritorno di flussi) si avrà non appena ci sarà più visibilità e chiarezza sulla situazione macroeconomica globale - e quindi in primis sui rapporti commerciali tra USA e Cina - e quindi una maggiore convinzione sulla crescita degli utili. Va segnalato che, nonostante la forte volatilità del mercato azionario globale, lo Yen non si è apprezzato in misura significativa.

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.