



## Prudenza a tutto tondo

Gli sviluppi sulla scena politica sono tornati protagonisti dei mercati. In questo contesto, caratterizzato da molti lavori in corso nei diversi “cantieri” dei policy maker a livello globale, il team di gestione di ANIMA mantiene un orientamento cauto e l’approccio diventa ancora più tattico e selettivo.

### L'evoluzione dei rischi politici torna ad essere la protagonista indiscussa sulla scena dei mercati finanziari.

A partire dai tweet di inizio maggio del Presidente Trump si è assistito ad una brusca ed imprevedibile escalation delle tensioni commerciali fra Usa e Cina, quando ormai le trattative si pensavano alle battute finali. Stando alle dichiarazioni dei negoziatori americani, un inatteso voltafaccia della Cina su alcuni punti - che erano già stati oggetto di accordo nelle trattative delle ultime settimane - avrebbe indotto Trump ad adottare un orientamento intransigente.

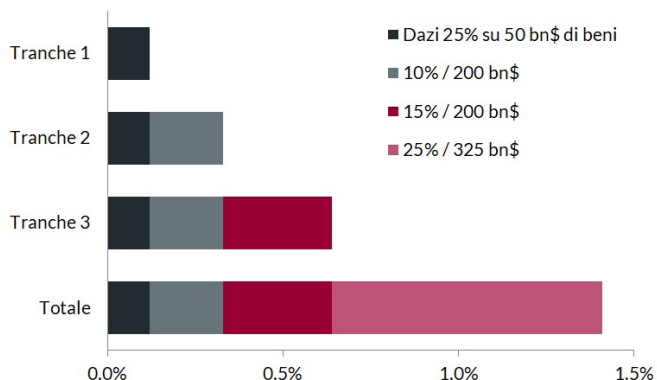
In particolare, l'amministrazione Trump ha alzato dal 10 al 25% i dazi su 200 miliardi di dollari di prodotti cinesi e ha anche avviato la procedura necessaria per assog-

gettare a tariffe tutti i beni importati dalla Cina ancora esenti (poco più di 300 miliardi di dollari), con un impatto potenzialmente negativo per la crescita economica cinese (**Grafico 1**).

Inoltre, il colosso tecnologico cinese Huawei, poi, è stato inserito nella cosiddetta *Entity List*, cioè l'elenco che include le società estere a cui di fatto non viene consentito di acquistare componenti e tecnologia da aziende americane (senza approvazione del Governo). Inevitabili le ritorsioni da parte della Cina, che per ora ha aumentato i dazi su 60 miliardi di dollari di merci americane, ma potrebbe eventualmente ricorrere ad altre contromisure, dal blocco delle importazioni di beni agricoli

## Grafico 1

Impatto dazi americani su economia cinese



Fonte: Gavkal, Bloomberg. Dati in % del Pil.

alla limitazione seria delle esportazioni delle cosiddette “terre rare”, all'imposizione di controlli e regolamentazioni più stringenti sull'attività delle grandi multinazionali americane attive in Cina o addirittura alla svalutazione dello yuan.

Ma c'è di più. Nello scorso fine settimana **da Trump è arrivata un'altra doccia fredda con la minaccia dell'imposizione di dazi progressivi sui prodotti importati dal Messico**, se il Paese non impedirà gli ingressi illegali di migranti sul suolo americano. Il prossimo 10 giugno potrà già essere introdotta la prima tranche di dazi al 5%. Un nuovo colpo di scena che ha scatenato per l'ennesima volta impatti negativi a livello globale, determinando cali generalizzati delle Borse e del prezzo del petrolio e forte volatilità sui mercati valutari.

**Quali le prospettive, quindi, dopo questa nuova ondata di avversione al rischio su tutti i mercati?** Lo scenario più probabile è che questa fase di incertezza si protragga fino alla fine di giugno, quando i leader Trump e Xi Jinping dovrebbero incontrarsi al margine del G20 che si terrà ad Osaka in Giappone. I due Presidenti potrebbero scegliere alla fine di allentare le tensioni, sospendendo almeno temporaneamente l'adozione di provvedimenti ancora più stringenti e fornendo nuovo impulso alle trattative. **Il team di gestione di Anima ritiene che un accordo sia ancora possibile**, - in primis perché la scadenza delle elezioni americane si avvicina e una recessione costerebbe a Trump l'elezione alla Casa Bianca - anche se molto più modesto e depotenziato rispetto a quanto si sperava solo qualche settimana fa.

**Anche in Europa sono molte le questioni politiche aper-**

**te.** In occasione delle elezioni parlamentari europee, per la prima volta nella storia popolari e socialdemocratici hanno perso la maggioranza assoluta. In verità, **l'avanzata dei partiti populistici sovranisti c'è stata ma non è stata così travolgente come si temeva alla vigilia del voto**: hanno conquistato circa il 30% dei voti (e senza la partecipazione del Regno Unito alle elezioni, la percentuale sarebbe stata inferiore). L'affermazione delle forze euroscettiche, tuttavia, non è l'unica ragione per cui è lecito immaginare che il processo di integrazione europea procederà in modo ancora più lento e difficoltoso. **La maggiore frammentazione del Parlamento, infatti, implica già di per sé un aumento della complessità**: saranno necessari l'accordo e la disciplina di più partiti per assumere decisioni.

**Nel Regno Unito**, le dimissioni di Theresa May - effettive dal 7 di giugno -, dopo la vittoria del partito pro Brexit di Nigel Farage, fondato solo pochi mesi fa - e la sua probabile sostituzione con un Conservatore più intransigente **hanno alimentato i timori di una Hard Brexit.**

**Anche in Italia la volatilità è tornata a regnare.** A determinare una nuova impennata del differenziale di rendimento tra Btp e Bund decennale, fino a 295 punti base (si veda il **Grafico 2**), ai massimi da metà dicembre, sono state dapprima le dichiarazioni poco rassicuranti di qualche ministro sul tema della disciplina fiscale e successivamente la vicenda relativa alla lettera di risposta del governo italiano alla Ue sul tema dei conti

## Grafico 2

Spread Btp/Bund 10 anni (punti base)



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

pubblici, da cui sarebbero stati depennati i riferimenti ad un taglio delle spese per il welfare. Infine, dopo numerose indiscrezioni di stampa, è arrivata da parte della Commissione Europea la proposta di una procedura di infrazione per eccesso di deficit in base a quanto previsto dai Trattati europei. Tra l'altro, i timori legati ai conti pubblici domestici, hanno finito per fare percepire l'Italia come più rischiosa della Grecia: per la prima volta dal 2008, il rendimento del Btp a 5 anni, ha superato quello degli analoghi titoli greci (rispettivamente 1,82% contro 1,78%).

Quale perciò l'orientamento di ANIMA sulle diverse asset class in questa fase di mercato? In un contesto, come quello attuale, di elevata incertezza e scarsa visibilità, in cui gli sviluppi sulla scena politica restano il driver più importante dei mercati, viene mantenuto un orientamento prudente e l'approccio diventa ancora più tattico e selettivo. In questa prospettiva il G20 di fine giugno sarà ancora più importante per suggerire una direzione dei mercati nella seconda metà dell'anno.

## Mercati obbligazionari e valute Giudizi confermati sui diversi segmenti bond.

Il tono molto accomodante delle banche centrali, soprattutto della Fed, trova la sua motivazione nei timori per un rallentamento della crescita e per livelli di inflazione ancora decisamente contenuti. Di conseguenza, allontanando le attese di rialzi dei tassi, le Banche centrali hanno creato pressioni al ribasso sui rendimenti obbligazionari governativi (si veda il **Grafico 3**).

Fatta questa premessa le indicazioni per i diversi comparti degli attivi obbligazionari vengono confermate. In primo luogo riteniamo che continui a non esserci valore sui governativi core in euro. La fase di risk-off descritta, insieme ai timori sulla crescita economica dell'Italia da parte di Commissione Ue e Ocse, ha determinato nuove tensioni anche sul mercato dei Btp, su cui continuiamo a mantenere un approccio cauto e difensivo, in primis a causa delle incognite a livello politico ed economico-finanziario. Orientamento, inoltre, selettivo sulle obbligazioni corporate, per la scarsa appetibilità delle valutazioni e la recente escalation del rischio idiosincratico; neutrali, infine, sulle obbligazioni emergenti.

Restano invariati i giudizi sulle valute: neutrale su yen e sterlina, negativo sul dollaro (pur senza aspettativa di

grande direzionalità e con strategie implementate mediante opzioni).

Per quanto riguarda in particolare il cambio euro/dollaro, in un'ottica di lungo periodo la view del team gestionale di ANIMA si mantiene a favore dell'euro, continuando a ritenere che sussistano fattori di indebolimento del dollaro, in primis il rallentamento della crescita USA e l'orientamento accomodante della Fed. Lo scenario macro/politico globale più incerto, tuttavia, continua a supportare la divisa, in quanto bene rifugio. La direzionalità potrebbe quindi essere limitata nel breve periodo.

## Mercati azionari

### Europa: rischio politico sempre più dominante.

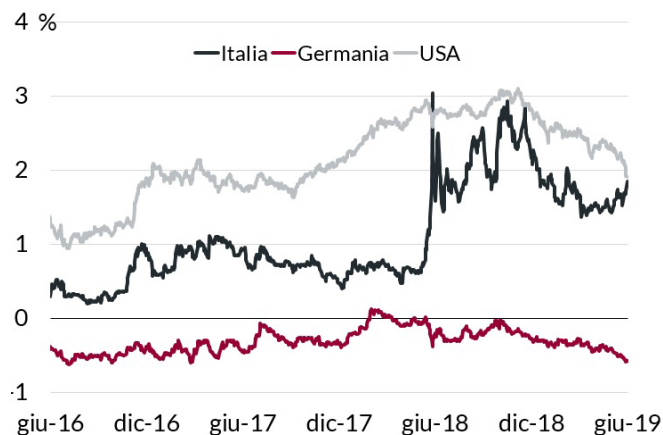
Per quanto riguarda le Borse europee, dal momento che i rischi politici continuano a dominare la scena – dal rinnovo delle cariche dei vertici Ue alla Brexit e all'Italia – la view viene confermata neutrale, ma la gestione dell'esposizione direzionale al mercato, il cosiddetto Beta, è tattica e prudente e cresce il focus sullo stock picking, sulla ricerca di Alpha. In particolare, vengono privilegiati temi slegati dalle vicende commerciali: energia e utilities a livello di allocazione settoriale.

### Italia: osservato speciale.

Molti i fattori di incertezza da qui alla fine dell'anno, a maggior ragione dopo l'esito delle elezioni europee e le ultime vicende che hanno alimentato nuove tensioni tra Governo e vertici Ue.

## Grafico 3

Rendimenti dei titoli di stato quinquennali



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.



Anche se non dovessero seguire rimpasti nella compagine di governo è evidente che a cambiare potrebbe essere la definizione dell'agenda delle priorità, con maggiore attenzione al mondo delle imprese e alla pressione fiscale. Ci aspettiamo un confronto aspro sulla prossima legge di stabilità dove il solo scongiurare l'aumento dell'IVA, previsto dalle clausole di salvaguardia della legge di bilancio 2019, impone di "reperire" risorse alternative per circa 20 miliardi di euro. Ci aspettano settimane dove è prevedibile che il governo cerchi un significativo allentamento dei vincoli di bilancio; tuttavia, il margine di manovra appare esiguo, ma quasi sempre si parte chiedendo "tutto" per poi trovare un punto di incontro a metà strada. Tra l'altro, proprio il 31 maggio, quando il governo doveva rispondere ai rilievi di Bruxelles sull'evoluzione del debito, l'Istat ha rivisto al ribasso il dato sul Pil domestico, che nel I trimestre del 2019 è salito solamente dello 0,1% rispetto al trimestre precedente ed è diminuito dello 0,1% nei confronti del I trimestre del 2018. Va segnalato che era dall'ultimo trimestre del 2013 che non accadeva che l'economia italiana calasse su base annua. **Quindi molta cautela nel breve ma attenzione, dopo l'estate, a eventuali spiragli di accordo con la commissione Europea. Per queste ragioni viene confermato un posizionamento prudente e neutrale.**

## **USA: nella trappola della trade war.**

L'andamento della Borsa americana si è dimostrato contrastato. Infatti, per effetto del riaccendersi della guerra commerciale la fiducia nel settore manifatturiero americano è peggiorata nel mese di maggio (50,5 punti dai 52,6 di aprile), toccando i minimi da settembre 2009. **Al contempo si è assistito ad un ulteriore allentamento delle pressioni inflattive.**

**Pertanto, il giudizio sul mercato azionario americano, in attesa di assistere agli sviluppi della guerra commerciale, ancora una volta viene rinnovato neutrale.**

## **Borse emergenti: preferenza per India e Brasile.**

**La correzione causata dal ritorno delle tensioni commerciali tra USA e Cina apre nuovi scenari.**

Per quanto la Cina disponga di numerosi mezzi a sostegno della propria economia, l'incertezza e gli effetti negativi che un prolungato periodo di dazi al 25% pongono alla sua crescita economica, portano ad esprimere **una view più cauta sui mercati emergenti (da neutrale a negativa), con preferenza per i Paesi meno esposti al rischio geopolitico, come India e Brasile.**

In Brasile lo scenario base rimane quello di un'approvazione della riforma previdenziale e la correzione delle ultime settimane fornisce l'opportunità di incrementarne l'esposizione.

In India, la limitata esposizione dell'economia alle dispute commerciali rende il paese sicuramente più difensivo in un contesto di maggiore volatilità.

## **Borse Asiatiche: ancora costruttiva la view sul Giappone.**

**Il Giappone, a livello geografico, si conferma l'area con le migliori prospettive per il team gestionale di ANIMA, nonostante il mercato nipponico non abbia beneficiato dell'espansione dei multipli. In particolare, va tenuto presente che molte società giapponesi stanno accelerando le riforme legate alla corporate governance e alle tematiche ESG, elementi che in prospettiva forniscono supporto a questo mercato.**

*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.*