



## Contesto sempre più sfidante

Nel mese di agosto gli sviluppi politici – dalle ulteriori tensioni commerciali tra Usa e Cina ad un’inaspettata crisi di governo in Italia – hanno rappresentato ancora il principale driver dei mercati. L’incertezza resta alta e la visibilità scarsa, di qui la scelta di mantenere un approccio orientato al contenimento dei rischi e focalizzato sulla ricerca di opportunità in maniera tattica e selettiva.

**L’incertezza macroeconomica e geopolitica continua a rendere sfidante il contesto per i mercati e quindi per le scelte di investimento.** Nell’ultimo mese gli sviluppi politici sono ritornati protagonisti: da un lato, **il riaccendersi delle tensioni commerciali fra Stati Uniti e Cina**, con la dichiarazione da entrambi le parti di nuovi/maggiori dazi, dall’altro, **l’inaspettata crisi di governo italiana**, messa in moto ad agosto dall’ex vice-premier Matteo Salvini, leader della Lega.

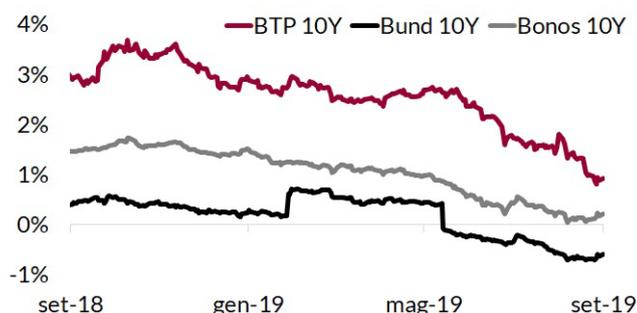
Per quanto riguarda il primo punto stanno diventando sempre più visibili gli effetti dello scontro commerciale Usa-Cina sull’andamento della crescita economica. In merito, invece, alla situazione domestica, dopo alcune settimane di instabilità, mercati e investi-

tori hanno accolto positivamente la nascita del neo governo battezzato “Conte bis”, figlio della nuova alleanza tra Movimento Cinque Stelle e Partito Democratico. Positiva la reazione dei mercati finanziari con **il rendimento dei Btp decennali che ha toccato i minimi degli ultimi dieci anni**, con rendimenti intorno allo 0,80% (**Grafico 1**) e con lo spread verso il Bund tedesco in area 150 punti base (**Grafico 2**).

**Per l’annosa questione della Brexit il futuro prossimo resta molto incerto.** Se il neo premier Boris Johnson sembra continuare a propendere per una “Hard Brexit” - a favore cioè di un’uscita dall’Unione Europea a qualunque costo ed entro il prossimo

## Grafico 1

Rendimenti titoli decennali a confronto (in %)



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg. Dati al 9/09/2019.

31 ottobre, puntando ad elezioni anticipate - invece, il Parlamento ha approvato una legge "anti-no deal" con l'obiettivo di imporre al governo la richiesta alla Ue di un rinvio della Brexit oltre la scadenza del 31 ottobre, in modo da prolungare le trattative. La situazione rimane dunque molto fluida e in continua evoluzione.

Sul fronte delle politiche monetarie, in attesa dei prossimi meeting della Banca Centrale Europea (12 settembre) e della Federal Reserve (18 settembre), sono arrivati ulteriori messaggi di supporto alla crescita e conferme di interventi espansivi da parte di rappresentanti sia della BCE che della Fed.

Ai dubbi per i rischi politici ricordati **si aggiungono anche le perplessità sullo sviluppo del quadro macro**, dal momento che il settore manifatturiero, a livello globale, continua a confermare una frenata, mentre il comparto dei servizi si dimostra ancora resistente (**Grafico 3**).

Complice di questo peggioramento macro, l'incertezza su tempistica ed esito delle negoziazioni tra Stati Uniti e Cina, che incide sempre di più sui flussi del commercio globale e sulle scelte di investimento delle società.

Ecco allora che, in questo contesto di scarsa visibilità, caratterizzato da un'elevata volatilità dei dati macro e dall'imprevedibilità delle scelte dei leader politici, il team gestionale di ANIMA sceglie di mantenere ancora **un approccio orientato al contenimento dei rischi e focalizzato sulla ricerca di opportunità in maniera tattica e selettiva**.

## Mercati obbligazionari e valute

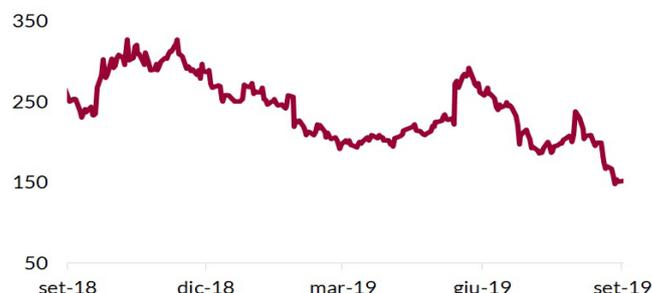
### La view sui Btp diventa neutrale.

Il mercato obbligazionario Euro si conferma con tassi a livelli estremi (negativi) che ben rappresentano le forti aspettative degli operatori finanziari anche su orizzonti di lungo periodo. A titolo esemplificativo, il tasso trentennale tedesco è ormai in territorio negativo. In aggiunta, il mercato sta scontando una possibile recessione negli Stati Uniti nei prossimi 12-18 mesi, come suggerito dall'inversione della curva dei rendimenti dei titoli americani su varie scadenze. Nonostante ciò, i dati macro dei consumi e del mercato del lavoro negli Stati Uniti rimangono sostanzialmente forti. In ogni caso, laddove si verificasse uno scenario inatteso di rallentamento macroeconomico più marcato delle attese, si ritiene che le politiche monetarie continueranno a giocare in termini prospettici un ruolo sempre importante a supporto della crescita, se pur con effetti più contenuti ad ogni successivo stimolo monetario.

In questo contesto, quindi, **potrebbe avvenire il naturale passaggio di testimone a supporto della crescita dalle politiche monetarie a quelle fiscali**, coerentemente con l'approcciarsi dell'anno elettorale negli Stati Uniti e il perdurare dell'attuale fase di debolezza dell'economia tedesca. Potrebbe trarne beneficio anche l'economia italiana laddove i partner europei e la commissione si trovino maggiormente disponibili a manovre fiscali espansive.

## Grafico 2

Spread Btp verso Bund 10 anni (punti base)



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg

Di qui il giudizio sui governativi italiani è passato da **negativo a neutrale**, riportando le posizioni vicino al benchmark. Inoltre, la **duration dei portafogli continua a rimanere contenuta** coerentemente con livelli estremamente bassi dei rendimenti. Il **giudizio sulle obbligazioni governative core in euro è negativo**, con valutazioni sempre più estreme e aspettative di interventi molto aggressivi da parte della BCE. **Ancora prudenza sulle obbligazioni societarie**: le prospettive di rendimento delle emissioni Investment Grade sono sempre più modeste e il rischio liquidità dei titoli High-Yield non è marginale. **Invece, il giudizio sulle obbligazioni emergenti resta costruttivo**: gli sviluppi geopolitici sono una minaccia, ma l'extra-rendimento rispetto agli altri comparti dell'universo obbligazionario, insieme a Banche Centrali accomodanti, rappresentano elementi di forte supporto. **Invariati, infine, i giudizi sulle valute**: neutrale su yen e sterlina, negativo sul dollaro se pur con aspettativa di direzionalità limitata.

## Mercati azionari

### Europa: il giudizio si mantiene di neutralità.

La view sui mercati azionari si conferma neutrale e a maggior ragione sulle Borse europee. Cresce l'importanza di una gestione tattica dell'esposizione direzionale del mercato: la stagionalità negativa e il deterioramento macroeconomico, prezzato solo in parte, sono fattori di rischio, ma eventuali progressi sul fronte degli stimoli fiscali potrebbero migliorare il sentiment degli investitori. Massima attenzione per la selezione dei titoli, con la dispersione anche intra-settoriale in aumento.

### Italia: il minor rischio politico gioca a favore.

Si ritiene che l'attuale contrazione dei tassi determini una fase di attrattività per il mercato azionario domestico, oltre ad aumentare i margini di manovra del governo nella stesura della prossima legge di bilancio 2020, in quanto la spesa per gli interessi si sta sensibilmente riducendo. Il movimento in discesa dei tassi ha quindi profonde ripercussioni nell'allocatione all'interno dei portafogli dei nostri fondi, che puntano su Piazza Affari: se da una parte è incerto che possa generare un miglioramento delle prospettive di crescita, dall'altro è più prevedibile un impatto positivo sulle quotazioni, per effetto della riduzione del fattore di attualizzazione dei flussi di cassa. **Pertanto sono state incrementate le posizioni su titoli che presentano profili difensivi con ottima generazione di cassa e dividendi interessanti e potenzialmente crescenti** (ad es. utilities, infrastrutture, trasversalmente ai settori titoli ad alto dividendo).

Riteniamo, d'altro canto, che le ripercussioni della guerra commerciale in atto, insieme ad un contesto macro con scarsi segnali di miglioramento, siano ancora sottostimate in alcuni comparti (es. industriali, settori più ciclici), su cui rimaniamo sottopesati. Prudentemente, i forti rialzi realizzati da inizio anno ci hanno indotto nelle ultime settimane ad alcune prese di beneficio, in particolare per quei titoli dove i forti rialzi non sono stati accompagnati da un aumento degli utili. **Il posizionamento resta neutrale.**

### USA: revisione degli utili positiva.

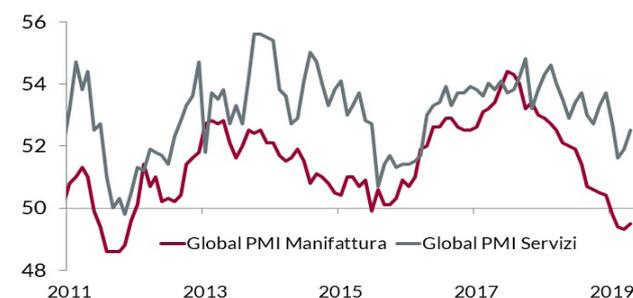
Negli ultimi sei mesi la revisione degli utili delle società appartenenti all'indice S&P 500 è risultata positiva; da segnalare soltanto, nell'ultimo mese, la revisione negativa delle stime di utili dei settori più ciclici, quali quello energetico, degli industriali e dei materiali di base. **Il posizionamento sul mercato azionario americano resta neutrale.**

### Borse emergenti: in balia della trade war.

Nel corso dell'estate si sono registrati deflussi record dal mondo emergente, in particolare in Asia e America latina, con impatti anche su economie fino ad oggi sostanzialmente immuni dai rischi geopolitici, come il Brasile. **Lo scenario rimane di difficile interpretazione in quanto la guerra commerciale genera incertezza, in una fase in cui la crescita degli utili non si dimostra entusiasmante.** Anche la svalutazione dello yuan, da parte delle autorità cinesi, ha ulteriormente penalizzato il quadro di riferimento. **Pertanto, gli investitori hanno ridotto il proprio posizionamento.**

## Grafico 3

PMI globali: manifatturiero a confronto con servizi



Fonte: elaborazione ANIMA su dati Bloomberg.

In queste condizioni il **giudizio su questi mercati è negativo** e si ritiene che vadano monitorati alcuni potenziali eventi, primo fra tutti una maggiore distensione sul fronte commerciale (su cui, tuttavia, è difficile fare previsioni alla luce dell'imprevedibilità di Trump e con la Cina che finora ha resistito alle pressioni americane) e significative misure di stimolo monetario e fiscale da parte delle autorità cinesi, che intervengano però anche sul canale del credito.

## **Giappone: confermato il sovrappeso.**

A livello geografico, all'interno dei portafogli dei fondi globali, resta ancora una volta ben saldo il sovrappeso sul Giappone, **alla luce di valutazioni particolarmente attraenti, che vedono anche diversi fondi di private equity intervenire in questo mercato, per cogliere opportunità di valore finora poco esplorate.** Inoltre, la forte **propensione di molte società verso la corporate governance**, rendono particolarmente interessanti diversi casi di investimento.

*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.*