



Regalo di Natale



Le ultime settimane dell'anno riportano l'attenzione degli operatori sulla Brexit. Il conto alla rovescia per le elezioni politiche nel Regno Unito è iniziato (la chiamata alle urne è fissata per il 12 dicembre) e gli investitori si chiedono quali potranno essere gli effetti sui portafogli. Oltre a decidere sulla questione chiave dell'uscita dall'Europa, i risultati che arriveranno dalle urne potrebbero anche dare una nuova forma al modello economico del Paese. I due principali partiti, i Conservatori ed euroscettici Tory guidati da Boris Johnson e i Laburisti pro-Europa guidati da Jeremy Corbyn, si stanno scontrando in maniera accesa anche su questo fronte. Il voto rischia di diventare un referendum su quello che dovrà essere il ruolo dello Stato nella guida dell'economia e del progresso sociale. Johnson, da un lato, punta su una minore spesa pubblica, più spazio ai privati e meno tasse. Corbyn, invece, vuole massicci investimenti con cui riportare in auge una nuova generazione di pianificazioni e un maggior controllo pubblico dei settori strategici come acqua, autostrade, reti elettriche. Nel mirino c'è però anche più spesa per l'ambiente con cui creare nuovi posti di lavoro.

La posta in gioco è alta pure per l'Europa. Johnson con il suo addio alla Ue punta anche sull'azzeramento della pesante regolamentazione che arriva da Bruxelles. Questa mossa darebbe più benzina al settore dei servizi del Paese che avrebbe più spazio per espandersi in nuovi Continenti. Oggi questo comparto rappresenta l'81% del Pil britannico e potrebbe così crescere ancora. A pagare il conto sarebbe di contro l'industria, oggi all'11% del Prodotto interno. Nel lungo termine sparirebbero però anche le alleanze europee sul piano commerciale e dello sviluppo tecnologico in ambiti strategici come quello dell'Airbus e dell'industria dell'auto. Di sicuro a soffrire sarebbe la produzione industriale in Gran Bretagna, con riflessi sull'economia europea e globale. Il Fondo monetario internazionale ha già avvertito che «il divorzio darebbe il via alla recessione».

Il focus delle elezioni alle porte è sul distacco dall'Europa ma il fatto che le decisioni chiave si siano spostate sulle scelte fondanti in economia e nei servizi pubblici, rende i risultati imprevedibili. Negli ultimi giorni di novembre, era favorita una vittoria di larga misura dei Conservatori con la prospettiva di una Brexit di Natale. La media delle rilevazioni indicava un 43% di possibili voti Tory, mentre il Laburisti, pur in ascesa rispetto alle settimane scorse, si fermavano al 31%.

Il Regno Unito dovrebbe uscire dall'Unione Europea il 31 gennaio 2020. Se il Partito Conservatore del Primo Ministro Johnson otterrà davvero la maggioranza, è molto probabile che questa scadenza verrà rispettata e forse anche anticipata. Al contrario, si aprirebbe uno scenario di stallo se a vincere fosse il Partito Laburista con un ulteriore posticipo della deadline e con la chiamata degli elettori a un secondo referendum. Questo scenario



Regalo di Natale

porterebbe ulteriori incertezze sui mercati e a nuovi elementi di pressione sull'economia e sull'Outlook del 2020. «Le prossime elezioni saranno le più cruciali nella memoria moderna - ha sintetizzato Boris Johnson in apertura della sua campagna elettorale -. Mai la scelta è stata così estrema». I mercati, intanto, stanno a guardare. I rischi rimangono elevati con un finale che, viste le tante carte che hanno giocato i diversi contendenti e le esperienze passate, è ancora lontano dall'essere scritto.

Il mercato azionario ha confermato la tenuta anche nel mese di novembre. Gli operatori hanno rivolto lo sguardo ai numeri in arrivo dall'economia reale e in particolare dal settore manifatturiero americano che ha mostrato di patire il deterioramento del ciclo internazionale. Le conseguenze si sono viste sul Pil Usa anche se in maniera limitata. A tenere acceso il motore della crescita americana resta la domanda interna che è ancora vivace e che rimane al centro dell'attenzione insieme ai dati sull'occupazione. La fiducia degli operatori è quindi ancora sostenuta e ha portato gli acquisti sui listini.

Se l'America tiene, in Europa preoccupano invece il commercio e la manifattura. L'ultimo mese ha mostrato soprattutto un ribasso nei flussi commerciali del Vecchio Continente. Su questo aspetto ha inciso il calo dell'export della Gran Bretagna. Riguardo alla manifattura è, invece, interessante notare come fattori domestici - è il caso della normativa sulle emissioni - abbiano contribuito per circa la metà al calo della produzione di auto dal picco raggiunto a metà 2018. Questi due trend dovrebbero essere transitori e quindi destinati ad avere un impatto via via decrescente sul ciclo europeo. La ripresa

è però ancora lontana. Al momento gli indicatori anticipatori non segnalano una chiara imminenza della risalita, quanto piuttosto una stabilizzazione su livelli contenuti. Le attuali condizioni finanziarie favorevoli e la prospettiva di un mini-stimolo fiscale dovrebbero favorire la tanto attesa svolta ciclica.

Il nostro posizionamento è, in questa fase, moderatamente favorevole alle attività di rischio. In questo ambito, la nostra scelta di mantenere il sovrappeso sui mercati sviluppati, si è rivelata particolarmente efficace con la maggioranza degli indici che ha registrato nuovi massimi, assoluti nel caso degli Stati Uniti e relativi per le altre piazze. Sugli emergenti continua, invece, a mancare un catalyst che possa determinare un rimbalzo duraturo. La nostra tesi è stata confermata dall'effettivo andamento dei mercati con una breve fase di overperformance fino a inizio novembre, seguita da un calo nelle settimane successive, durante le quali gli sviluppati sono rimasti sostanzialmente invariati.

Nel mese di novembre, il mercato obbligazionario ha visto una risalita dei rendimenti, in particolare sul mercato Usa. I segnali, tuttavia, sono stati molteplici. Il livello dei tassi è salito, le curve si sono irripidite, è aumentato il term premium sulle parti a più lunga durata così come le aspettative di inflazione. Tutti questi movimenti sono poi in buona parte rientrati nella seconda parte del mese, rimettendo in discussione le aspettative tuttora presenti sui mercati azionari e alla base del nostro scenario.

Contributi positivi sono derivati dai segmenti a spread, in particolare il subordinato finanziario e le cartolarizzazioni, che hanno risentito solo in minima parte delle oscillazioni nelle principali asset class.