



La temperatura in portafoglio



Le discussioni sul clima hanno dominato la scena globale in quest'ultima parte di settembre. La lotta ai cambiamenti climatici è ripartita dal summit dell'Onu a New York dove 66 Paesi, 102 città e 93 imprese si sono impegnati a raggiungere zero emissioni entro il 2050. Mentre i governi, dagli Usa all'Europa passando per la Russia, si preparano a varare provvedimenti per la lotta al surriscaldamento del pianeta, un altro tipo di clima, quello economico, sta turbando il panorama. Anche su questo fronte le attese sono grandi e il timore maggiore è che l'economia del mondo stia, piano piano, scivolando verso una nuova «era glaciale». Da mesi, l'attenzione su questo tipo di temperatura è alta, in particolar modo per quel che riguarda l'area europea. Il rallentamento dell'economia tedesca, con il Pil sceso sotto zero nel secondo trimestre (-0,1%), ha messo in allarme gli operatori. Lo sguardo è sui prossimi dati. Per ora, le previsioni non indicano un peggioramento del quadro in Europa ma denotano piuttosto una stabilizzazione in corso. Occorrerà però monitorare i prossimi numeri che arriveranno dalle aziende e in particolare da

quelle tedesche. A soffrire è soprattutto il settore manifatturiero che sta pagando il conto più salato nella disputa commerciale in corso da più di un anno tra Usa e Cina.

I margini per fronteggiare una nuova crisi ci sono. In questa fase, uno stimolo fiscale da parte dei governi potrebbe imprimere la svolta in Europa. E' stato il messaggio lanciato anche da Mario Draghi, Presidente uscente della Banca centrale europea, nel suo ultimo discorso di fine settembre a Francoforte. In questo, la Germania è l'unico Paese ad avere uno spazio di bilancio tale da incidere sull'aggregato e una manovra tedesca da 50 miliardi di euro si trasformerebbe in un nuovo bazooka con un impatto sul Pil europeo dello 0,5%. A Berlino tuttavia sembra prevalere un orientamento più incline alla reattività e poco propenso ad anticipare gli eventi.

Segnali incoraggianti sembrano intanto arrivare dall'altra parte dell'Oceano. Negli Stati Uniti, altro grande motore dell'economia globale, il rallentamento del settore manifatturiero è stato meno accentuato. Questo anche grazie a politiche fiscali adeguate che sono state varate opportunamente. Le prospettive sembrano ora in miglioramento, come evidenziato dall'indicatore anticipatore per le sue componenti più cicliche e dal settore immobiliare. Anche qui occorrerà però aspettare ulteriori conferme.

Nel frattempo le mosse delle Banche centrali hanno già provato a mettere un freno ai rischi di ribasso. Di fronte a una crescita globale in rallentamento, ma non negativa, e a un'inflazione sensibilmente al di sotto dei target di riferimento, hanno avviato nuove misure di tipo espansivo. Per prima si è mossa la Fed, l'Istituto Usa, che a fine luglio ha ridotto i tassi di 25 punti base. In



La temperatura in portafoglio

settembre è stato poi il turno della Banca centrale europea con un ritocco al ribasso sui tassi e una riapertura del Quantitative Easing, il programma di politica monetaria espansiva. In questo modo, l'atteggiamento complessivo delle Banche centrali rimane di supporto all'investimento sulle attività di rischio a livello globale, tanto nei Paesi sviluppati, quanto in quelli emergenti.

Considerando le prospettive di incertezza, rileviamo che l'indicatore di stress dei mercati azionari sviluppato internamente indica una fase di calma per le Borse. Letture positive e in progresso si hanno anche per i mercati valutari e per le condizioni di liquidità, solo per i tassi permane ancora una situazione di turbolenza.

Anche i nowcaster, gli indici di previsione più ravvicinati, per l'area euro e per il Giappone sono in ripresa verso quota zero, confermando che la crescita potrebbe attestarsi in linea con il potenziale di lungo periodo. Invece le letture per il Regno Unito si collocano ancora in territorio negativo, rispecchiando anche le incertezze legate alla Brexit. Gli stessi indici per gli Stati Uniti sono in territorio positivo e anche in Cina il trend è favorevole. Per questo Paese però le analisi vanno interpretate con cautela, alla luce della minor qualità dei dati.

Nel corso dell'estate i mercati azionari hanno assorbito in modo estremamente composto i focolai di tensione emersi sul fronte della disputa sul commercio internazionale. Più di recente, anche lo shock sul settore del greggio, seguito agli attacchi ai siti petroliferi dell'Arabia Saudita, e la decisione sui tassi da parte della Fed meno accomodante di quanto prezzato, non hanno avuto un impatto significativo e duraturo sulle Borse. In questo contesto il nostro portafoglio

di riferimento presenta un moderato sovrappeso sostanziale sui Paesi sviluppati, con l'eccezione dei profili a minor rischio.

In questa fase, la lettura congiunta del ciclo della liquidità e dei nowcaster inducono a una valutazione positiva sull'area azionaria e spingono a proporre un aumento di esposizione. La prudenza rimane, tuttavia, in primo piano con una particolare attenzione a eventuali segnali opposti che potrebbero arrivare dalle trimestrali e dalle tensioni geopolitiche.

Sul settore obbligazionario, negli ultimi mesi si è messo in luce il Btp italiano con un forte rally sulla parte di prezzo e tassi di rendimento scesi ai minimi. In generale, adesso il comparto guarda alle future mosse dei governi sul piano degli interventi fiscali. Al momento, tra i titoli di Stato confermiamo una moderata preferenza sui Treasuries americani, le emissioni del governo Usa, e una particolare attenzione per i titoli legati all'inflazione. Notiamo che in area euro gli eccessi delle scorse settimane sono stati riassorbiti e il mercato non prezza più uno scenario estremo per l'economia e per la politica monetaria.

Nei segmenti a spread le emissioni aziendali di tipo «investment grade» mostrano un'alta correlazione con i tassi governativi mentre il debito subordinato è in correlazione con i mercati azionari. In questa fase, le cartolarizzazioni offrono il maggior contributo di diversificazione in portafoglio mentre il debito emergente in valuta locale offre un buon surplus di rendimento ma in presenza di un rischio non trascurabile. Una combinazione dei diversi segmenti, anche in funzione del profilo di rischio, continua a rappresentare la soluzione più efficace per il portafoglio complessivo.