

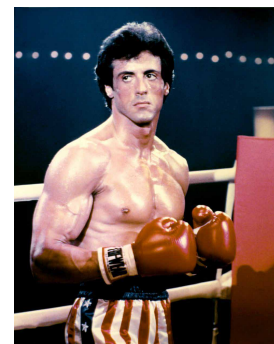


A cura di **Mario Cribari**
Head of Investment Strategy and Research, Partner



THE FINAL COUNTDOWN

Tranne per qualche raro momento di volatilità, i mercati azionari, ma non solo, continuano a sfondare nuovi massimi. Se a breve stiamo contando con il fiato sospeso i minuti che mancano al suono della campanella dell'ultimo round, dopo aver convintamente creduto nella vittoria di questo "match", cominciamo tuttavia a nutrire maggiori timori per il 2026. Alcune valutazioni sono obiettivamente esagerate; sull'AI ci sono troppi investimenti, troppa euforia, in alcuni casi troppo debito e qualche dubbio sui ritorni economici; l'economia potrebbe rallentare o al contrario l'inflazione potrebbe riaccelerare. In ogni caso il vero punto è un altro: riteniamo assolutamente non sostenibile il "rally di tutto" che con una correlazione perfetta ha visto salire insieme attivi che dovrebbero invece essere scorrelati. Il posizionamento universale lungo azioni, lungo tech, lungo oro, lungo obbligazioni e corto dollari comincia ad essere troppo affollato per i nostri gusti...



Scenario macro

- **Nonostante tutti i timori degli ultimi sei mesi** (geopolitica, economia, tariffe, utili, tassi di interesse, incidenti finanziari, debasement, bolla dell'AI) ad oggi **nessuno di questi si è effettivamente materializzato** ed i mercati contano col fiato sospeso i giorni che restano per chiudere un anno molto soddisfacente. Il nostro posizionamento molto costruttivo, da tempi non sospetti, ha pagato
- Per quanto **sull'economia americana si stia guidando «alla cieca»**, in assenza di molte pubblicazioni macro a causa del lunghissimo shutdown, **molte autorevoli stime indicano un 3Q di crescita molto positiva**. Il 4Q, appena cominciato, sarà negativamente impattato dallo shutdown ma proprio per questo risulterà poco significativo
- **La tenuta del consumo americano resta alquanto solida** grazie ad un incremento dei salari superiore al tasso di inflazione, al contributo delle fasce più abbienti e al «wealth effect» causato dal rally azionario. Al margine è **tuttavia evidente un peggioramento** che va tenuto sotto stretta osservazione anche a causa del prolungato shutdown
- Il CPI, pubblicato eccezionalmente, dimostra che **l'impatto delle tariffe sull'inflazione resta, per ora, relativamente contenuto** ed in parte controilanciato, come da noi atteso, dalla componente Affitti. Di certo tuttavia un impatto ci sarà ed **in ogni caso, a meno di una recessione, l'inflazione al 2% non ci torna**. Ma appare ormai chiaro che se ne sono fatti tutti una ragione ed anzi **un tasso di inflazione più elevato ma gestibile, se unito ad una crescita economica decente, aiuta la sostenibilità del debito** e tiene la gente contenta
- Buio completo sul mercato del lavoro in assenza di dati che saranno comunque «inquinati» dallo stop forzato dei dipendenti pubblici e di conseguenza risulteranno poco significativi
- Nel frattempo **le tariffe incassate dal governo americano così come l'andamento benevolo dei tassi di interesse aiutano le casse pubbliche**, pur con uno stock di debito molto alto. **Trump, come atteso, ha concordato una tregua sulle tariffe con la Cina**



- **L'economia cinese** pur non crescendo ai ritmi di un tempo **resta relativamente sostenuta** avendo resistito stoicamente ai venti di tempesta degli ultimi anni (Covid, lockdown, crisi immobiliare, demografia sfavorevole, boicottaggio tecnologico americano, tariffe). **Il governo continua in maniera lungimirante ad indirizzare le esportazioni al di fuori degli USA e a promuovere stimoli fiscali gradualmente**. È dichiarato l'obiettivo di maggiore indipendenza finanziaria, economica e tecnologica
- La stessa strada sembra essere stata finalmente intrapresa anche dall'Europa. **Lo scenario di Goldilocks potrebbe presto replicarsi anche qui** grazie alla buona tenuta dell'economia (attesa in ripresa), ad un rinnovato stimolo fiscale, alla stabilizzazione della crescita cinese, ad una maggiore parvenza di unità interna, ad iniziative concrete di maggiore indipendenza strategica, alla minore regolamentazione e ad una politica monetaria evidentemente espansiva. Mancano solo le dimissioni di Macron...
- Pur nel quadro positivo è evidente, tuttavia, **che il «melt up rally» che ha beneficiato praticamente tutte le asset class da qualche parte deve cedere. L'errore più grave che si può fare a questo punto è insistere nel «caricare» tutto indistintamente inseguendo il momentum** (governativi, high yield, metalli preziosi, azioni ad alto beta, materie prime). **Occorre fare una scelta di campo!**

Politica monetaria

- Con un obiettivo dichiarato di reflazione e in un contesto di supremazia fiscale, **le banche centrali hanno deciso di «giocare il gioco» e di mettersi tutte in modalità espansiva. Anche la FED**, pur con riluttanza, **alla fine ha ceduto**. Quest'ultima risulta quella con maggiore potenziale di taglio tassi (già scontato...?) a meno di sorprese molte negative sul fronte dell'inflazione

Azionario

- **Il mercato azionario ha letteralmente scalato un «wall of worry»** che ne ha viste di tutti i colori. Dalle tariffe, all'attacco all'Iran, ai droni in Polonia, alle esternazioni di Trump, a quelle di Rutte, alle interviste di Calenda (?!), ai timori inflazionistici, alla recessione, alla crisi del subprime automobilistico, alla bolla degli investimenti in AI. **Chi ha avuto il coraggio di restare investito e diversificato, anche fuori dagli USA, è stato finalmente ripagato**
- **Di tutti i rischi esistenti quello che ci preoccupa maggiormente è quello legato al capex in AI** che sta sempre più prendendo le forme di un gioco circolare dove **se uno solo dei pochi grandi giocatori cede rischia di far crollare tutto il castello**. Senza voler suonare eccessivamente allarmistici insistiamo però nel dire che a nostro parere **l'AI è sottovalutato nel lungo termine ma sopravvalutato nel breve**. Attenzione!
- **Continuiamo quindi ad insistere a raccomandare una elevata diversificazione di stile, geografica e settoriale**. Consigliamo una presenza importante sul **value**, sui **settori energetici** (il gas naturale è la risorsa più sottovalutata al mondo), le **reti energetiche**, i **base metals**, l'**industriale di qualità**, il **farmaceutico**, **mercati asiatici** selettivi, **Est Europa, Lat-Am**. Alcuni mercati emergenti infatti presentano ancora, nonostante il rally, multipli che sono meno della metà di quelli americani e un decimo di alcune hi-tech US
- **Spezziamo di nuovo una lancia a favore dei mercati europei, esclusa la Svizzera**, che potrebbero essere pronti ad un periodo di forza relativa ammesso che vengano recuperati nuovi leader di mercato, al di là della difesa, delle banche e delle utilities... Un cambio di staffetta?

Obbligazionario

- Contrariamente alle nostre attese, **il rischio per il decennale Treasury si sta rivelando essere il 4%, piuttosto che il 5%**. Lo steepening è fallito. **Qualcosa non gioca** tuttavia perché troviamo incoerenti tassi più bassi insieme ad un rally di mercato, a timori di debasement, ad un'economia sostenuta e nuovi rischi inflattivi. Nel dubbio consigliamo **prudenza sui governativi e sulle porzioni più rischiose del credito**. Per non sbagliare **privilegiamo EM selettivi**

Valute e materie prime

- **Il dollaro resta debole, unica valvola di sfogo del «everything bubble».** Avevamo messo in guardia tuttavia dalla scarsa probabilità di un raggiungimento istantaneo dell'1.20, **una fase di forza temporanea è invece possibile. Ogni ulteriore speranza di un rafforzamento YEN e indebolimento CHF diventa purtroppo giorno dopo giorno più fievole.** A volte occorre ammettere la sconfitta. È forse giunto il momento di gettare la spugna come nel match tra Apollo Creed e Ivan Drago...
- **Qualcosa non gioca neppure sulle materie prime energetiche, al secondo posto dopo i metalli preziosi nella classifica degli hard assets** ma fortemente perdenti quest'anno. **La loro debolezza appare pure incoerente con lo scenario di Goldilocks**
- **L'ultima gamba al rialzo dell'oro appare molto speculativa e troppo correlata al mercato azionario.** La correzione ci sta. Una ripresa e nuovi massimi non possono essere esclusi, tuttavia occorre ora scegliere tra scenari alternativi, **azioni e oro non possono continuare a salire insieme a questi ritmi**

