

# Outlook Mensile

## La gestione attiva è "un must"

Dopo un inizio dell'anno difficile, la performance dei mercati finanziari internazionali è stata trainata dalla riforma fiscale degli USA. Ma se poi l'estate è passata senza eventi di particolare rilevanza, non altrettanto può dirsi per l'autunno, quando numerosi rischi politici hanno compromesso l'andamento dei mercati. Nel 2019, probabilmente avremo ancora a che fare con tre "conoscenze di vecchia data":

- 1. Geopolitica** - Da un lato segnaliamo alcuni recenti successi in campo politico: con l'approvazione dell'accordo sulla Brexit, l'Unione Europea (UE) ha aperto la strada all'uscita della Gran Bretagna, e anche nel braccio di ferro sulla legge di bilancio italiana si nota una certa distensione. Dall'altro, sarebbe troppo presto parlare di successo nel caso del conflitto commerciale fra USA e Cina, i cui toni sono sempre più aspri. Anche se da entrambe le parti giungono segnali positivi, restano numerosi dubbi; ad esempio, non si sa se a gennaio 2019 il Presidente USA aumenterà i dazi sull'importazione di merci cinesi per un valore di 200 miliardi di USD dall'attuale 10% al 25%, o se l'imposta potrebbe colpire anche le restanti importazioni dalla Cina (USD 267 miliardi).
- 2. Congiuntura** - Date queste premesse, i rischi di ribasso per l'economia globale potrebbero continuare ad aumentare. In un simile scenario, per il prossimo anno il Fondo Monetario Internazionale (FMI) prevede che la crescita globale potrebbe essere inferiore anche fino a 0,8 punti percentuali. Il ciclo economico mondiale, nella sua fase finale caratterizzata da un graduale rialzo dell'inflazione e da una crescita leggermente più lenta ma ancora solida e superiore al potenziale, potrebbe quindi incontrare qualche ostacolo, soprattutto perché sono ancora presenti altri rischi, come la continua debolezza della



**Stefan Scheurer**  
Director,  
Global Capital Markets  
& Thematic Research  
Allianz Global Investors

**Il 2019 sarà  
l'anno della  
gestione attiva**

30/11/18

Indici azionari		Tassi d'interesse (%)		
FTSE MIB	19.189	USA	3 mesi	2,74
Euro Stoxx 50	3.233		2 anni	2,83
S&P 500	2.760		10 anni	3,03
Nasdaq	7.331	Euroland	3 mesi	-0,32
Nikkei 225	22.575		2 anni	-0,63
Hang Seng	27.182		10 anni	0,32
KOSPI	2.132	Japan	3 mesi	0,07
Bovespa	89.504		2 anni	-0,14
			10 anni	0,09
<b>Materie prime</b>		Cambi USD/EUR		
Oil (Brent, USD/barile)	58,7			1,136

### Indicatore Mercati Finanziari

Fondi obblig.

Fondi azionari

produttività, fattori demografici negativi e crescenti problemi economici in diversi Paesi emergenti. Tali sviluppi hanno già indotto gli analisti a rivedere al ribasso le stime di crescita e al rialzo le previsioni sull'inflazione per molti Paesi, sulla scia delle tensioni nel mercato del lavoro e, in alcuni casi, dei consistenti aumenti salariali.

- 3. Politica monetaria** - La normalizzazione della politica monetaria ("picco di liquidità") delle principali Banche Centrali potrebbe quindi proseguire, sia tramite ulteriori interventi sui tassi, come nel caso della Fed statunitense, sia tramite la chiusura dei programmi di acquisto titoli, come farà la Banca Centrale Europea (BCE) a fine anno, anche se il recente calo del petrolio pesa sulle attese inflazionistiche di lungo periodo.

Il rallentamento della crescita, il rialzo dell'inflazione e l'inasprimento monetario osservati nel 2018 dovrebbero protrarsi e rafforzarsi nel 2019. Di conseguenza, i mercati internazionali potrebbero vedere un ulteriore incremento della volatilità.

Tuttavia non bisogna scordare che dove ci sono dei rischi ci sono sempre anche delle opportunità, sia tra le diverse asset class che al loro interno. Il prossimo anno la gestione attiva sarà quindi più importante che mai.

Stefan Scheurer

## Focus sui mercati

### Allocazione tattica, azioni e obbligazioni

- Prosegue la fase finale del ciclo economico globale, caratterizzata dal graduale rialzo dell'inflazione e da una crescita leggermente più lenta ma comunque solida e superiore al potenziale. Negli ultimi mesi tuttavia sono aumentati i rischi di ribasso.
- Le grandi Banche Centrali portano avanti la normalizzazione della politica monetaria. Di conseguenza, nei prossimi due anni prevediamo più rialzi dei tassi USA di quanto non sconti attualmente il mercato.
- Anche se ultimamente si sono registrati dei passi avanti sulla Brexit e sulla questione della manovra finanziaria italiana, i rischi geopolitici restano invariati. Ci riferiamo in particolare al conflitto commerciale tra Stati Uniti e Cina, che minaccia di accrescere i rischi di ribasso per la congiuntura globale.
- Il rallentamento della crescita, l'aumento dell'inflazione e l'inasprimento della politica monetaria osservati nel 2018 dovrebbero proseguire e rafforzarsi anche nel 2019. Di conseguenza, è possibile un ulteriore incremento della volatilità sui mercati internazionali.
- La gestione attiva è "un must"! Perché dove ci sono rischi ci sono anche opportunità, sia tra le diverse asset class che al loro interno.

### Azioni Europa

- Anche se non hanno soddisfatto le attese, in novembre gli indicatori anticipatori (come l'indicatore composito dell'indice dei responsabili degli acquisti dell'Area Euro) si attestano ancora in territorio espansivo e suggeriscono una crescita solida e diffusa.
- Di recente si è osservata una riduzione dell'incertezza sul fronte politico: oltre ai segnali di distensione nel dibattito fra l'Unione Europea e l'Italia sulla legge di bilancio, Inghilterra e UE hanno trovato un accordo sulla Brexit. Tuttavia, non è chiaro se la premier britannica Theresa May riuscirà a ottenere la maggioranza parlamentare per la sua proposta, motivo per cui il divorzio dall'Europa resterà una fonte di incertezza.
- In considerazione del lieve rialzo dei prezzi al consumo e degli imminenti aumenti salariali, il presidente della BCE Mario Draghi ha confermato davanti alla Commissione per gli affari economici e monetari del Parlamento Europeo l'intenzione della Banca Centrale di porre fine al suo programma di acquisto titoli a fine 2018, nonostante il recente rallentamento economico.
- In base al P/E di Shiller, le valutazioni dell'azionario europeo sono moderatamente superiori alla media di lungo periodo. In ogni caso, alcuni Paesi periferici dell'Eurozona rientrano ancora tra i mercati più interessanti.

### Azioni USA

- I dati pubblicati negli Stati Uniti non lasciano alcun dubbio sul buon andamento dell'economia americana, malgrado i primi segnali di un lieve rallentamento del momentum.
- Favorito dalla solidità del mercato del lavoro e dall'aumento delle pressioni salariali, il sentiment positivo dei consumatori statunitensi sostiene le vendite al dettaglio, che rappresentano un pilastro fondamentale dell'economia domestica; in ottobre la fiducia dei consumatori USA misurata dal Conference Board ha raggiunto 137,9 punti, il livello massimo degli ultimi 18 anni.
- Gli ulteriori sviluppi positivi sul fronte dei consumi privati potrebbero rafforzare le attese di continua normalizzazione della politica monetaria da parte della Banca Centrale (Fed), che potrebbe dunque operare un nuovo rialzo dei tassi in dicembre, nonostante il recente aumento della volatilità.
- I tassi bassi e la politica monetaria espansiva della Fed hanno contribuito all'aumento delle valutazioni dell'azionario USA, che ora si attestano su livelli elevati. Di conseguenza, si riduce il potenziale di rendimento a lungo termine.

### Azioni Giappone

- I dati preliminari sulla crescita economica del terzo trimestre riflettono il rallentamento congiunturale legato in parte anche alle catastrofi naturali. La crescita resta complessivamente flat, seppur superiore al potenziale.
- Indipendentemente dalla dinamica appena positiva dei prezzi al consumo, sembra ancora troppo presto per parlare di un miglioramento sostenibile dell'inflazione giapponese, poiché le prospettive per il tasso core restano contenute; a ottobre il parametro preferito dalla Bank of Japan (BoJ) per la misura dell'inflazione core (che esclude cibi freschi ed energia) è rimasto invariato allo 0,4% a/a per il terzo mese consecutivo.
- La BoJ potrebbe pertanto confermare la politica monetaria estremamente accomodante, nel tentativo di mantenere alte le attese inflazionistiche in vista del prossimo aumento dell'IVA (ottobre 2019).
- In base al P/E di Shiller l'azionario nipponico presenta valutazioni onerose rispetto alla media di lungo periodo. Gli investitori dovrebbero tenere conto dell'andamento dello Yen qualora decidessero di investire nelle azioni giapponesi.

### Azioni mercati emergenti

- Il rialzo dei tassi nel quadro della normalizzazione della politica monetaria e l'attuale forza del dollaro USA potrebbero penalizzare i titoli dei mercati emergenti per via dei crescenti costi di finanziamento a fronte dell'aumento dell'indebitamento, soprattutto in USD.
- Inoltre, il quadro fondamentale è ancora critico. Oltre che dei rischi specifici associati ai singoli Paesi, da mesi l'asset class risente del conflitto commerciale tra USA e Cina. I Paesi importatori di petrolio, soprattutto quelli asiatici, sono inoltre frenati dal rincaro del greggio, anche se il trend potrebbe invertirsi, dal momento che nelle ultime settimane il prezzo è sceso di circa il 30% dai massimi quadriennali.
- In Cina la dinamica congiunturale potrebbe perdere ulteriore slancio nei prossimi mesi, anche se il governo e la People's Bank of China (PBoC) hanno già varato delle misure volte a minimizzare gli effetti negativi del conflitto commerciale con gli USA sull'economia locale (interventi in ambito monetario o ulteriore allentamento della politica fiscale).
- Alla luce delle valutazioni convenienti, i Paesi emergenti si confermano interessanti in un'ottica di lungo periodo.

### Tema di investimento: Obbligazioni a tasso variabile

- I mercati obbligazionari risultano tuttora eccessivamente onerosi.
- Il picco della liquidità emessa dalle autorità monetarie (in base al rapporto tra il bilancio delle principali Banche Centrali e la crescita nominale dell'economia mondiale) sta per essere superato. Ciò dovrebbe pesare sui rendimenti obbligazionari.
- La fase rialzista di lungo periodo sui mercati obbligazionari inizia ad esaurirsi: la reflazione, accompagnata dagli stimoli fiscali del governo Trump, in una fase di espansione congiunturale dovrebbe penalizzare ulteriormente i mercati obbligazionari, già onerosi.
- Le obbligazioni a tasso variabile, bond il cui rendimento varia in base all'andamento dei tassi di mercato, possono offrire un'opportunità per contrastare il rischio di duration e generare rendimento in ambito obbligazionario.

### Obbligazioni mercati emergenti



- Alcuni fattori strutturali negativi, tra cui il maggiore indebitamento, il minore potenziale di crescita in molti Paesi emergenti e le tendenze protezionistiche negli USA, hanno determinato un peggioramento delle prospettive di lungo periodo dei titoli governativi delle aree emergenti.
- Negli ultimi mesi la congiuntura ha perso un po' di slancio, un fattore che potrebbe frenare una crescita sostenibile. Inoltre, occorre tener presenti i timori e la conseguente insicurezza degli investitori alla luce delle maggiori tensioni in ambito commerciale.
- L'asset class potrebbe risentire delle attese di una politica monetaria USA meno espansiva a medio termine, ma le valutazioni relativamente contenute e il posizionamento prudente degli investitori internazionali suggeriscono il contrario.

### Obbligazioni Euro



- Alla luce dello scenario di reflazione e delle prospettive di aumento dell'inflazione nel medio periodo, con ogni probabilità la chiusura del programma di acquisto titoli della BCE ("Quantitative Easing", QE) avverrà a fine anno. I tassi di interesse non dovrebbero comunque essere aumentati prima dell'estate 2019.
- Fino ad allora i titoli governativi dell'Area Euro dovrebbero beneficiare del sostegno di una politica monetaria accomodante, nonostante i possibili effetti negativi di valutazioni eccessive rispetto ai fondamentali e della chiusura del programma di acquisto titoli della BCE a fine anno.
- Le obbligazioni governative periferiche dell'area Euro beneficiano ancora della politica monetaria espansiva della BCE, ma sono ancora esposte ai rischi politici.

### Obbligazioni societarie



- Le obbligazioni investment grade e high yield (titoli corporate con rating inferiore) sono influenzate da un lato dalla politica monetaria accomodante e dati sul credito solidi, e dall'altro dalle criticità del contesto microeconomico e dalle valutazioni ambiziose.
- I premi per il rischio (spread) delle obbligazioni high yield USA appaiono supportati dai dati su fondamentali e mercati finanziari. I titoli corporate di migliore qualità (investment grade) risultano invece moderatamente sopravvalutati.
- I nostri modelli di valutazione basati sui fondamentali e sul mercato, suggeriscono che gli attuali spread delle obbligazioni societarie high yield e investment grade in Euro sono giustificati in un'ottica ciclica.

### Obbligazioni internazionali



- La divergenza delle politiche monetarie resta al centro dell'attenzione, non solo nel segmento obbligazionario. Mentre la Fed attuerà probabilmente più rialzi dei tassi rispetto a quanto previsto dai mercati, per il momento la BCE si limiterà a terminare il programma di acquisto di titoli e potrebbe aspettare qualche tempo prima di iniziare a inasprire i tassi.
- Il rialzo ciclico dei rendimenti dei titoli governativi USA dovuto alla modifica del "policy mix" (politica monetaria più restrittiva, politica fiscale più espansiva) dovrebbe proseguire, non da ultimo per le valutazioni ambiziose dei Treasury.
- Il trend di appiattimento della curva dei rendimenti statunitensi potrebbe continuare invariato nel medio periodo. Un cambiamento nella politica di reinvestimento della Banca Centrale USA potrebbe tuttavia causare temporanee inversioni di rotta.

### Valute

- Da metà anno il dollaro USA evidenzia un andamento laterale. Nel medio periodo tuttavia la valuta americana potrebbe indebolirsi a causa delle valutazioni elevate e delle attese di un aumento dei "deficit gemelli" (rialzo del deficit di bilancio in concomitanza con un deficit della bilancia delle partite correnti elevato).
- Dopo anni caratterizzati da solidi flussi in entrata, al momento le valute dei mercati emergenti appaiono vulnerabili nel quadro dell'inasprimento dei tassi USA. Tale considerazione vale soprattutto per le divise di Paesi caratterizzati da un'impennata del mercato immobiliare, da un netto aumento dell'indebitamento dei privati e dalla dipendenza dai capitali esteri (deficit della bilancia delle partite correnti).
- Il rallentamento della crescita, anche sulla scia dell'inasprimento del conflitto commerciale, un peggioramento strutturale della bilancia delle partite correnti e da ultimo una politica monetaria più accomodante, dovrebbero continuare a esercitare pressioni al ribasso sul renminbi. Per contro, lo yen potrebbe rimanere in balia di fattori esterni, come la propensione al rischio (la valuta è considerata un bene rifugio) e l'andamento generale del dollaro.

L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il rendimento che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe non ricevere l'importo originariamente investito.

Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variazioni nel tempo, sono quelle della società che lo ha redatto o delle società collegate, al momento della redazione del documento medesimo.

I dati utilizzati scaturiscono da diverse fonti che si presumono corrette e attendibili ma non sono state verificate da terze parti indipendenti; la loro accuratezza o completezza non è garantita e non si assume alcuna responsabilità per eventuali danni diretti o indiretti derivanti dall'utilizzo di tali informazioni, tranne in caso di colpa grave o condotta illecita.

Si applicano con prevalenza le condizioni di un'eventuale offerta o contratto che sia stato o che sarà stipulato o sottoscritto.

Il presente documento di approfondimento è una comunicazione di marketing redatta da Allianz Global Investors GmbH, una società di gestione a responsabilità limitata di diritto tedesco con sede legale in Bockenheimer Landstraße 42-44, D-60323 Francoforte sul Meno, autorizzata dalla Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ([www.BaFin.de](http://www.BaFin.de)) e controllata da Allianz Global Investors GmbH (del Gruppo Allianz SE).

Allianz Global Investors GmbH ha stabilito una succursale in Italia - Allianz Global Investors GmbH, Succursale di Milano, via Durini 1 – 20122 Milano, soggetta alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa europea. È vietata la duplicazione, pubblicazione o trasmissione dei contenuti del presente documento, in qualsiasi forma.

**Documento illustrativo di approfondimento che non costituisce offerta al pubblico di prodotti/servizi finanziari.**