

Outlook Mensile

Sarà un "autunno dorato"?

Nell'emisfero boreale cadono le foglie e le temperature si fanno sempre più fredde, ma sembra che il cambio di stagione non abbia sinora avuto alcun effetto sulle borse. Nei primi nove mesi del 2019 i mercati finanziari hanno registrato una ripresa generalizzata. Tale trend è ascrivibile essenzialmente alla svolta accomodante delle Banche Centrali, in termini di nuovi tagli dei tassi e iniezioni di liquidità, e non tanto al momentum, sempre debole, sulle dinamiche di crescita economica globale e utili in una fase avanzata del ciclo.

Tuttavia, nel medio termine, affinché le borse possano vivere un lungo "autunno dorato", non bastano le aspettative elevate per banchieri centrali e ministri delle finanze, in particolare di Cina e Germania. Per lo meno finché non assisteremo a una ripresa della congiuntura mondiale e a una diminuzione dell'incertezza politica.

Da quando a fine luglio la Banca Centrale statunitense (Fed) ha tagliato i tassi di riferimento per la prima volta in undici anni, le diverse asset class hanno mostrato un andamento eterogeneo. Da metà anno si osserva un'alternanza tra propensione e avversione al rischio degli operatori di mercato ("risk-on/risk-off"). In base alla tolleranza al rischio a breve termine, a mettere a segno performance positive sono state o le asset class rischiose, come azioni e obbligazioni high yield, o le asset class tradizionalmente considerate "sicure", come i titoli governativi, ma non contemporaneamente.

Evidentemente le attese per una politica economica più espansiva non sono state più sufficienti a "tenere a galla tutte le barche". Hanno invece riacquisito importanza altri fattori, come le notizie sul fronte macroeconomico e i rischi geopolitici.

1. **L'economia mondiale** non è in caduta libera, ma le preoccupazioni stanno aumentando. Ad esempio, il nostro modello sulle recessioni cicliche per la prima economica mondiale, gli Stati Uniti, attualmente indica una probabilità di recessione solo del 2% nei prossimi sei mesi. Ciò nonostante, la prolungata debolezza degli scambi commerciali e le incertezze in ambito geopolitico continuano a pesare significativamente sul comparto manifatturiero globale. Gli investitori stanno attentamente monitorando segnali evidenti di possibile contagio al settore dei servizi, orientato al mercato interno e sinora resiliente. Inoltre,



Ann-Katrin Petersen
Investment Strategist,
Global Economics &
Strategy

"I fattori economici e politici hanno riacquisito importanza agli occhi dei mercati"

27/09/19

Indici azionari		Tassi d'interesse (%)		
FTSE MIB	22.017	USA	3 mesi	2,10
Euro Stoxx 50	3.548		2 anni	1,68
S&P 500	2.962		10 anni	1,68
Nasdaq	7.940	Euroland	3 mesi	-0,41
Nikkei 225	21.756		2 anni	-0,74
Hang Seng	26.092		10 anni	-0,58
KOSPI	2.063	Japan	3 mesi	0,07
Bovespa	105.078		2 anni	-0,32
			10 anni	-0,25
Materie prime		Cambi		
Oil (Brent, USD/barile)	62,4	USD/EUR		1,094

il recente rincaro del petrolio potrebbe ripercuotersi sui consumi, che hanno sinora beneficiato della solidità del mercato del lavoro e dell'aumento dei salari. I rischi di un rallentamento congiunturale sono aumentati.

2. Sul **fronte politico** sembra che numerosi ostacoli siano stati superati, almeno per il momento. Il nuovo governo italiano sta adottando un rapporto meno conflittuale con Bruxelles in tema di politica fiscale. Il parlamento britannico ha ridotto le probabilità di una Brexit senza accordo. E si intravedono modesti segnali positivi nei negoziati commerciali USA-Cina. Malgrado una possibile tregua, tuttavia, i dazi medi all'importazione applicati dagli Stati Uniti, che in settembre hanno toccato i massimi in 45 anni attestandosi al 4,7%, frenano già da tempo l'economia interna e globale. Se l'amministrazione Trump introdurrà nuove imposte sulle merci cinesi come annunciato, entro fine anno il dazio medio salirà al 6,2%. Inoltre, non si esclude un aumento dei dazi nel settore automobilistico (la decisione sarà presa a novembre), che in Europa colpirebbe in modo particolare Germania, Italia e Regno Unito.

Quali saranno le implicazioni sulle decisioni di investimento?

- Di per sé, le attese per una politica monetaria e fiscale più espansiva sostengono le asset class rischiose. Tuttavia, ancora non è chiaro se ciò sarà sufficiente a produrre un effetto positivo duraturo sulle borse. Per il momento non si è registrata alcuna ripresa a livello economico e di utili societari.
- In tale contesto, è consigliabile da un lato un'ampia diversificazione del portafoglio di investimento, dall'altro un atteggiamento tatticamente prudente verso gli asset rischiosi, con una selezione attiva dei titoli nel quadro di un approccio multi-asset.
- Al momento, nell'ambito di un portafoglio azionario globale, privilegiamo ad esempio i titoli statunitensi, storicamente meno soggetti a oscillazioni, e i settori difensivi.

Autunno dorato o meno, è sempre tempo di gestione attiva.

Ann-Katrin Petersen

Focus sui mercati

Allocazione tattica, azioni e obbligazioni

- Nonostante il continuo indebolimento del momentum sulla crescita globale e l'aumento dei rischi di ribasso nel medio periodo, al momento gli indicatori economici segnalano ancora probabilità trascurabili per una recessione imminente. D'altro canto il conflitto commerciale latente fra Stati Uniti e Cina senz'ombra di dubbio aumenta la vulnerabilità dell'economia globale. In questo contesto, per il secondo semestre dell'anno prevediamo una crescita inferiore al potenziale, anche se con rischi prevalenti per un rallentamento più pronunciato.
- Nel frattempo la Federal Reserve statunitense (Fed) ha attuato due tagli preventivi dei tassi come misura precauzionale contro il temuto rallentamento congiunturale ("insurance rate cuts"). Ma tali interventi di per sé non offrono alcuna garanzia contro possibili battute d'arresto sui mercati azionari.
- La politica monetaria dovrebbe offrire ancora un certo sostegno, ma avrà margini sempre più ridotti. Assisteremo con ogni probabilità ad una maggiore volatilità sui mercati, anche a causa delle persistenti incertezze sul fronte politico.

Azioni Europa



- Dopo la debolezza del secondo trimestre 2019, nell'Area Euro la tanto attesa ripresa congiunturale non si è ancora materializzata, come mostra ad esempio l'indice composito dei responsabili degli acquisti, che in settembre è sceso ai minimi da ottobre 2012. Il settore industriale, penalizzato dal calo delle esportazioni, resta la principale fonte di preoccupazione.
- La solidità del mercato del lavoro si conferma un importante stabilizzatore per l'economia dell'Area Euro: la disoccupazione (al 7,5% in luglio) è prossima ai minimi di ottobre 2007 (7,3%). Tuttavia, ancora non è dato sapere se ci saranno progressi in ambito industriale prima che la tendenza ribassista si estenda ai settori più orientati all'economia interna.
- Quanto al Regno Unito, la contrazione dell'economia registrata nel secondo trimestre è riconducibile in primo luogo alla diminuzione degli investimenti. L'andamento altalenante del momentum sulla crescita si deve essenzialmente agli effetti sulle scorte, nel quadro delle attese sugli esiti del dibattito sulla Brexit. Una "hard Brexit" rappresenta tuttora il maggiore rischio per l'economia britannica.
- In base al P/E di Shiller depurato delle oscillazioni cicliche, le azioni europee presentano valutazioni moderatamente interessanti. In un contesto di rendimenti estremamente bassi o negativi, i dividend yield risultano interessanti. Tuttavia potrebbe essere ancora preferibile una temporanea sottoponderazione.

Azioni USA



- Negli USA è ancora in corso un'espansione congiunturale, anche se l'economia non potrà sfuggire a lungo al rallentamento globale e il ciclo economico si trova in una fase sempre più avanzata.
- Il mercato del lavoro si conferma solido e in grado di sostenere i consumi privati, tuttavia l'aumento del costo del lavoro erode gradualmente i margini aziendali. L'andamento degli utili potrebbe quindi aver superato il picco.
- In settembre la Fed ha operato un secondo taglio dei tassi di riferimento a un intervallo target dell'1,75-2,00%. I mercati si aspettano nuovi interventi sul fronte dei tassi.
- Di per sé l'atteso allentamento monetario crea un contesto ancora favorevole alle azioni. Tuttavia, le elevate valutazioni azionarie del mercato USA potrebbero ridurre il potenziale di rendimento di lungo periodo. Inoltre, con l'affievolirsi degli stimoli fiscali, la situazione degli utili non appare più così rosea. Il giudizio sull'azionario USA è "hold".

Azioni Giappone



- Negli ultimi tre trimestri il PIL giapponese ha registrato un aumento. La crescita annuale ha accelerato all'1,1%. L'imminente maggiorazione dell'IVA potrebbe avere i primi effetti nel terzo trimestre e comportare un indebolimento a fine anno. Nel frattempo, crescono le attese di ulteriori stimoli fiscali.
- Nonostante la piena occupazione, il ritmo dell'inflazione al consumo resta molto contenuto. Con il tasso core attorno allo zero, la Bank of Japan (BoJ) proseguirà la sua politica espansiva.
- Prima di investire nelle azioni giapponesi occorre valutare anche l'andamento dello yen, che potrebbe risentire del contesto geopolitico. La debolezza degli indicatori anticipatori sull'economia globale e domestica pesano più che altrove. Nel complesso, attualmente il mercato giapponese non presenta alcun vantaggio rispetto all'azionario globale.

Azioni mercati emergenti



- Il PIL cinese su base tendenziale sta rallentando, un'evoluzione naturale in una fase matura del ciclo. L'inasprimento della guerra dei dazi potrebbe far deragliare l'economia locale e rappresenta il principale rischio per il periodo 2019-2020. Il governo e la Banca Popolare Cinese (PBoC) hanno adottato misure di stimolo per sostenere l'economia e raggiungere l'obiettivo di crescita del 6%.
- L'asset class presenta valutazioni interessanti, ma occorre adottare un approccio selettivo tra un Paese e l'altro.

Tema di investimento: ESG

- La gestione dei patrimoni secondo i criteri ESG è sempre più diffusa. L'acronimo "ESG" sta per "Environmental, Social and Governance" e indica i criteri ambientali, sociali e di governance in base ai quali si valuta la sostenibilità di un'azienda.
- L'approccio "Integrated ESG", ovvero l'integrazione dei principi ESG nel processo di analisi dei titoli, può migliorare il profilo di rischio/rendimento di un investimento grazie all'individuazione dei rischi. Per fare un esempio, le normative mondiali sempre più severe sul cambiamento climatico possono influire in larga misura sul valore di una società.
- È quindi di importanza fondamentale agire per tempo, anche in ragione delle crescenti richieste da parte sia degli investitori istituzionali che privati.

Obbligazioni in Euro



- Alla riunione di settembre la Banca Centrale Europea (BCE) ha presentato un ampio pacchetto di stimoli che, oltre a un taglio di 10pb del tasso sui depositi, prevede una forward guidance più decisa e una ripresa degli acquisti di titoli a partire da novembre. Inoltre, la BCE si è detta disponibile a nuovi interventi in caso di necessità. A conferma delle sue dichiarazioni, l'autorità monetaria ha introdotto un sistema di depositi a diversi livelli per le banche, che dovrebbe attenuare gli effetti negativi sul sistema bancario.
- In un contesto caratterizzato da allentamento monetario, prospettive di inflazione ancora modeste e persistenti rischi politici, nei prossimi mesi i rendimenti dei titoli governativi tedeschi dovrebbero mantenersi su livelli prossimi agli attuali minimi, malgrado le valutazioni ambiziose.
- Nonostante il ripristino del programma di acquisto di asset della BCE, le obbligazioni governative dei Paesi periferici dell'Eurozona, che presentano valutazioni poco interessanti, sono ancora esposte all'aumento dei rischi politici (soprattutto l'Italia).

Obbligazioni internazionali



- Anche se le crescenti attese di stimoli monetari e il clima di generale avversione al rischio esercitano pressioni ribassiste sui rendimenti, le valutazioni di mercato hanno raggiunto livelli molto ambiziosi.
- A fronte dell'orientamento "dovish" della Fed e dei crescenti "rischi estremi" per l'economia, i rendimenti dei Treasury USA a lunga scadenza per il momento dovrebbero rimanere stabili. Dato il contesto, nei prossimi mesi i rendimenti governativi dell'Area Euro (Paesi core) e del Giappone potrebbero mantenersi agli attuali bassi livelli.

Obbligazioni mercati emergenti



- L'asset class dovrebbe risentire di fattori ciclici e geopolitici, senza contare gli squilibri strutturali. La politica monetaria accomodante della Fed potrà fornire qualche supporto.
- Le Banche Centrali dei Paesi emergenti sfruttano i margini di manovra per allentare maggiormente la politica monetaria, soprattutto in Asia. L'inflazione non rappresenta un problema.
- La PBoC appoggia la politica di stimolo del governo cinese.

Obbligazioni societarie



- La politica monetaria accomodante sostiene l'asset class, che però potrebbe risentire delle dinamiche sfavorevoli di fine ciclo, nonché di valutazioni onerose in diversi settori.
- Ai livelli attuali i titoli high yield USA e le obbligazioni societarie investment grade appaiono moderatamente sopravvalutati in ottica fondamentale, così come il debito high yield in euro.

Valute

- In un contesto caratterizzato da rallentamento economico globale, da persistenti rischi politici e dalle attese di un allentamento monetario sincronizzato a livello globale, per il momento il dollaro USA dovrebbe dare prova di resilienza, in particolare contro le divise dei Paesi emergenti asiatici e in misura minore contro valute di riserva internazionali e "beni rifugio" come yen giapponese e franco svizzero.
- La sterlina britannica resta il barometro della situazione sulla Brexit. Più cresce l'incertezza politica nel Regno Unito, più la divisa si svaluta e viceversa. Un rialzo duraturo della sterlina, dal nostro punto di vista sottovalutata, presuppone una decisione sulla questione della Brexit.

L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe non ricevere l'importo originariamente investito. L'investimento in titoli a reddito fisso può esporre l'investitore a diverse tipologie di rischio, fra le quali ad esempio il rischio di credito, il rischio di tasso e il rischio di liquidità. Cambiamenti nello scenario economico e nelle condizioni di mercato possono influenzare tali rischi ed aver un effetto negativo sul valore dell'investimento. Il rischio di liquidità (dell'emittente) potrebbe essere all'origine di ritardi o sospensioni nel pagamento dei proventi di un investimento. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Se la valuta in cui sono espressi i rendimenti passati differisce dalla valuta del paese di residenza dell'investitore, quest'ultimo potrebbe essere penalizzato dalle fluttuazioni dei tassi di cambio fra la propria valuta e quella di denominazione dei rendimenti al momento di un'eventuale conversione. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variare senza preavviso nel tempo, sono quelle della società che lo ha redatto o delle società collegate, al momento della redazione del documento medesimo. I dati contenuti nel presente documento derivano da fonti che si presumono corrette e attendibili ma non sono state verificate da terze parti indipendenti. Per questo motivo l'accuratezza e la completezza di tali dati non sono garantite e nessuna responsabilità è assunta circa eventuali danni o perdite derivanti dall'uso delle informazioni fornite. Si applicano con prevalenza le condizioni di un'eventuale offerta o contratto che sia stato o che sarà stipulato o sottoscritto.

Il presente documento è una comunicazione di marketing emessa da Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.it, una società di gestione a responsabilità limitata di diritto tedesco, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francoforte sul Meno, iscritta al Registro Commerciale presso la Corte di Francoforte sul Meno col numero HRB 9340, autorizzata dalla BaFin (www.bafin.de). Allianz Global Investors GmbH ha stabilito una succursale in Italia, Allianz Global Investors GmbH, Succursale in Italia, via Durini 1 - 20122 Milano, soggetta alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa comunitaria. È vietata la duplicazione, pubblicazione o trasmissione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma; salvo consenso esplicito da parte di Allianz Global Investors GmbH.

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