

Tutte le sfumature dell'autunno...

Nelle ultime settimane i colori vivaci della primavera hanno via via lasciato il posto alle tinte più fosche dell'autunno, anche per quanto riguarda la performance dei mercati finanziari.

Gli strascichi del 2022 si fanno sentire: pressioni rialziste sui rendimenti obbligazionari, pressioni ribassiste sui prezzi azionari e crescenti timori per le prospettive economiche dei Paesi molto esposti all'importazione di energia.

Lo shock che ha investito i mercati nel 2022 è stato l'apice di una serie di politiche monetarie e fiscali estremamente accomodanti, a cui le banche centrali delle aree sviluppate hanno dovuto porre bruscamente fine per contrastare l'avanzata dell'inflazione. Tuttavia l'ottimismo di quest'anno circa un miglioramento



Sean Shepley
Senior Economist

delle prospettive di mercato derivava in gran parte dalla constatazione di una riduzione delle pressioni inflazionistiche.

Che cosa ha guastato il clima?

Anzitutto è importante sottolineare che i mercati azionari sono risaliti parecchio rispetto ai minimi dello scorso ottobre. In parte per merito delle revisioni al rialzo degli utili, ma in molti casi è stata la maggior fiducia in un contesto economico più stabile a consentire ai mercati di scontare tali utili nel lungo periodo, un fenomeno che ha sostenuto i multipli e quindi i prezzi.

Ai mercati obbligazionari tuttavia è toccata una sorte diversa. Le attese iniziali di un andamento dei tassi di interesse del tipo Tour Eiffel (vale a dire un netto inasprimento seguito da un rapido allentamento da parte delle banche centrali) sono state sistematicamente sostituite dalla convinzione che la nuova normalità post-pandemia sarebbe stata caratterizzata da tassi di interesse decisamente più alti. I rendimenti a lungo termine sono quindi aumentati. In un primo momento, sono state le attese di un'inflazione più elevata il driver principale. Poi è arrivata la risposta delle banche centrali con un inasprimento che ha fatto salire i tassi di interesse lungo tutta la curva. Ultimamente i tassi di interesse reali a lungo termine (che possono essere definiti come la differenza tra il

News



Tenersi aggiornati

Analisi dei principali dati macroeconomici ed il parere dei nostri esperti sulle possibili evoluzioni future dell'economia.

rendimento delle obbligazioni e le attese inflazionistiche) sono saliti ulteriormente anche se le banche centrali hanno rallentato il ritmo dell'inasprimento.

I tre principali fattori alla base del rialzo dei rendimenti.

Il primo - quello che forse ha l'impatto minore - è stata la decisione della **Banca del Giappone** di allentare la politica di controllo sulla curva dei rendimenti. Di conseguenza i rendimenti dei titoli di stato giapponesi sono nettamente

umentati con effetti a cascata su altri mercati, poiché la domanda di duration ha subito uno shock negativo.

Più recentemente, la decisione di **Arabia Saudita e Russia** di confermare i tagli alla produzione sino a fine anno ha innescato una decisa reazione dei mercati. Il Brent è salito di oltre il 10% solo a settembre, guadagnando oltre un terzo rispetto ai minimi di giugno. In un periodo in cui le banche centrali si adoperano con tutte le forze per far scendere l'inflazione verso il tasso target, un nuovo shock dei prezzi proprio non ci voleva. La Banca Centrale Europea (BCE) è forse l'emblema di questa situazione, dal momento che ha alzato i tassi di interesse a settembre nonostante i segnali di uno stallo della crescita e la continua contrazione degli aggregati monetari nell'area euro.

Infine, sebbene la **Federal Reserve** (Fed) non abbia alzato i tassi di interesse a settembre, la variazione delle proiezioni dei tassi di riferimento dei membri del comitato di politica monetaria della Fed (FOMC) è indice di prospettive meno favorevoli per il 2024. Il mercato sperava che il calo dell'inflazione core avrebbe consentito alla Fed di abbassare i tassi di interesse anche se la crescita si fosse ripresa, ma il messaggio delle previsioni della Fed sembra un altro: se la crescita resta favorevole, i tassi di interesse resteranno alti.

Le attese del mercato circa un taglio dei tassi sono state prontamente ridimensionate e di conseguenza i rendimenti obbligazionari hanno registrato un rialzo anomalo, soprattutto considerando che la fine del ciclo di inasprimento è probabilmente dietro l'angolo.

Considerazioni sull'asset allocation

Riteniamo che nel prossimo trimestre i mercati saranno influenzati da quattro elementi.

Prima di tutto, prevediamo che l'inasprimento monetario manifesti in modo sempre più evidente i suoi effetti, provocando un rallentamento della crescita (Stati Uniti, Cina) o persino una contrazione (in molti Paesi europei). Sarà una sfida per quei mercati azionari in cui la performance è stata determinata per lo più dalle crescenti attese in termini di utili, mentre potranno risultare favorite le strategie che si basano su un reddito da dividendi costante.

In secondo luogo, le attese di un'inflazione vischiosa in un contesto di rialzo del prezzo del petrolio indicano che i mercati azionari non sono in grado di beneficiare di un consolidamento della crescita perché (come abbiamo visto nei mesi scorsi) il rialzo dei rendimenti obbligazionari frena il potenziale di rialzo. Per contro, un indebolimento della domanda e segnali di ulteriore disinflazione saranno

probabilmente determinanti per stabilizzare le attese sui tassi di interesse.

Terzo: siamo consapevoli che i rischi per la stabilità finanziaria restano alti e pensiamo vi siano già le condizioni per un incremento della volatilità. In questa fase finale del ciclo, un nuovo inasprimento da parte delle principali banche centrali metterebbe a dura prova la stabilità finanziaria.

Infine, come evidenziato il mese scorso, a seguito dell'aumento dei rendimenti obbligazionari, i mercati del reddito fisso sono sempre più competitivi rispetto ad altre asset class in termini di allocazione tattica.

In conclusione, quest'anno pare sarà più difficile lasciarsi alle spalle i colori dell'autunno. Date le premesse, secondo noi la scelta più saggia è posizionarsi in vista di un contesto di mercato più critico.

Cordiali saluti,
Sean Shepley

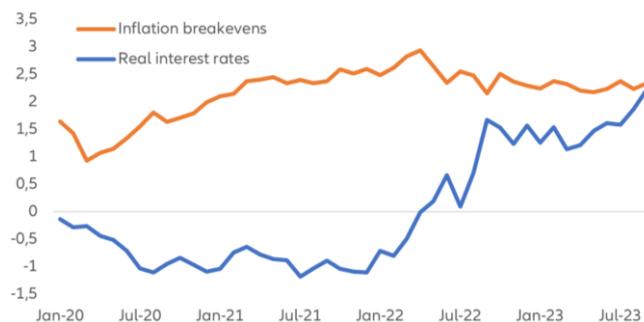
Panoramica del mercato al 29.09.2023

Indici azionari		
FTSE MIB		28.243
Euro Stoxx 50		4.164
S&P 500		4.288
Nasdaq		13.219
Nikkei 225		31.760
Hang Seng		17.810
KOSPI		2.465
Bovespa		116.565
Tassi di interesse (%)		
USA	3 mesi	5,66
	2 anni	5,14
	10 anni	4,57
Eurolandia	3 mesi	3,96
	2 anni	3,38
	10 anni	2,94
Giappone	3 mesi	0,07
	2 anni	0,01
	10 anni	0,75
Cambi		
USD/EUR		1,059
Materie prime		
Petrolio (Brent, USD/barile)		95,4

**Tema di investimento:
I vari aspetti della disruption**

- L’investimento tematico, inteso come allocazione di capitale in base a trend di lungo periodo senza vincoli geografici o settoriali, sembra un’opzione sempre più interessante per gli investitori.
- Un fenomeno comprensibile, se si desidera sfruttare a proprio vantaggio nei portafogli la persistente disruption.
- La deglobalizzazione avanza. Gli eventi epocali sul fronte geopolitico comportano dissesti lungo le filiere, ma sono anche amplificati da un altro fattore positivo, la digitalizzazione.
- I robot sono sempre più convenienti, pertanto l’opportunità di produrre all’estero si riduce e il reshoring della produzione nel Paese in cui ha sede l’azienda diviene progressivamente più semplice ed economico.
- Non dimentichiamo poi le dinamiche demografiche. La popolazione mondiale continua ad aumentare, ma invecchia. Su scala globale la percentuale di occupati sul totale della popolazione diminuisce. Questo potrebbe provocare un aumento delle pressioni salariali.
- Prosegue inoltre la decarbonizzazione dell’economia mondiale.
- Deglobalizzazione, digitalizzazione, demografia e decarbonizzazione sono le “4 D” che incidono anche sull’aumento della domanda di materie prime e sulla crescente urbanizzazione. Gli investitori di lungo periodo dovrebbero tenere in grande considerazione questi trend.

Shock inflazionistico ora seguito da tassi reali più elevati



Fonte: Bloomberg, 01.10.2023.

**AGENDA POLITICA 2023:
I PROSSIMI EVENTI**

- | | |
|---------------|--|
| 13–15 Ottobre | IMF World Bank Group –
IMF Annual Meeting |
| 25 Ottobre | CA Bank of Canada Meeting |

Se non diversamente indicato le fonti dei dati e delle informazioni sono Thomson Reuters, Refinitiv Datastream. La diversificazione non garantisce un profitto o una protezione dalle perdite.

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. 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 al momento della redazione del documento medesimo. 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, it.allianzgi.com, 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. La Sintesi dei diritti degli investitori è disponibile in francese, inglese, italiano, tedesco e spagnolo all’indirizzo <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights>. 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.