



# NESSUN ALLARME PER L'EUROZONA

a cura di Davide Mosca  
twitter @DavMosca

**I**l nuovo esecutivo italiano riporta in primo piano il tema del futuro dell'Unione Europea e coincide con il ritorno della volatilità sui titoli governativi. Cosa cambierà da qui a fine anno e come modificare i portafogli in vista di nuovi picchi di volatilità, nei commenti degli strategist di alcune delle più importanti case di gestione.

## ABERDEEN STANDARD INVESTMENTS

Uno scontro tra Italia e UE è nello spettro delle possibilità di breve-medio periodo. La volontà del nuovo governo appare ferma nel richiedere misure che permettano un'espansione della crescita e ciò porterà con ogni probabilità ad uno sfioramento del patto di stabilità. Sarà da monitorare la reazione degli altri membri dell'Unione e della Germania in particolare. In linea generale, se il livello dello scontro politico resterà sotto controllo e i fondamentali si mostreranno solidi, gli investitori torneranno sugli asset europei, ancora interessanti da un punto di vista di valutazioni. In caso di forti tensioni, verranno evitati i Paesi percepiti come più rischiosi, come già avvenuto per la Spagna nel 2017.

## AMBROSETTI AM SIM

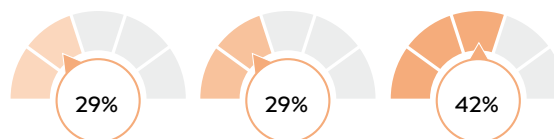
L'attualità finanziaria, specie quella relativa all'area Euro, sta vivendo un movimento di incertezza a causa delle forti e recenti tensioni politiche. A preoccupare in particolar modo gli operatori è il settore obbligazionario. La crisi italiana ha generato, come conseguenza più importante, flussi di vendita straordinari sul decennale italiano e di contro, un aumento di prezzo delle obbligazioni tedesche. Anche lo spread BONOS- BUND è al rialzo e ciò dimostra come il rischio politico nell'Europa periferica sia destinato a rimanere ancora alto. La soluzione quindi delle recenti problematiche non sarà imminente ma le prospettive restano costruttive per la conclusione dell'anno con i paesi periferici che probabilmente tenderanno di allinearsi a quelli core.

## ANIMA

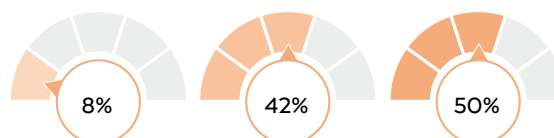
Il forte aumento della volatilità registrato sui mercati finanziari italiani richiama alla memoria la fase più acuta della crisi del debito sovrano, ma la situazione è completamente diversa: nel 2011-2013 a giustificare le turbolenze c'erano le criticità nel quadro

macro/fondamentale e nella situazione delle finanze pubbliche; oggi la crisi è politica. L'affermazione dei partiti anti-sistema ed euro-scettici ha molte spiegazioni, una delle quali è la delusione rispetto all'incapacità delle istituzioni europee di rinnovarsi dopo la dura lezione della crisi del debito. In generale, il peso

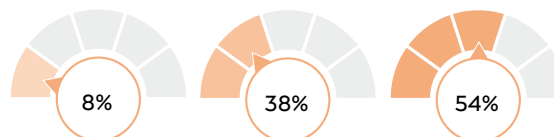
### AZIONARIO ITALIA



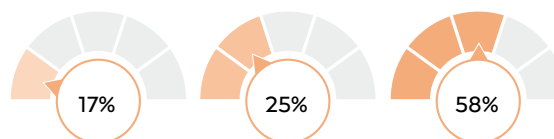
### AZIONARIO EUROPA



### AZIONARIO USA



### AZIONARIO EMERGENTI

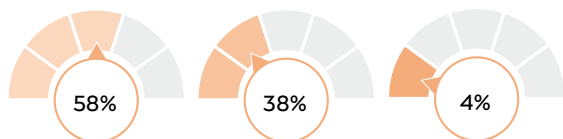


● Ribasso      ● Stabile      ● Rialzo

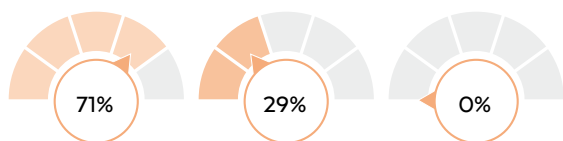
La proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato

A

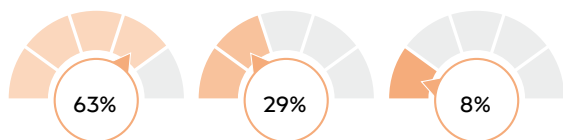
### OBBLIGAZIONARIO ITALIA



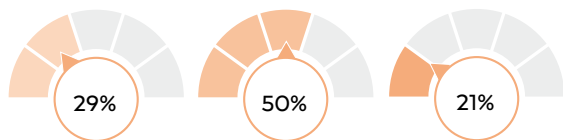
### OBBLIGAZIONARIO EUROPA



### OBBLIGAZIONARIO USA



### OBBLIGAZIONARIO EMERGENTI



● Ribasso ● Stabile ● Rialzo

della politica sui mercati finanziari sta aumentando e il contesto di riferimento per gli investitori diventa più complesso; ne deriva un aumento dell'incertezza e, a parità di altre condizioni, della volatilità e del premio al rischio.

#### BANCA GENERALI

Italia e Spagna hanno una lunga storia di incertezza politica. Come accaduto in passato, è probabile un'attenuazione delle turbolenze in tempi ristretti. Gli investitori, in particolare europei, stanno lavorando sulla diversificazione, aumentando le posizioni denominate in dollari statunitensi per mitigare possibili picchi di volatilità.

#### CANDRIAM INVESTORS GROUP

Poiché l'Italia ha ora un governo con un'agenda nazionalista, non pro-UE, ci aspettiamo livelli di spread più ampi, in scia a un atteggiamento più cauto da parte degli investitori. Per quanto riguarda l'attuale fase di debolezza, ci aspettiamo che gli indicatori economici europei riprendano nuovamente slancio nella seconda parte dell'anno: ciò rappresenterebbe un contesto favorevole per

**NONOSTANTE LA VOLATILITÀ, E ALCUNE INCERTEZZE POLITICHE, IN DIVERSI PAESI L'UNIONE EUROPEA HA DEI FONDAMENTALI SOLIDI, SEPPURE LE PREVISIONI DI CRESCITA SIANO STATE RIVISTE**

le small e mid cap, meno soggette a turbolenze geopolitiche e a oscillazioni del tasso di cambio. Tuttavia, per i prossimi mesi, prevediamo migliori opportunità negli Stati Uniti e nei mercati emergenti, che beneficiano di migliorati fondamentali economici e di valutazioni divenute ancora una volta appetibili grazie al netto incremento dei profitti societari. In particolare, riteniamo che l'attuale fase del ciclo economico sia favorevole per i mercati azionari statunitensi.

#### CARMIGNAC

C'è la possibilità di una nuova fase di incertezza politica in relazione alla legge di bilancio italiana, all'immigrazione e alle politiche dell'Unione Europea. Mentre la Germania sembra decisa a concessioni sul terreno dell'immigrazione, la medesima apertura non si nota sulla questione patto di stabilità. Tendiamo a ridurre le posizioni in debito dell'Europa periferica. Volatilità e minore liquidità sui mercati sono destinate a rimanere, con l'inizio del tapering in settembre che testerà la tenuta degli investitori.

#### COLUMBIA THREADNEEDLE

I recenti sviluppi dello scenario politico italiano rappresentano inevitabilmente un rischio per gli attivi italiani e potenzialmente anche per l'Europa. Ma l'intera portata del danno sarà riscontrabile solo quando il fragile contratto tra gli alleati di coalizione di sinistra e di destra si convertirà in politica. Nel nostro posizionamento obbligazionario, sull'Italia rimaniamo neutrali. Il recente aumento dello spread è comprensibile e probabilmente continuerà ad aumentare fino a quando la politica non diventerà più ortodossa e prevedibile. Ma l'Italia beneficia di una migliore situazione finanziaria corrente e di una molto minore partecipazione estera al proprio debito pubblico, il che la rende meno vulnerabile alla fuga di capitali rispetto alla crisi del 2012. Rimaniamo comunque meno convinti - per il momento - che esista un rischio esistenziale per l'Eurozona stessa.



#### CONSULTINVEST

Sembra si sia giunti a un punto di svolta per il futuro della UE. Un cambiamento è necessario, ma ovviamente le opinioni sono diverse: due velocità, maggiore integrazione, o viceversa minore integrazione. La realtà è che ci sono paesi che, forti del loro peso politico o della salute dei loro conti pubblici, si sentono titolati a rispettare solo le regole che interessano, mentre pretendono che i paesi più deboli rispettino tutto alla lettera. Questo è ovviamente terreno fertile per i populisti per addossare alla UE la colpa di ogni problema. È una situazione simile a quella politica italiana, in cui i partiti tradizionali hanno ignorato per anni le istanze di cambiamento, finché alle ultime elezioni i partiti anti-sistema si sono trovati a detenere la maggioranza. L'anno prossimo ci sarà anche il cambio al vertice della BCE che potrà portare a notevoli cambiamenti nella politica monetaria, a seconda di chi sarà nominato. Speriamo che nei prossimi mesi emerga una leadership europea con una visione strategica di lungo periodo.

#### DEGROOF PETERCAM

Le turbolenze politiche sia in Italia che in Spagna si stanno rapidamente attenuando e riteniamo che entrambi i governi rimarranno in carica molto più a lungo del previsto. L'Italia ricopre un ruolo fondamentale all'interno dell'Unione Europea e pertanto Germania e Francia non hanno altra scelta che prestare attenzione alla sua nuova leadership. La penisola potrebbe rappresentare il giusto stimolo verso la definizione di soluzioni strutturali per la

protezione delle frontiere esterne dell'UE. Dal canto suo, il governo italiano dovrebbe mostrarsi favorevole all'Unione e, in particolare, a quella monetaria. L'introduzione dell'euro ha permesso all'Italia di sopportare l'elevato onere storico del debito ad un costo molto basso. Con un avanzo primario di bilancio, un saldo delle partite correnti positivo, una crescita reale superiore a quella potenziale negli ultimi due anni e bassi costi di finanziamento, il governo Conte dovrebbe puntare a politiche fiscali, del lavoro e pensionistiche responsabili.

#### EDMOND DE ROTHSCHILD

La volatilità associata al rischio politico italiano rimarrà fino a quando non si avranno le idee chiare sull'agenda del nuovo governo. Una tappa importante sarà l'approvazione del bilancio dello stato in ottobre. A nostro avviso il rischio rimane però limitato, tanto per quanto riguarda l'Italia che la Spagna. La BCE sta, in ogni caso, pesando molto attentamente le parole per evitare di contribuire ad episodi di volatilità. La nostra posizione è ora leggermente più cauta e prevediamo di mantenere il nostro approccio fondamentalmente tattico nell'investire da qui a fine anno.

#### FIDEURAM INVESTIMENTI

L'allargamento degli spread dei Paesi periferici, Italia in particolare, ed in generale degli spread di credito è conseguenza di diversi fattori, sia specifici che più generali. In questo senso crediamo che riferire solo a questioni di confronto politico il recente andamento

A

delle obbligazioni europee sia solo parziale perché l'evoluzione dei fondamentali punta verso la reintroduzione di premi per il rischio che negli anni precedenti il mercato ha rimosso dalle valutazioni. Il rialzo dei tassi (in USA), la riduzione dei programmi di acquisto di bond, l'aumento della volatilità e dell'incertezza macro, nonché l'evoluzione ciclica e dell'inflazione spingono a favore della ricostituzione di spread un po' più alti anche a protezione di rischi di illiquidità che ancora non si sono verificati ma che non appaiono prezzati correttamente. Raccomandiamo un sottopeso sul reddito fisso, sia nella componente governativa che sul credito societario e vediamo un'evoluzione dei fondamentali che spinge verso livelli di tassi e premi per il rischio più elevati.

**GAM**

Le crisi politiche in Italia e Spagna hanno nuovamente acuito le differenze fra paesi core e periferici all'interno dell'Area Euro. La necessità di una riforma/evoluzione del progetto Europeo è sentita e condivisa da tutti i paesi membri ed è possibile che il risultato delle elezioni italiane possa stimolare un nuovo dibattito politico in questo senso. Dal punto di vista degli investitori, a differenza di quanto successo nel 2011, la Banca Centrale Europea rappresenta oggi un presidio importante per la stabilità dei mercati. Occorre però fare dei passi avanti su una maggior integrazione, ad esempio attraverso riforme che portino all'unione bancaria o a una maggior omogeneizzazione della fiscalità delle imprese. In questa fase è difficile che si possa trovare unità di vedute, per questo motivo i mercati potrebbero continuare ad avere un andamento altalenante.

**INTERMONTE ADVISORY E GESTIONE**

La favola di un mercato azionario italiano con più di 10 punti di performance relative positiva rispetto alla Germania, si è interrotto con l'insediamento del nuovo governo. Certamente da qui in avanti gli investitori internazionali guarderanno con più attenzione a quale sarà il programma del governo e per il momento preferiscono stare lontani da titoli domestici quali banche e utilities per preferire invece i titoli esposti ai mercati internazionali. Importante sarà capire anche quali saranno gli step della BCE per porre fine al QE, certo è che in questa fase meglio una maggiore diversificazione e non sovrappesare le economie periferiche.

**INVESCO**

Ci sono molte battaglie all'interno dell'Unione. Ridurre il tutto ad uno scontro tra periferici e paesi core è riduttivo. La necessità di una riforma in direzione, in primis, dell'unità fiscale è chiara e può fare la differenza in termini di credibilità nei mercati finanziari. Gli Stati Uniti di Europa sono un futuro certamente complicato da realizzare ma possibile e le tensioni in Italia possono, paradossalmente, aiutare a spingere la burocrazia Europea in questa direzione. Un progetto non certo semplice che richiederà il passaggio attraverso vari momenti di tensione e crisi.

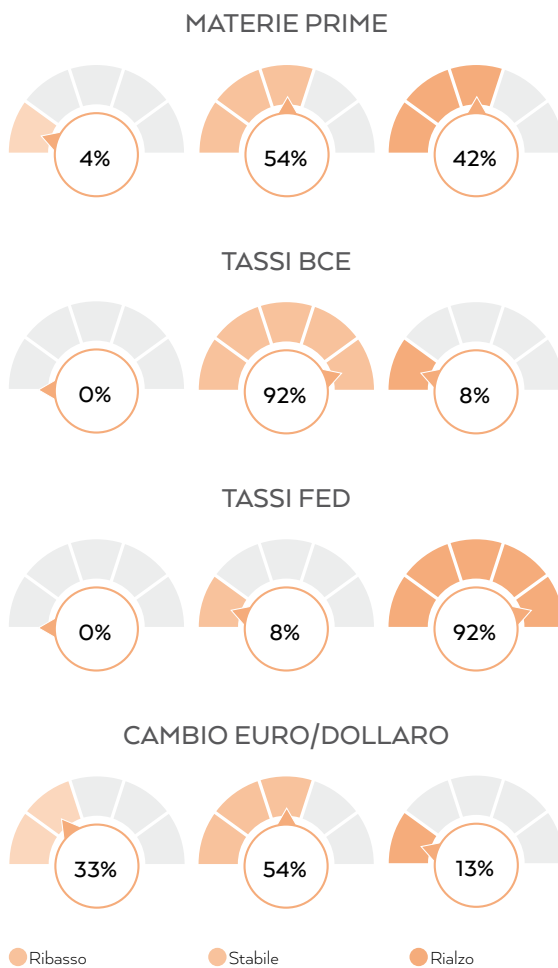
**JP MORGAN ASSET MANAGEMENT**

Gli ultimi sviluppi della situazione politica in Italia e Spagna dimostrano che le tensioni in Europa non sono esaurite e oggi si

stanno manifestando sul tema critico dell'immigrazione. Tuttavia ciò non sembra rappresentare un rischio sistemico per l'Unione Monetaria Europea ma ha riportato l'incertezza alimentando il tema del populismo e portando una fase di disaffezione verso i mercati europei. Nonostante i timori politici l'economia dell'Eurozona mantiene un buono slancio con una crescita superiore al trend, seppur più lenta rispetto alla prima parte dell'anno, come evidenzia l'indice dei responsabili degli acquisti di maggio a quota 55,5: un livello coerente con un tasso di espansione annuo del 2% rispetto alla media tendenziale dell'1,25%-1,5%. La bassa inflazione rimane il problema maggiore per la Banca Centrale Europea che in base a questa situazione dovrà decidere il destino della manovra di allentamento quantitativo che al momento è prevista finire a fine settembre.

**MARZOTTO SIM**

Le turbolenze politiche avranno a nostro avviso un effetto marginale sull'economia reale. Anche se di orientamento populista, l'Italia ha ora un governo e non è affatto certo che le azioni dell'esecutivo seguano gli annunci fatti in campagna elettorale. I grandi



fattori di cambiamento per gli investimenti saranno la fine del QE e il ciclo economico. Dal primo ci si attende un impatto negativo per il reddito fisso, mentre il secondo, attualmente in fase positiva, potrà subire contraccolpi dal possibile rallentamento dell'economia statunitense.

#### NN INVESTMENT PARTNERS

In un mondo ideale il rischio di contagio verso le altre economie periferiche dovrebbe essere limitato se l'Italia dovesse scegliere una posizione decisamente conflittuale. Dopo tutto, Spagna, Portogallo e persino la Grecia sono diventati buoni membri dell'unione monetaria e possono quindi contare su meccanismi di sostegno, se necessario. Le banche del resto dell'area dell'euro hanno ridotto significativamente la loro esposizione verso l'Italia, il che è ovviamente una conseguenza diretta dell'ampio grado di frammentazione finanziaria che si è verificato durante l'apice della crisi dei debiti sovrani dell'eurozona. Per gli investitori ciò comporta nel migliore dei casi una maggiore volatilità degli asset italiani e dell'euro, nel peggiore una continua sottoperformance degli stessi.

## A DIFFERENZA DI QUANTO ACCADUTO NEL PASSATO OGGI LA BANCA CENTRALE EUROPEA È UN PRESIDIO IMPORTANTE PER LA STABILITÀ DEI MERCATI

#### PICTET ASSET MANAGEMENT

L'agenda governativa e le dichiarazioni pubbliche continueranno a dettare il tempo ai mercati. Si dovranno chiarire quali saranno i piani sulla politica fiscale, con una possibile ripresa del confronto con l'Europa. Questo induce ad avere un atteggiamento cauto sui titoli finanziari italiani, ed in generale su quelli europei: il contagio che passa dai titoli di stato alle banche, seppur smussato rispetto al passato, è ancora in atto. Abbiamo invece un atteggiamento più costruttivo sui titoli del settore energetico. Infine, l'eventuale ripresa della turbolenza sugli spread ha come effetto quello di indebolire l'euro: i settori europei legati all'esportazione (ma non quelli troppo vicini ai dazi USA, come le auto), ne potranno beneficiare.

#### RAIFFEISEN CAPITAL MANAGEMENT

La debolezza dei titoli di Stato italiani ha varie ragioni, a partire dalla difficoltà del sistema economico di ridurre il rapporto debito/PIL, fino all'incertezza politica causata dalle posizioni espresse dai membri del nuovo governo. Anche la fine graduale del quantitativo easing costituisce un fattore non certo di supporto in questo scenario. Tuttavia un ritorno all'apice raggiunto dallo spread BTP-BUND sembra ad oggi improbabile. Nei nostri portafogli obbligazionari manteniamo, comunque, quindi una posizione attendista.

#### TENDERCAPITAL

Le turbolenze politiche di Italia e Spagna hanno origini molto diverse. Da un lato abbiamo l'ascesa di posizioni populiste favorite dalle problematiche legate all'immigrazione e ad un sentimento di rivalsa nei confronti dell'Unione Europea e dall'altro un governo marcatamente europeista che sconta una debolezza politica tutta interna. Gli investitori sono giustamente allarmati e le incognite sul futuro dell'Unione rimangono significative. L'incertezza dominerà probabilmente i prossimi mesi con un aumento della volatilità nel mercato azionario e obbligazionario europeo. Gli investitori dovranno, a nostro avviso, diversificare il portafoglio su tutte le classi di attivo, aumentare la liquidità e adottare una view di medio periodo.

#### UBP

A nostro avviso, fintanto che nessun partito o governo richiederà un referendum sull'euro il rischio dovrebbe rimanere contenuto. Oggi l'Eurozona è in una forma migliore e sono stati ridotti degli squilibri. La situazione in Spagna e in altri paesi è meno preoccupante e le riforme hanno ripristinato la crescita e alcuni fondamentali. Ciò nonostante, la situazione in Italia rappresenta ancora un rischio di coda significativo considerate le sue dimensioni, anche se la probabilità è attualmente bassa. La tensione con l'UE potrebbe innescare una maggiore volatilità nei mercati finanziari, pregiudicare la fiducia sui mercati e, in definitiva, la prospettiva di crescita futura del Paese.

#### WISDOMTREE

Attualmente, gli investitori si muovono in un contesto in cui il rischio si riduce e fluisce da un evento all'altro. Durante eventi come quello della recente formazione del governo italiano la volatilità è elevata. Tuttavia, quelli in grado di allocare asset rischiosi come le azioni durante questi eventi hanno registrato successivamente interessanti rialzi. È difficile per noi vedere un possibile cambiamento in questo paradigma nel breve periodo, in quanto registriamo ancora crescita e fondamentali aziendali ampiamente positivi.

Fonte: dati raccolti dalla redazione di ADVISOR. Società partecipanti: Aberdeen Standard Investments, Ambrosetti AM SIM, Amundi SGR, Anima, Banca Generali, Banca Patrimoni Sella, Candriam Investors Group, Carmignac, Columbia Threadneedle Investments, Consultinvest, Edmond de Rothschild, Fideuram Investimenti, GAM Investments, Intermonte Advisory e Gestione, Invesco, Janus Henderson Investors, JP Morgan Asset Management, Marzotto SIM, NN Investment Partners, Pictet Asset Management, Raffeisen Capital Management, Tendercapital, Union Bancaire Privée, Wisdom Tree.

Legenda: in ogni categoria (ad esempio Azionario Italia) viene rappresentata la media dei sentiment espressi delle società partecipanti divisa nelle tre previsioni (ribasso, stabile e rialzo)  
Sondaggio chiuso il 18 giugno 2018

# PROTAGONISTI

75	Aberdeen Standard Investments	46	iShares Italy
90	Albarelli Sergio	89	IWBank Private Investments
88/93	Allianz Bank Financial Advisors	78/96	JP Morgan AM
72	Altaf Raheel	57	Jupiter AM
75	Ambrosetti AM SIM	80	Khun Peter
91/96	Amundi	61	Kratochwill Gerhard
43	Anasf	91	La Financière de l'Echiquier
75	Anima	62	La Française
72	Artemis	84	Legg Mason
95	Assogestioni	91	Lombard Odier Investment Managers
89/92	Assoreti	23	Lucchetti Enrico
91	Aviva Investors	59	Lundgren Colin
65/96	AXA Investment Managers	73	M&G Investments
89	Azimut Global Advisory	66	Marschott Alan
76/93	Banca Generali	69	Marshall-Lee Robert
32/89/93	Banca Mediolanum	78	Marzotto SIM
65	Basselier Marc	23	McKinsey & Co.
73	Bauer Wolfgang	88	Migliori Silvio
8	Benetti Matteo	89	Molesini Paolo
74	Benkendorf Matthew	71	Morgan Stanley IM
57	Bezaket Ariel	85	Natixis Investment Managers
81	BNP Paribas CIB	16/53	Nava Mario
69	BNY Mellon Investment Management	79	NN Investment Partners
76	Candriam Investors	86	Nordea
85/90	Capital Group	13/38	OCF
89	Carluccio Emanuele Maria	58	Ostrum AM
76	Carmignac	32	Pagnottaro Emanuele
23	Catania Cristina	14	Paralupi Alessandro
59/76	Columbia Threadneedle Inv.	89	Parentini Alberto
16/53	Consob	89	Parentini Alessandro
77	Consultinvest	79	Pictet Asset Management
8	Credem	7/13	Rabitti Bedogni Carla
58	de Larouzière Olivier	61/79	Raiffeisen Capital Management
77	Degroof Petercam AM	67	Reinmuth Peter
88	Deutsche Bank	62	Rivière Patrick
88	Deutsche Bank Financial Advisors	30	Rosso Alessandra
32	Dilda Alessandro	88	Ruggiu Silvio
70	DWS	91	Sarno Paolo
68	Eckmann Alan	67	Schroders
77	Edmond De Rothschild	32	Senin Lorenzo
89	EFPA Europe	61	Simburger Horst
86	Eurizon	68	Sperl Ulrich
80	Fidelity International	96	State Street Global Advisors
30/89/93	Fideuram - Intesa Sanpaolo P.B.	46	Tabanella Marco
77	Fideuram Investimenti SGR	70	Taylor Scan
88	Finanza & Futuro Banca	79	Tendercapital
90	Fineco Asset Management	90	Timone Fiduciaria
93	FinecoBank	79	UBP
66	Franklin Templeton	68	UBS AM
77/91	GAM Investments	71	Upton James A.
88	Ghiselmi Giuseppe	32	Verde Giovanni
90	Giuliani Pietro	33	Viscanti Nicola
86	Goldman Sachs Asset Management	74	Vontobel AM
96	Gruppo Generali	33/89	Widiba
96	Gruppo Intesa Sanpaolo	79	Wisdomtree
78	Intermonte Advisory e Gestione	32	Zangrandi Giuseppe
78/91	Invesco		

# ADVISOR

ANNO XIV - NUMERO 07/08  
luglio/agosto 2018  
mensile registrato presso il Tribunale  
di Milano n. 523 del 24 settembre 2003

EDITORE  
Open Financial Communication Srl  
Via Francesco Sforza, 14 | 20122 Milano  
www.o-fc.it

AMMINISTRATORE DELEGATO  
Marco Calzi

DIRETTORE RESPONSABILE  
Francesco D'Arco | darco.francesco@o-fc.eu

CAPOREDATTORE  
Marcella Persola | persola.marcella@o-fc.eu

REDAZIONE  
Greta Bisello | bisello.greta@o-fc.eu  
Eugenio Montesano | montesano.eugenio@o-fc.eu,  
Massimo Morici | morici.massimo@o-fc.eu,  
Davide Mosca | mosca.davide@o-fc.eu

SEGRETERIA DI REDAZIONE  
redazione@o-fc.eu  
Tel. (+39) 0200689661 | Fax (+39) 0200689650

UFFICIO STUDI  
Matteo Zorzoli, Gloria Grigolon  
advisorprofessional@o-fc.eu

HANNO COLLABORATO  
Stefania Ballauco, Maurizio Canavesi, Andrea Delitala,  
Lorenzo Dornetti, Carlo E. Esini, Luigi Gaffuri,  
Valeria Lassinì, Max Malandra, Nunzia Melaccio,  
Umberto Piattelli, Nicola Ronchetti,  
Giuseppe G. Santorsola, Eusapia Simone

GRAPHIC DESIGNER  
Luca Baraggia | baraggia.luca@o-fc.eu

COMMERCIALE & PUBBLICITÀ  
Nino Nigro  
Tel. (+39) 0200689671  
nigro.nino@o-fc.eu | sales@o-fc.eu

IMMAGINI  
Imagoeconomica; 123RF®; StockUnlimited®;  
archivio di redazione

STAMPA  
AGF SpA  
Via del Tecchione, 36-36/A - 20098  
Sesto Uteriano-S. Giuliano Milanese (MI)  
Tel. (+39) 0298280769 | Fax (+39) 0298280780

DISTRIBUTORE PER L'ITALIA E PER L'ESTERO  
Press-di Distribuzione Stampa e Multimedia Srl  
20090 Segrate

NUMERI ARRETRATI  
Scrivere a abbonamenti@advisor@o-fc.eu  
Il costo di ciascun arretrato è di 14 euro



IN COPERTINA  
Matteo Benetti,  
Credem