

# Outlook Mensile

## Preparare le vele ai venti del cambiamento

Anche quest'anno si è aperto all'insegna dell' Investment Forum di AllianzGI, tenutosi in gennaio a Hong Kong. I nostri chief investment officer, strategisti, economisti, analisti e specialisti di prodotto hanno discusso dei cambiamenti strutturali a livello globale, senza mai perdere di vista l'esigenza di investire in ottica tattica. Nel contesto attuale i "venti del cambiamento", che modificano continuamente la rotta, provengono da tre principali direzioni:

- Dalla situazione geopolitica, in particolare dal conflitto commerciale avviato dagli USA, provengono tuttora prevalentemente venti contrari. La posta in gioco va ben oltre il surplus della bilancia delle partite correnti. Si tratta della posizione dominante da un punto di vista politico e tecnologico in un mondo complesso e multipolare. Basti pensare ai piani cinesi sulla Nuova Via della Seta e sul raggiungimento di posizioni di leadership nell'attività manifatturiera in dieci settori tecnologici strategici entro il 2025, in particolare nella robotica.
- In tale contesto, le preoccupazioni sulle tendenze cicliche possono sembrare limitate al breve periodo, pur essendo strettamente legate alla "disruption creatrice", mentre l'aumento dell'indebitamento a livello globale sta gravando sulle prospettive di lungo periodo.
- Occorre inoltre tener conto di politica monetaria e trend reflazionistici. Da un lato, l'inasprimento dei tassi annuncia la conclusione della financial repression, dall'altro manda anche un chiaro segnale circa la necessità di ridurre l'indebitamento, poiché rende più oneroso il rifinanziamento. Un trend al rialzo nei tassi di interesse infatti compromette rapidamente la capacità di



**Hans-Jörg Naumer**  
Global Head of  
Capital Markets &  
Thematic Research  
Allianz Global Investors

**La lunga fase di "spensieratezza" ha lasciato il posto a un nuovo realismo.**

25/01/19

Indici azionari		Tassi d'interesse (%)		
FTSE MIB	19.811	USA	3 mesi	2,75
Euro Stoxx 50	3.153		2 anni	2,56
S&P 500	2.665		10 anni	2,71
Nasdaq	7.165	Euroland	3 mesi	-0,31
Nikkei 225	20.649		2 anni	-0,59
Hang Seng	27.577		10 anni	0,12
KOSPI	2.177	Japan	3 mesi	0,07
Bovespa	97.677		2 anni	-0,16
			10 anni	0,01
<b>Materie prime</b>		Cambì USD/EUR		
Oil (Brent, USD/barile)	61,5			1,135

### Indicatore Mercati Finanziari

Fondi obbliga

Fondi azionari

rifinanziamento. Non da ultimo, l'inflazione dei prezzi degli asset rappresenta un ulteriore ostacolo all'aumento dei tassi delle Banche Centrali. Un aspetto importante ma spesso ignorato nell'attuale dibattito sulla politica monetaria della Federal Reserve e della Banca Centrale Europea.

Dovremo quindi aspettare ancora perché sui mercati finanziari torni la calma. Il lato positivo è che la lunga fase di spensieratezza ha lasciato il posto a un nuovo realismo che, escludendo potenziali sorprese positive, si caratterizza per una forte tendenza al pessimismo.

Cordialmente,

Hans-Jörg Naumer

## Focus sui mercati

### Allocazione tattica, azioni e obbligazioni

- Le ultime settimane hanno confermato lo scenario di un'economia che sta attraversando una fase di rallentamento.
- Al contempo, il sostegno della politica monetaria alle asset class più rischiose ha perso vigore.
- La fine della fase di "spensieratezza" ha segnato la diffusione di un nuovo "realismo" che non solo impedisce la formazione di bolle, ma che rende anche le valutazioni complessivamente più verosimili; tuttavia, non tutti i segmenti del mercato azionario presentano già valutazioni eque o interessanti.
- Alla luce del livello generale delle valutazioni e dello scenario economico, in futuro il Beta, ovvero il rendimento medio del mercato, che rappresenta una delle componenti del rendimento complessivo, dovrebbe ridursi; in previsione di una maggiore volatilità, l'attenzione dovrebbe spostarsi sempre più sull'Alpha, l'extra-rendimento derivante dall'abilità del gestore. Per generare Alpha occorrerà puntare sulla selezione di titoli o sull'asset allocation, al fine di reagire velocemente ai repentini cambiamenti nella direzione del vento.
- In generale, sembra opportuno adottare un approccio più prudente nelle decisioni di investimento.

### Azioni Europa



- La congiuntura dell'Area Euro sta perdendo slancio e non si intravede ancora il raggiungimento di un punto di svolta. Ciò trova conferma nell'andamento dell'indice dei responsabili degli acquisti (PMI), che è fortemente correlato con il PIL e continua a scendere.
- L'economia britannica attraversa da tempo una fase di rallentamento strutturale. La Brexit si conferma una fonte di costante incertezza che continuerà a pesare sull'economia nei prossimi mesi. La data di uscita dall'UE (il 29 marzo) è sempre più vicina e non possiamo ancora escludere una "hard Brexit", un'eventualità che penalizzerebbe significativamente l'economia del Paese.
- In base al P/E di Shiller depurato delle oscillazioni cicliche, le azioni europee sono tornate su livelli molto più attraenti.

### Azioni mercati emergenti



- Nel 2018 la crescita annua dell'economia reale cinese si è attestata al 6,6%, il dato più basso dal 1990. Se si osserva la recente dinamica della crescita domestica, i dati sull'attività economica appaiono eterogenei: il fatturato nominale dei rivenditori al dettaglio è leggermente migliorato, l'espansione degli investimenti procede invariata, mentre nell'ambito degli investimenti immobiliari si registra un ulteriore rallentamento.
- I mercati azionari emergenti essenzialmente risentono del rafforzamento del dollaro USA, della guerra commerciale e dei rischi specifici legati ai singoli Paesi. Anche la lenta decelerazione del momentum economico nei Paesi avanzati non aiuta. Nel breve periodo, un fattore di stabilizzazione potrebbe essere rappresentato dall'andamento della valuta statunitense.

### Azioni USA



- Gli Stati Uniti possono essere considerati il motore dell'economia mondiale, nonostante un certo rallentamento del momentum.
- Il mercato del lavoro dovrebbe continuare a sostenere i consumi privati. Tuttavia, il blocco delle attività amministrative (shutdown) seguito alle tensioni sul budget ha un impatto negativo.
- Il momentum sugli utili aziendali e il quadro congiunturale risultano più attraenti rispetto ad altre aree geografiche. L'andamento degli utili dovrebbe tuttavia aver superato il picco.

### Settori

- In fase avanzata del ciclo azionario, risulta generalmente opportuno ridurre il rischio.
- Alcuni settori e stili di investimento che hanno sovraperformato negli ultimi anni (soprattutto titoli growth e tecnologia) risultano ora vulnerabili in termini di valutazioni.
- Tuttavia, sembra prematuro adottare un posizionamento estremamente difensivo come in caso di imminente recessione.

### Azioni Giappone



- Indipendentemente dalla dinamica 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. La Bank of Japan (BoJ) potrebbe pertanto confermare la politica monetaria estremamente accomodante.
- Gli investimenti limitati delle aziende nipponiche influiscono negativamente sulle previsioni di crescita a medio termine.
- Lasciano ben sperare la solidità del mercato del lavoro e i conseguenti aumenti salariali, che dovrebbero ammortizzare il rialzo dell'IVA previsto per ottobre.

### Tema di investimento: Dividendi

- In ottica storica i dividendi offrono un contributo significativo alla performance azionaria complessiva e presentano dinamiche più stabili rispetto agli utili aziendali. Nel complesso, tale andamento contribuisce a stabilizzare un portafoglio d'investimento.
- In passato, le azioni di società che distribuiscono dividendi hanno evidenziato minori oscillazioni rispetto a quelle di società che non distribuiscono dividendi.
- Come si evince dal confronto tra rendimenti obbligazionari e dividend-yield a livello globale, i dividendi possono rappresentare un'interessante fonte di rendimento anche in periodi in cui i rendimenti obbligazionari sono molto ridotti se non addirittura negativi.

**Obbligazioni in Euro**

- A fronte dell'attuale politica monetaria e della reflazione in atto, i rendimenti dei governativi dell'Eurozona (Paesi core) dovrebbero registrare un moderato incremento. È quindi consigliabile ridurre la duration.
- Tuttavia, attualmente i mercati scontano una prosecuzione dell'attuale linea monetaria della BCE nel 2019 e si aspettano un primo inasprimento dei tassi solo nel 2020.
- Le obbligazioni governative dei Paesi periferici dovrebbero invece risentire ancora dei rischi politici. Il dibattito sul bilancio fra la Commissione Europea e l'Italia si è placato, ma solo temporaneamente.

**Obbligazioni internazionali**

- Il rialzo ciclico dei rendimenti dei titoli governativi USA dovuto alla modifica del "policy mix" (politica monetaria più restrittiva, politica fiscale più espansiva) e a valutazioni ambiziose dovrebbe proseguire.
- Anche il trend di appiattimento della curva dei rendimenti USA dovrebbe continuare.
- I mercati monetari appaiono troppo tranquilli; non scontano infatti ulteriori rialzi dei tassi da parte della Federal Reserve nel 2019.
- In Giappone i rendimenti dovrebbero mantenersi ancora modesti.

**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.
- L'asset class risente inoltre dei rischi specifici dei singoli Paesi (fra cui Turchia, Argentina e Brasile) e delle attese di una politica monetaria meno espansiva degli USA nel medio periodo.

**Obbligazioni societarie**

- Le obbligazioni investment grade e high yield sono influenzate dalla politica monetaria accomodante e da solidi dati sul credito da un lato, e da un contesto microeconomico critico e valutazioni ambiziose dall'altro.
- Le probabilità di insolvenza implicite nelle quotazioni dei titoli corporate statunitensi sono decisamente superiori alla media dei tassi di default registrati in passato. Tuttavia, in base all'analisi di due variabili (valore approssimativo dei premi „puri“ per il rischio di credito e di liquidità) le obbligazioni high yield e investment grade appaiono ancora sopravvalutate.
- I premi per il rischio di credito e i premi di liquidità "puri" (stimati in base ai tassi di default impliciti del mercato vs. quelli cumulativi storici) indicano valutazioni ancora eque per le obbligazioni societarie investment grade in euro e valutazioni ambiziose per i titoli high yield in euro.

**Valute**

- Riteniamo prevedibile un deprezzamento del dollaro USA nel medio periodo, a causa delle valutazioni elevate e delle attese di un aumento dei "deficit gemelli" (deficit di bilancio e deficit della bilancia delle partite correnti).
- Quanto alla politica monetaria, non si escludono sorprese. Al momento non si prevedono nuovi rialzi dei tassi per il 2019, ma tale previsione potrebbe rivelarsi troppo accomodante. Un'eventuale inversione di tendenza delle attese dovrebbe sostenere il 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.**