

Outlook Mensile

La prudenza non è mai troppa

Le ultime settimane non avrebbero potuto essere più positive per i mercati azionari. Da quando i mercati si sono adattati alla politica monetaria almeno temporaneamente più accomodante della Federal Reserve, è in corso un trend al rialzo. La battuta d'arresto di dicembre è ormai solo un ricordo. Le probabilità di un accordo tra USA e Cina sul fronte commerciale e la fondata speranza di evitare un nuovo shutdown nel quadro del dibattito sulla legge di bilancio, che lascerebbe numerosi dipendenti pubblici senza lavoro, hanno sostenuto la propensione al rischio. È comprensibile: si è più inclini ad investire quando l'incertezza si riduce ed aumenta la visibilità. E gli investimenti sono accolti con molto favore, soprattutto nell'attuale contesto economico, anche nelle ultime settimane caratterizzato da una certa debolezza degli indicatori congiunturali. Nel breve termine con ogni probabilità potremmo attenderci un graduale rallentamento del momentum economico, tanto più che la stagione di pubblicazione dei risultati societari è stata piuttosto mediocre e gli analisti hanno rivisto al ribasso le stime sugli utili per i prossimi 12 mesi.

La decelerazione nella crescita dell'offerta monetaria globale lascia prevedere che quest'anno la crescita congiunturale scalerà una marcia, e i primi segnali sono già evidenti. Di recente anche i dati economici USA hanno registrato un indebolimento. Non dobbiamo dimenticare che i rischi geopolitici sono ancora attuali. La Brexit sta entrando nella fase decisiva. Le elezioni europee si avvicinano e emergono maggioranze poco chiare; al tempo stesso la possibilità di un declassamento del rating dell'Italia è sempre più concreta. In aprile si terranno le elezioni



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

Il rally dei mercati azionari delle ultime settimane appare sorprendentemente forte. Tale trend è in controtendenza rispetto agli indicatori congiunturali e ai persistenti rischi politici.

22/02/19

Indici azionari		Tassi d'interesse (%)		
FTSE MIB	20.263	USA	3 mesi	2,65
Euro Stoxx 50	3.281		2 anni	2,54
S&P 500	2.793		10 anni	2,69
Nasdaq	7.528	Euroland	3 mesi	-0,31
Nikkei 225	21.528		2 anni	-0,56
Hang Seng	28.959		10 anni	0,13
KOSPI	2.231	Japan	3 mesi	0,07
Bovespa	97.886		2 anni	-0,18
			10 anni	0,04
Materie prime		Cambi		
Oil (Brent, USD/barile)	67,3	USD/EUR		1,133

Indicatore Mercati Finanziari

Fondi obbligazionari

Fondi azionari

anticipate in Spagna, la terza chiamata alle urne in quattro anni. Alla luce della grande frammentazione del panorama politico, l'esito è incerto e il rischio di un nuovo governo di minoranza instabile è elevato. Contrariamente a quanto accaduto in Italia, tuttavia, è molto probabile che la nuova coalizione sia guidata da un partito non populista.

Il rally delle ultime settimane appare sorprendentemente forte. Ma poiché tale trend contrasta con gli indicatori congiunturali, cresce il rischio di un ulteriore aumento della volatilità dei mercati.

Cordialmente,
Hans-Jörg Naumer

Focus sui mercati

Allocazione tattica, azioni e obbligazioni

- Da mesi è in atto un rallentamento del momentum sulla crescita, anche negli USA. È sempre più probabile una decelerazione dell'economia globale.
- Permangono le incertezze politiche. Le elezioni in Spagna e quelle per il Parlamento Europeo riportano il vecchio continente al centro dell'attenzione.
- Le valutazioni sono eterogenee. I titoli governativi e le azioni USA appaiono onerosi. L'azionario europeo ed emergente presentano invece valutazioni moderate.
- Le prospettive di una politica monetaria più accomodante da parte di Federal Reserve e Banca Centrale Europea sostengono le asset class rischiose.
- A fronte di questo contesto, gli investitori dovrebbero prepararsi a un aumento dei rendimenti obbligazionari nel medio periodo e a maggiori oscillazioni delle quotazioni sui mercati azionari.

Azioni Europa



- In Europa è in corso un ulteriore rallentamento della dinamica congiunturale. Le elezioni in Spagna, le ingenti spese previste dal governo italiano e le elezioni europee hanno causato un aumento dell'incertezza politica.
- Quanto alla Brexit, marzo sarà il mese cruciale. Si dovrà decidere per una "hard" Brexit, per una "soft" Brexit oppure per un rinvio dell'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea.
- Dai dati congiunturali più recenti emerge che le incertezze legate alla Brexit danneggiano l'economia britannica. Il deterioramento ha riguardato in particolare gli investimenti, come mostrano gli ultimi dati sul PIL per il 2018. Al contempo, si è registrato un incremento delle scorte e quindi delle importazioni. Un altro segnale di cautela in un contesto incerto.
- In base al P/E di Shiller depurato delle oscillazioni cicliche, le azioni europee sono tornate su livelli molto allettanti. Il dividend yield è ancora molto più elevato rispetto ad altre aree geografiche.

Azioni USA



- Nonostante una qualche recente decelerazione del momentum, gli Stati Uniti possono essere considerati il motore dell'economia mondiale. Gli effetti della riforma fiscale stanno svanendo.
- I mercati finanziari scontano maggiori probabilità di recessione negli USA nei prossimi 12 mesi e non si aspettano nuovi rialzi dei tassi da parte della Fed quest'anno.
- Negli Stati Uniti la dinamica degli utili aziendali e il quadro congiunturale risultano migliori di quelli di altre aree geografiche. L'andamento degli utili dovrebbe tuttavia aver superato il picco.

Azioni Giappone



- Gli indicatori anticipatori hanno perso terreno sia in Giappone che nel resto del mondo, un trend che probabilmente avrà effetti negativi sul momentum di fatturato e utili aziendali. Nel complesso, il mercato giapponese attualmente non presenta alcun vantaggio rispetto all'azionario globale.
- 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, soprattutto per ancorare le attese inflazionistiche in vista del prossimo aumento dell'IVA (ottobre 2019).

- Gli investimenti delle aziende giapponesi sono troppo contenuti e ciò influisce negativamente sulle previsioni di crescita a medio termine. La bilancia delle partite correnti al momento beneficia di uno yen relativamente debole.

Azioni mercati emergenti



- Nel 2018 la crescita dell'economia reale cinese si è attestata al 6,6%, il dato più basso dal 1990. In ottica strutturale, i consumi hanno contribuito per oltre il 75% alla crescita del PIL reale e gli investimenti per il 32%, mentre le esportazioni nette hanno eroso la crescita del 9% circa. Nel complesso, i recenti dati sull'attività economica, che evidenziano un rallentamento del momentum congiunturale, dovrebbero esercitare ulteriori pressioni sul governo e sulla Banca Centrale favorendo l'adozione di misure di stimolo monetario e fiscale.
- 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.
- La presunta svolta nella politica monetaria della Fed si riflette sui mercati monetari di queste aree in termini di attese di tagli dei tassi.

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 o addirittura negativi.

Obbligazioni in Euro

- A fronte dell'attuale politica monetaria e della reflazione in atto, i rendimenti dei titoli governativi dell'Eurozona (Paesi core) dovrebbero registrare un moderato incremento. Risulta quindi consigliabile ridurre la duration.
- Attualmente i mercati scontano una prosecuzione dell'attuale linea monetaria della Banca Centrale Europea 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

- I mercati monetari appaiono troppo tranquilli; non scontano infatti ulteriori rialzi dei tassi da parte della Federal Reserve nel 2019. Al contrario, noi ci aspettiamo ancora nuovi inasprimenti da parte della Fed nel corso dell'anno.
- In Giappone i rendimenti dovrebbero rimanere modesti.

Obbligazioni mercati emergenti

- I mercati obbligazionari dei Paesi emergenti sono ancora influenzati principalmente dal dollaro USA.
- Da inizio anno i flussi in entrata nell'asset class sono tornati ad aumentare, un primo passo dopo i precedenti deflussi. È probabile che tale trend sia anche legato alle attese di una distensione in ambito commerciale.
- Il momentum sulla crescita è più sostenuto e su livelli più elevati rispetto ai Paesi avanzati.
- Il contesto geopolitico potrebbe rappresentare un problema in caso di nuova escalation delle tensioni commerciali.

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

- In base ai nostri modelli di equilibrio dei tassi di cambio nel lungo periodo, molte divise, soprattutto dei Paesi emergenti, sono tuttora decisamente sottovalutate rispetto all'USD in termini fondamentali.
- Di conseguenza, il dollaro USA appare sopravvalutato. Deficit fiscale, andamento congiunturale e attese di una politica monetaria più accomodante potrebbero portare a una svalutazione quantomeno temporanea, tanto più che gli speculatori hanno ampliato le posizioni già elevate su un apprezzamento dell'USD, fatto che rappresenta spesso un indicatore contrarian.
- La sterlina resta il "termometro" 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 sottovalutato, presuppone una decisione sulla questione della Brexit.

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) 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.