

Outlook Mensile

L'ora della verità

Pur avendo diverse spiegazioni, la performance positiva registrata dai mercati finanziari da inizio anno contrasta con lo stato dell'economia mondiale. Il mese scorso i nostri indicatori proprietari hanno segnalato un nuovo calo dei dati economici e anche la crescita globale ha rallentato, attestandosi appena al di sotto del potenziale. Dopo la svolta accomodante della Federal Reserve, la curva dei rendimenti USA (3 mesi vs. 10 anni) ha evidenziato la prima inversione di questo ciclo economico. Dall'inizio degli anni '50, una curva invertita ha sempre preannunciato in modo attendibile una recessione negli Stati Uniti, aumentando l'incertezza fra gli investitori e alimentando la domanda di "beni rifugio" come obbligazioni governative tedesche, yen giapponese e oro. E' arrivata l'ora della verità per l'economia globale?

Dopo una fase di debolezza dei dati macroeconomici, le probabilità di una ripresa almeno temporanea sono sicuramente aumentate, come si evince dai dati sulle esportazioni di alcuni Paesi asiatici, che sono rappresentativi dello stato di salute dell'Asia ad alto "tasso tecnologico", e quindi anche del sentiment sugli scambi internazionali. I dati vanno comunque interpretati con prudenza alla luce del capodanno cinese. Ciononostante, potrebbero essere alla radice degli stimoli fiscali e monetari appena varati dalla Cina, che, a partire dal secondo trimestre, ci si aspetta potranno stabilizzare non solo la crescita cinese ma anche quella di tutta l'Asia, grazie all'effetto contagio.

Mentre per la guerra commerciale e la Brexit è giunta l'ora della verità, le ultime dichiarazioni e le recenti mosse delle grandi Banche Centrali come la Fed o la Banca Centrale



Stefan Scheurer
Director,
Global Capital Markets
& Thematic Research

Mentre per la guerra commerciale e la Brexit è giunta l'ora della verità, le grandi Banche Centrali cercano di ridare slancio a un ciclo economico sempre più debole cambiando la rotta della politica monetaria.

01/04/19

Indici azionari		Tassi d'interesse (%)		
FTSE MIB	21.520	USA	3 mesi	2,60
Euro Stoxx 50	3.388		2 anni	2,29
S&P 500	2.867		10 anni	2,41
Nasdaq	7.829	Euroland	3 mesi	-0,31
Nikkei 225	21.505		2 anni	-0,62
Hang Seng	29.625		10 anni	-0,07
KOSPI	2.177	Japan	3 mesi	0,07
Bovespa	96.054		2 anni	-0,17
			10 anni	-0,09
Materie prime		Cambi		
Oil (Brent, USD/barile)	68,9	USD/EUR		1,124

Europea (BCE) fanno pensare che il ciclo economico sempre più debole possa essere ravvivato tramite opportune modifiche alla politica monetaria, a costo di un'inflazione più elevata e condizioni di finanziamento meno rigide. La svolta della politica monetaria internazionale, le prospettive di indebolimento del dollaro USA, un allentamento delle tensioni commerciali e gli stimoli alla crescita cinese potrebbero sostenere ancora i mercati finanziari. Nel frattempo la percentuale di "tori" è decisamente aumentata, dal 30% circa di inizio anno all'attuale 54% netto, e l'indice di volatilità si attesta di quasi il 20% al di sotto della media storica, nonostante il considerevole aumento dell'incertezza sul futuro dell'economia.

Cordialmente,

Stefan Scheurer

Focus sui mercati

Allocazione tattica, azioni e obbligazioni

- I nostri indicatori proprietari il mese scorso hanno evidenziato una nuova decelerazione. In tale contesto anche la crescita economica mondiale ha rallentato attestandosi appena al di sotto del potenziale.
- La curva dei rendimenti USA (3 mesi vs. 10 anni) ha registrato la prima inversione di questo ciclo, dopo la svolta accomodante della Banca Centrale statunitense.
- Mentre per la guerra commerciale e la Brexit è giunta “l’ora della verità”, le grandi Banche Centrali cercano di ridare slancio a un ciclo economico sempre più debole cambiando la rotta della politica monetaria.
- La svolta della politica monetaria internazionale, le prospettive di indebolimento del dollaro USA, un allentamento delle tensioni commerciali e gli stimoli alla crescita cinese potrebbero sostenere ancora le asset class più rischiose. Gli investitori sembrano essersi posizionati in questa direzione.
- Benché l’indice di volatilità si attesti di quasi il 20% al di sotto della media storica, “l’ora della verità” potrebbe tradursi rapidamente in un aumento delle oscillazioni delle quotazioni.

Azioni Europa



- In Europa l’attività economica continua a rallentare. Lo rivela anche l’indice composito dei responsabili degli acquisti, fortemente correlato con l’andamento economico, che a marzo ha evidenziato uno scenario molto più pessimistico per il settore manifatturiero.
- A fronte dell’incertezza causata dal conflitto commerciale, il buon andamento del mercato del lavoro rappresenta un importante stabilizzatore per l’economia dell’area euro: il tasso di disoccupazione attualmente al 7,8% è infatti ormai prossimo al minimo storico del 7,3% registrato nell’ottobre 2007.
- Questo è un mese cruciale per la Brexit. L’aumento dell’incertezza politica e i timori legati alla Brexit danneggiano l’economia britannica, come evidenziato dagli ultimi dati.
- In base al P/E di Shiller depurato delle oscillazioni cicliche, le azioni europee sono tornate su livelli molto più attraenti. Il dividend yield è uno dei più elevati a livello mondiale.

Azioni USA



- Alla luce dei rischi latenti per l’economia globale e delle pressioni inflazionistiche moderate, di recente la Banca Centrale statunitense si è mostrata decisamente più attendista rispetto a possibili ulteriori incrementi dei tassi.
- Dopo la svolta accomodante della Fed a marzo, la curva dei rendimenti USA (3 mesi vs. 10 anni) ha evidenziato un’inversione per la prima volta nel corso di questo ciclo economico. Tale fenomeno ha alimentato l’incertezza fra gli investitori, poiché dai primi anni ‘50 una curva dei rendimenti invertita è stata preludio di una recessione negli Stati Uniti (i nostri modelli segnalano crescenti probabilità di recessione negli USA nei prossimi 12 mesi).
- Il mercato del lavoro si conferma solido e in grado di sostenere i consumi privati, tuttavia l’aumento del costo del lavoro potrebbe erodere gradualmente i margini aziendali. L’andamento degli utili potrebbe pertanto aver superato il picco.
- L’annunciata pausa nel processo di inasprimento dei tassi supporta il contesto positivo per le azioni, tuttavia le valutazioni dei titoli statunitensi si attestano su livelli elevati che potrebbero ridurre il potenziale di rendimento nel lungo periodo.

Azioni Giappone



- La modesta dinamica dell’economia giapponese trova riscontro non solo negli indici (provvisori) dei responsabili degli acquisti (PMI), ma anche nell’andamento della fiducia delle imprese del settore manifatturiero. In base ai PMI e al sondaggio Tankan di Reuters, a marzo entrambi i parametri sono scesi ai livelli più bassi dal 2016.
- 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 troppo contenuti delle aziende nipponiche penalizzano le previsioni di crescita a medio termine. Prima di investire nelle azioni giapponesi occorre valutare l’andamento dello yen, che potrebbe risentire del contesto geopolitico.

Azioni mercati emergenti



- In occasione del Congresso Nazionale del Partito di inizio marzo, il governo cinese ha fissato l’obiettivo di crescita per il 2019 fra il 6% e il 6,5% (2018: 6,6%), confermando le nostre previsioni di espansione moderata nei prossimi trimestri.
- Per evitare un eccessivo indebolimento dell’economia, Pechino ha adottato misure espansive sul fronte fiscale e monetario: ampi tagli alle imposte, riduzione dei contributi per la previdenza sociale, investimenti nelle infrastrutture e un maggiore accesso al credito bancario per le piccole e medie imprese.
- I mercati azionari delle aree emergenti risentono soprattutto del rafforzamento del dollaro USA, della guerra commerciale e dei rischi specifici legati ai singoli Paesi. A ciò si aggiunge la lenta decelerazione del momentum economico nei Paesi avanzati. 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, soprattutto in previsione di una diminuzione delle pressioni inflazionistiche.

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

- Gli annunci della BCE circa nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine ("TLTRO") a sostegno del settore bancario e il rinvio al prossimo anno dei rialzi dei tassi previsti per il secondo semestre, hanno alimentato la domanda di obbligazioni governative con duration più lunga.
- I Bund tedeschi beneficiano della politica monetaria accomodante, di un quadro inflazionistico ancora moderato e di costanti rischi politici, ma sono penalizzati dalla sopravvalutazione in termini fondamentali.
- Le obbligazioni governative dei Paesi periferici dell'area euro dovrebbero invece risentire ancora dei rischi politici.

Obbligazioni internazionali

- In un contesto di rallentamento della crescita ma di aumento dell'inflazione core, le dinamiche di fine ciclo sempre più evidenti sui mercati finanziari esercitano moderate pressioni rialziste sui rendimenti reali nominali.
- Tuttavia l'atteggiamento prudente e attendista di molte Banche Centrali, la persistente "financial repression" e i maggiori rischi di recessione a medio termine limitano i potenziali aumenti dei rendimenti, soprattutto nel lungo periodo.
- I rendimenti dei Treasury USA a lungo termine dovrebbero registrare movimenti laterali, alla luce dei progressi già realizzati nel ciclo di inasprimento della Fed e del rallentamento del momentum economico.
- Ci attendiamo un moderato aumento dei rendimenti delle obbligazioni governative nell'area euro (Paesi core) e rendimenti ancora bassi in Giappone.

Obbligazioni mercati emergenti

- L'andamento dei mercati obbligazionari dei Paesi emergenti dipende tuttora essenzialmente dal dollaro USA, anche se dopo il forte rialzo registrato da inizio anno tali mercati hanno evidenziato un movimento laterale.

- Da inizio anno i flussi in entrata nell'asset class sono tornati ad aumentare, soprattutto in valuta forte. È probabile che tale trend sia anche legato alle attese di una distensione fra USA e Cina sul fronte commerciale.
- Ciononostante, le previsioni per gli scambi mondiali restano deboli, tenuto conto anche di possibili criticità sul fronte geopolitico, in caso di nuova escalation delle tensioni commerciali o di un prossimo conflitto fra Stati Uniti ed Europa.

Obbligazioni societarie

- I recenti annunci della BCE hanno prolungato la ripresa dei mercati del credito malgrado il deterioramento delle previsioni economiche.
- Tuttavia 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, la differenza fra le due variabili (valore approssimativo dei premi "puri" per il rischio di credito e di liquidità) risulta per le obbligazioni high yield nettamente inferiore e per quelle investment grade prossima alle medie di lungo periodo. In base a tale analisi i titoli high yield sono ancora sopravvalutati.
- Alla luce dei premi per il rischio di credito e dei premi di liquidità "puri" (stimati in base ai tassi di default impliciti del mercato vs. quelli cumulativi storici) le valutazioni delle obbligazioni societarie investment grade in euro risultano moderatamente interessanti rispetto a quelle dei titoli governativi, mentre le valutazioni dei titoli high yield in euro sono ancora ambiziose.

Valute

- Nel quadro del rallentamento della crescita globale, il dollaro USA ha beneficiato a lungo del vantaggio in termini di tassi rispetto alle principali valute. Questa fase sembra tuttavia volgere al termine, mentre le divise dei Paesi emergenti hanno evidenziato un lieve rafforzamento.
- I rischi relativi ai singoli Paesi (come la Turchia) pesano sulle divise dei mercati emergenti, così come l'elevato indebitamento con l'estero (in dollari USA) in caso di deprezzamento. Tuttavia, 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.
- L'annuncio di nuove operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine da parte della BCE e la revisione al ribasso delle previsioni di crescita e inflazione, hanno determinato un temporaneo calo del cambio euro-dollaro ai livelli più bassi da metà 2017.
- La sterlina britannica 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 sottovalutata, 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.