Outlook Mensile

"Risveglio di primavera" per l'economia globale?

Nell'emisfero boreale la primavera è entrata nel vivo, ma, mentre la natura germoglia e fiorisce, sinora sul fronte congiunturale la situazione è stata meno rosea. Pertanto, gli investitori guardano con un giustificato scetticismo al rally delle borse da inizio 2019. Non va trascurato il fatto che tale rally sia stato alimentato dai toni accomodanti delle Banche Centrali mondiali – ovvero dalle probabilità di una svolta espansiva sul fronte monetario – e non tanto dalle dinamiche di crescita economica e utili aziendali, ormai in decelerazione nel quadro di una ripresa congiunturale in fase gyanzata.

Perché il clima sui mercati azionari nel medio periodo rimanga sereno, tuttavia, non bastano le "colombe" della politica monetaria. Ci vorrebbero quantomeno un risveglio degli indicatori congiunturali e una riduzione dell'incertezza politica.

Ma proprio all'avvicinarsi del mese di maggio i dati sembrano attestarsi in territorio più positivo:

- 1. L'economia globale "si ispira sempre più alla natura": ultimamente i principali indicatori anticipatori, tra cui gli indici dei responsabili degli acquisti globali, appaiono prossimi al punto di inversione. In Cina, la seconda economia mondiale, le misure fiscali e monetarie stanno finalmente iniziando ad avere effetto, con potenziali ricadute positive non solo in Asia ma anche sui Paesi dell'Area Euro orientati all'export. Allo stesso tempo, occorre comunque considerare il recente rincaro del petrolio che potrebbe ripercuotersi sui consumi, sinora robusti grazie alla solidità del mercato del lavoro e all'aumento dei salari.
- 2. Per quanto riguarda le **principali questioni politiche**, si riscontrano una certa distensione (conflitto commerciale sino-americano) o anche una riduzione almeno temporanea dei rischi (rinvio del termine per la Brexit al 31 ottobre 2019). Per le aziende manifatturiere dipendenti dalle esportazioni è fondamentale che i toni tra Washington e Pechino rimangano costruttivi, sia su Twitter che nelle sedi istituzionali, così da superare la fase di debolezza.

4	

Ann-Katrin Petersen Vice President, Global Economics & Strategy

All'avvicinarsi del mese di maggio, sembra che l'economia mondiale "si ispiri sempre più alla natura".

29/04/19						
Indici azionari		Tassi d'interesse (%)				
FTSE MIB	21.789	USA	3 mesi	2,58		
Euro Stoxx 50	3.491		2 anni	2,30		
S&P 500	2.943		10 anni	2,50		
Nasdaq	8.162	Euroland	3 mesi	-0,31		
Nikkei 225	22.259		2 anni	-0,59		
Hang Seng	29.699		10 anni	-0,02		
KOSPI	2.204	Japan	3 mesi	0,07		
Bovespa	96.188		2 anni	-0,15		
Materie prime			10 anni	-0,04		
Oil		Cambi				
(Brent, USD/barile)	72,0	USD/EUR		1,115		

In sintesi: una nuova accelerazione della dinamica congiunturale nel breve periodo sembra possibile, anche se la ripresa economica in atto ormai da quasi dieci anni ha probabilmente superato il picco e permangono rischi per la crescita a medio termine. I nostri modelli previsionali a medio termine sulla recessione per l'economia USA, strutturali e basati sul mercato finanziario, indicano una probabilità di recessione del 30-35% su un periodo di un anno. Per contro, in base al nostro approccio ciclico di breve periodo, nei prossimi sei mesi il rischio si attesta solo al 6%.

Quali implicazioni sulle decisioni di investimento?

- Di per sé, un temporaneo miglioramento dei dati macroeconomici non sarebbe sufficiente a mettere in discussione lo scenario fondamentale di un rallentamento di fine ciclo nella crescita economica. Ci aspettiamo tuttora un beta di mercato più moderato rispetto all'ultimo decennio, con oscillazioni più ampie. In tale scenario, l'allocazione attiva diversificata nelle diverse asset class e la selezione attiva dei titoli assumono un ruolo sempre più rilevante per gli investitori.
- I prossimi mesi potrebbero comunque rivelarsi una finestra temporale favorevole alle asset class rischiose, considerando da un lato l'atteggiamento più paziente delle autorità monetarie, il miglioramento del momentum sulla crescita e i rischi contenuti di recessione a breve, e dall'altro il posizionamento ancora prudente degli investitori.

Cordialmente,

Ann-Katrin Petersen



Focus sui mercati

Allocazione tattica, azioni e obbligazioni

- Le principali Banche Centrali appaiono più prudenti, ma non hanno abbandonato del tutto la normalizzazione della politica monetaria.
- In una fase finale del ciclo economico, risulta possibile una temporanea ri- accelerazione della crescita globale.
- Permangono i rischi politici, anche se per quanto riguarda le principali questioni si riscontrano una certa distensione (conflitto commerciale sino-americano) o una riduzione almeno temporanea dei rischi (rinvio del termine per la Brexit).
- La svolta accomodante della politica monetaria internazionale, le prospettive di un indebolimento del dollaro USA, un allentamento delle tensioni commerciali e gli stimoli alla crescita provenienti dalla Cina, potrebbero supportare ancora le asset class più rischiose.

Azioni Europa



- All'inizio del secondo trimestre 2019, la crescita dell'Eurozona ha evidenziato un nuovo peggioramento del momentum.
 Tale trend traspare anche dall'indice PMI composito, che in aprile si è indebolito per il secondo mese consecutivo. Il settore industriale, penalizzato dalle minori esportazioni, resta una fonte di preoccupazione.
- La solidità del mercato del lavoro si conferma un importante stabilizzatore per l'economica dell'area euro: la disoccupazione, al 7.8% in aprile, è ormai prossima al livello minimo del 7.3% dell'ottobre 2007.
- Alle elezioni europee (23/26 maggio) i partiti populisti ed euroscettici potrebbero conseguire il miglior risultato di sempre pur non formando un blocco unitario. I partiti tradizionali dovrebbero comunque rimanere la prima forza.
- 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 Giappone



- Dopo l'accelerazione del quarto trimestre 2018, a inizio anno l'economia nipponica ha perso slancio. L'indice dei responsabili degli acquisti (PMI) per il settore manifatturiero di aprile punta a un andamento congiunturale modesto anche nel secondo trimestre.
- 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 USA



- Negli USA, la crescita economica rimane positiva anche se il ciclo economico appare in una fase sempre più avanzata.
- 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.
- Dopo nove rialzi dei tassi dal 2015 fino all'attuale intervallo del 2.25-2.5%, la Federal Reserve USA (Fed) ha adottato un atteggiamento più "paziente" e attenderà qualche tempo prima di un nuovo inasprimento. Non si esclude inoltre che la Fed possa tollerare tassi di inflazione temporaneamente superiori al target (obiettivo di inflazione medio). È infine prevista una pausa nella normalizzazione del bilancio nel prossimo futuro e, di conseguenza, un rallentamento della riduzione della liquidità sui mercati.
- La sospensione annunciata nel ciclo di inasprimento supporta il contesto positivo per le azioni. Tuttavia, negli USA le valutazioni azionarie elevate potrebbero ridurre il potenziale di rendimento di lungo periodo.

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 congiunturale, in Cina sono state varate misure di politica economica – fiscale e monetaria – espansive: ampi tagli alle imposte, riduzione degli oneri sociali, investimenti infrastrutturali e accesso facilitato ai finanziamenti bancari per le società di piccole e medie dimensioni.
- I mercati azionari delle aree emergenti risentono soprattutto della debolezza, sinora solo modesta, 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. Un fattore di stabilizzazione potrebbe essere rappresentato innanzitutto dall'andamento della valuta statunitense.
- In base al P/E di Shiller le valutazioni dell'azionario emergente si confermano relativamente interessanti.

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 reddito anche in periodi in cui i rendimenti obbligazionari sono molto ridotti o addirittura negativi.

Obbligazioni in Euro



- Gli annunci della Banca Centrale Europea (BCE) circa nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine ("TLTRO") a sostegno del settore bancario da settembre, e il rinvio dei rialzi dei tassi previsti per il secondo semestre a dopo la fine del 2019, hanno alimentato la domanda di obbligazioni governative a lungo termine.
- I Bund tedeschi beneficiano della politica monetaria accomodante, di un quadro inflazionistico ancora moderato e dei costanti rischi politici, ma sono penalizzati dalla sopravvalutazione in termini fondamentali.
- Dopo la fine del programma di acquisto di titoli della BCE nel quadro dell'allentamento quantitativo (QE), le obbligazioni governative dei Paesi periferici dell'area euro sono vulnerabili a qualsiasi aumento dei rischi politici, in particolare con riferimento all'Italia.

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 e 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 emergenti dipende tuttora essenzialmente dal dollaro USA e dalla maggiore reattività della Fed sul fronte monetario; dopo il forte rialzo da inizio anno tuttavia 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.
- In ogni caso, 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 nuovo 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 nettamente inferiore per le obbligazioni high yield e prossima alle medie di lungo periodo per quelle investment grade. 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 neutrali 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 di un 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 loro 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.



Documento illustrativo di approfondimento che non costituisce offerta al pubblico di prodotti/servizi finanziari.