

Outlook Mensile

Combattere l'erosione del capitale

I mercati finanziari hanno attraversato settimane difficili, caratterizzate da timori e speranze circa le vicende geopolitiche (prima l'escalation del conflitto commerciale, poi i segnali di distensione al vertice dei G7), dalla continua perdita di momentum dell'economia globale e dalla vana speranza di interventi risolutivi da parte delle grandi Banche Centrali mondiali. In un contesto di ampliamento degli spread, di rinvio degli investimenti a causa delle maggiori incertezze e di crescente deterioramento del sentiment, anche fra i consumatori, la liquidità a buon mercato delle autorità monetarie da sola non può bastare.

Le iniezioni di liquidità delle Banche Centrali portano all'esuberanza, che raramente è positiva. Al momento non siamo ancora in questa fase, ma è piuttosto evidente come i mercati azionari e obbligazionari viaggino su binari diversi. La liquidità sembra distorcere i premi per il rischio. Sul fronte azionario, sembra prevalere la speranza che le Banche Centrali riusciranno a scongiurare la recessione, mentre i rendimenti delle obbligazioni governative sono scesi in territorio decisamente negativo. A livello globale oltre il 30% dei titoli governativi presenta tassi inferiori allo zero. Nell'area euro la percentuale sale al 60% e per i Bund quasi al 100%. Negli Stati Uniti la curva dei tassi è invertita, riflettendo le attese dei mercati per una recessione della prima economia mondiale nel corso del prossimo anno.

Per il momento tuttavia è ancora un'ipotesi, quindi gli sviluppi geopolitici restano il principale driver dei prossimi mesi. La regola generale è che "meno sabbia entra negli ingranaggi del commercio mondiale, meglio è"; per la congiuntura, per i mercati e per tutti noi.



Hans-Jörg Naumer
Director Global
Capital Markets &
Thematic Research

Gli sviluppi geopolitici si confermano il principale driver dei prossimi mesi. La regola generale è che "meno sabbia entra negli ingranaggi del commercio mondiale, meglio è".

30/08/19

Indici azionari		Tassi d'interesse (%)		
FTSE MIB	21.323	USA	3 mesi	2,14
Euro Stoxx 50	3.431		2 anni	1,55
S&P 500	2.926		10 anni	1,52
Nasdaq	7.963	Euroland	3 mesi	-0,43
Nikkei 225	20.620		2 anni	-0,90
Hang Seng	25.627		10 anni	-0,69
KOSPI	1.968	Japan	3 mesi	0,07
Bovespa	101.135		2 anni	-0,30
			10 anni	-0,29
Materie prime		Cambi		
Oil (Brent, USD/barile)	60,5	USD/EUR		1,104

Attraverso la fase di debolezza, i mercati azionari hanno trovato nuove fondamenta. Per lo meno il rapporto prezzo/utigli dell'S&P 500 rispetto all'indice di volatilità è diminuito. E non è un brutto segno.

In presenza di un'inflazione ancora positiva, benché contenuta, e del dilagare dei rendimenti negativi, combattere l'erosione del capitale è più difficile, ma secondo noi ne vale ancora la pena.

Hans-Jörg Naumer

Focus sui mercati

Allocazione tattica

- Nonostante il continuo indebolimento del momentum sull'economia e l'aumento dei rischi di ribasso nel medio periodo, al momento gli indicatori macroeconomici segnalano ancora probabilità trascurabili per un'imminente recessione. Tuttavia, l'escalation del conflitto commerciale fra Stati Uniti e Cina aumenta senz'ombra di dubbio la vulnerabilità dell'economia globale. In questo contesto, per il secondo semestre dell'anno prevediamo un'espansione inferiore al potenziale, anche se con rischi prevalenti per un rallentamento più pronunciato.
- La Federal Reserve statunitense (Fed) ha operato un taglio dei tassi preventivo come misura precauzionale contro la temuta recessione ("insurance rate cut"). Tuttavia quest'unico intervento non sarà probabilmente sufficiente a evitare battute d'arresto sul mercato azionario.
- La politica monetaria dovrebbe offrire ancora un certo sostegno, ma incontrerà sempre più limiti. Occorrerà mettere in conto una maggiore volatilità, alimentata tra l'altro dall'incertezza sul fronte politico.

Azioni Europa



- Nel Vecchio Continente il rallentamento della crescita è sempre più evidente.
- Nel secondo trimestre il PIL britannico è sceso dello 0,2% dopo essere salito del +0,5% nei primi tre mesi dell'anno. L'andamento altalenante della crescita si deve essenzialmente agli effetti delle attese sulle scorte nel quadro del dibattito sulla Brexit. Un'eventuale "hard Brexit" rappresenta tuttora il rischio maggiore per l'economia britannica.
- Stando ai flussi dei fondi di investimento, l'Europa è decisamente l'area geografica meno amata dagli investitori internazionali, una situazione che ha però anche un risvolto positivo, poiché l'area è talmente trascurata che si iniziano a valutare le tempistiche per una possibile riduzione del sottopeso.
- In un contesto di rendimenti estremamente bassi o negativi, i dividend yield risultano interessanti. In ogni caso, potrebbe risultare opportuna una temporanea sottoponderazione.

Azioni USA



- Negli Stati Uniti si rilevano tuttora piena occupazione e crescenti pressioni salariali. I consumi sono solidi, anche se ultimamente le vendite al dettaglio hanno mostrato una certa volatilità.
- Da un'analisi degli sviluppi complessivi nell'economia USA (in base al "NIPA", National Income and Product Accounts) risulta che gli utili societari sono invariati dal 2013, nonostante una congiuntura relativamente solida. Tale fenomeno si spiega con l'aumento del costo del lavoro in presenza di una scarsa crescita del fatturato. Recentemente però, gli utili delle società quotate hanno evidenziato un incremento significativo, che è riconducibile a "financial engineering" e "fattori straordinari". Una divergenza che richiede cautela.
- L'aumento delle valutazioni negli USA (in base al P/E di Shiller) pesa sulle prospettive a medio termine per gli utili.
- Con l'affievolirsi degli stimoli fiscali, la situazione degli utili non appare più così rosea. Il giudizio sull'azionario USA è "hold".

Azioni Giappone



- Negli ultimi tre trimestri il PIL giapponese ha registrato un incremento. La crescita annuale ha accelerato all'1,1%. L'imminente aumento dell'IVA potrebbe avere i primi effetti nel terzo trimestre e comportare un indebolimento a fine anno. Nel frattempo, crescono le attese di ulteriori stimoli fiscali.

- Nonostante la piena occupazione, il ritmo dell'inflazione al consumo resta molto contenuto. Con il tasso core attorno allo zero, la Bank of Japan (BoJ) proseguirà la sua politica espansiva.
- L'azionario nipponico mostra tuttora una correlazione negativa con lo yen, che evidenzia un andamento laterale rispetto al dollaro. La debolezza degli indicatori anticipatori dell'economia globale e nazionale pesano più che altrove, e anche il momentum su fatturato e utili si sta già indebolendo. Nel complesso, attualmente il mercato giapponese non presenta alcun vantaggio rispetto all'azionario globale.

Azioni mercati emergenti



- Il PIL cinese rallenta su base tendenziale, un'evoluzione naturale in una fase matura del ciclo. L'inasprimento della guerra dei dazi potrebbe far deragliare l'economia e rappresenta il principale rischio per il periodo 2019-2020. Il governo e la Banca Popolare Cinese (PBoC) hanno adottato ampie misure di stimolo per raggiungere l'obiettivo di crescita del 6%.
- Il segmento presenta valutazioni interessanti, ma occorre adottare un approccio selettivo tra un Paese e l'altro.

Tema di investimento: ESG

- La gestione dei patrimoni secondo i criteri ESG è sempre più diffusa. L'acronimo "ESG" sta per "Environmental, Social and Governance" e indica i principi ambientali, sociali e di governance in base ai quali si valuta la sostenibilità di un'azienda. Anche il nostro Investment Forum ha sottolineato la crescente importanza di questi criteri.
- L'integrazione dei principi ESG nel processo di analisi dei titoli può migliorare il profilo di rischio-rendimento di un investimento grazie all'individuazione dei rischi. Per fare un esempio, le normative mondiali sempre più severe sul cambiamento climatico possono influire in larga misura sul valore di una società. È quindi di importanza fondamentale agire per tempo, anche in ragione delle crescenti richieste da parte sia degli investitori istituzionali che privati.

Obbligazioni Euro



- Ci si aspetta un taglio dei tassi europei a settembre, e la BCE potrebbe inoltre ricominciare ad acquistare titoli obbligazionari. L'abbondante liquidità dovrebbe contribuire a mantenere i rendimenti su livelli bassi o negativi.

- Nonostante le crescenti attese del mercato circa un ripristino del programma di acquisto di asset della BCE, le obbligazioni governative dei Paesi periferici dell'Eurozona sono ancora esposte a un aumento dei rischi politici (soprattutto l'Italia), nel quadro di valutazioni poco interessanti.
- La politica della Bank of England (BoE) dipenderà dagli sviluppi sulla Brexit.

Obbligazioni internazionali



- I mercati obbligazionari sono influenzati dalla politica monetaria. Da inizio anno la Fed ha adottato toni fondamentalmente accomodanti. Non si possono tuttavia escludere delusioni, poiché i mercati monetari scontano ormai cinque ulteriori tagli dei tassi USA entro fine 2020.
- A fronte dell'orientamento "dovish" della Fed e dei crescenti rischi di ribasso per l'economia, i rendimenti dei Treasury USA a lunga scadenza dovrebbero rimanere stabili o evidenziare una lieve flessione. Dato il contesto, nei prossimi mesi i rendimenti governativi dell'area euro (Paesi core) e del Giappone potrebbero oscillare attorno agli attuali bassi livelli.

Obbligazioni mercati emergenti



- L'asset class dovrebbe risentire di fattori ciclici e geopolitici, senza contare gli squilibri strutturali. La politica monetaria accomodante della Fed potrà fornire qualche supporto.
- Le Banche Centrali dei Paesi emergenti sfruttano i margini di manovra per allentare maggiormente la politica monetaria, soprattutto in Asia. L'inflazione non rappresenta un problema.
- La PBoC appoggia la politica di stimolo del governo cinese.

Obbligazioni societarie



- Le obbligazioni investment grade e high yield potrebbero risentire del tipico contesto critico di fine ciclo.
- Le crescenti attese del mercato circa una ripresa del programma di acquisto titoli della BCE (anche alla luce della nomina di Christine Lagarde alla presidenza della BCE al posto di Mario Draghi) dovrebbero alimentare la domanda di obbligazioni corporate in euro.
- Ai livelli attuali i titoli high yield USA e le obbligazioni societarie investment grade appaiono moderatamente sopravvalutati in ottica fondamentale. Lo stesso vale per il debito high yield in euro, anche se i premi "puri" per il rischio di credito e di liquidità sono indice di valutazioni relativamente neutrali delle obbligazioni societarie (investment grade) in euro rispetto ai titoli governativi.

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. Il dollaro americano beneficia ancora della debolezza della crescita globale e di ingenti flussi di capitale.
- La sterlina britannica risente nettamente del sentiment sul fronte politico: più incerto è il contesto politico inglese, più la sterlina si indebolisce e viceversa. L'incertezza nell'immediato è legata all'uscita dall'Unione Europea in base all'Art. 50 al 31 ottobre 2019, ma anche relativamente al medio termine resta elevata. Il rischio di una Brexit disordinata è aumentato. Per un apprezzamento strutturale della sterlina occorrerebbero maggior chiarezza e soprattutto un accordo.
- Quanto al renminbi cinese, rispetto alla fase di debolezza del biennio 2015-16, la flessione evidenziata da inizio anno non è stata caratterizzata da un massiccio deflusso di capitali e dal calo delle riserve in valuta. Si prevede quindi che la Cina consentirà un graduale deprezzamento, evitando però forti oscillazioni.

L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe non ricevere l'importo originariamente investito. L'investimento in titoli a reddito fisso può esporre l'investitore a diverse tipologie di rischio, fra le quali ad esempio il rischio di credito, il rischio di tasso e il rischio di liquidità. Cambiamenti nello scenario economico e nelle condizioni di mercato possono influenzare tali rischi ed aver un effetto negativo sul valore dell'investimento. Il rischio di liquidità (dell'emittente) potrebbe essere all'origine di ritardi o sospensioni nel pagamento dei proventi di un investimento. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Se la valuta in cui sono espressi i rendimenti passati differisce dalla valuta del paese di residenza dell'investitore, quest'ultimo potrebbe essere penalizzato dalle fluttuazioni dei tassi di cambio fra la propria valuta e quella di denominazione dei rendimenti al momento di un'eventuale conversione. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variare senza preavviso nel tempo, sono quelle della società che lo ha redatto o delle società collegate, al momento della redazione del documento medesimo. I dati contenuti nel presente documento derivano da fonti che si presumono corrette e attendibili ma non sono state verificate da terze parti indipendenti. Per questo motivo l'accuratezza e la completezza di tali dati non sono garantite e nessuna responsabilità è assunta circa eventuali danni o perdite derivanti dall'uso delle informazioni fornite. Si applicano con prevalenza le condizioni di un'eventuale offerta o contratto che sia stato o che sarà stipulato o sottoscritto.

Il presente documento è una comunicazione di marketing emessa da Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.it, una società di gestione a responsabilità limitata di diritto tedesco, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francoforte sul Meno, iscritta al Registro Commerciale presso la Corte di Francoforte sul Meno col numero HRB 9340, autorizzata dalla BaFin (www.bafin.de). Allianz Global Investors GmbH ha stabilito una succursale in Italia, Allianz Global Investors GmbH, Succursale in Italia, via Durini 1 - 20122 Milano, soggetta alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa comunitaria. È vietata la duplicazione, pubblicazione o trasmissione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma; salvo consenso esplicito da parte di Allianz Global Investors GmbH.

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