

Outlook Mensile

"Punti di svolta?"

Negli ultimi due anni le tensioni commerciali tra Cina e USA hanno rappresentato la principale fonte di incertezza per la crescita economica mondiale. Dopo trattative lunghe e complesse, sembra tuttavia che le parti abbiano raggiunto un'intesa provvisoria per la stipulazione di un primo accordo, anche se le questioni strutturali legate alla guerra dei dazi restano comunque irrisolte. In ottica futura, questa potenziale intesa potrebbe rappresentare un punto di svolta. L'attuale impasse infatti pesa sempre più sulla fiducia di imprese e consumatori, nonché sugli investimenti aziendali. Basti pensare che il sentiment globale delle imprese è sceso al livello più basso da inizio 2016.

Dopo mesi di stallo dei negoziati sulla Brexit, anche il recente avvicinamento tra il governo britannico e l'Unione Europea (UE) potrebbe costituire un punto di svolta. Una soluzione a breve è improbabile, pertanto sui mercati prevarrà un clima di incertezza ancora per qualche tempo. Tuttavia, ora che la Camera dei Comuni ha acconsentito ad avviare la fase successiva del processo legislativo – anche se i parlamentari hanno respinto le strette tempistiche del piano di attuazione proposto dal governo – un'uscita ordinata del Regno Unito dall'UE, seppur dopo una nuova proroga, appare un'ipotesi realistica.

Le incertezze sul fronte politico influiscono comunque sull'attività economica. Secondo il Fondo Monetario Internazionale (FMI) nel 90% dei Paesi la crescita ha rallentato rispetto all'anno scorso: nel terzo trimestre 2019 si attestava al 2,9%, il livello più basso dal 2009. Gli studi della Banca Centrale USA e dell'FMI stimano un impatto negativo del conflitto commerciale sulla crescita economica globale nell'ordine di 80-110 punti base. Tale effetto penalizzante traspare anche dalla decelerazione della crescita cinese, ai minimi degli ultimi decenni, anche se la dinamica debole del commercio estero è probabilmente



Stefan Scheurer
Director,
Global Capital Markets
& Thematic Research

Accordo parziale sulla disputa commerciale e progressi nelle trattative tra UE e Regno Unito sulla Brexit: rappresentano i primi punti di svolta verso un'ulteriore riduzione dei premi per il rischio politico?

25/10/19

| Indici azionari | | Tassi d'interesse (%) | | |
|-------------------------|---------|-----------------------|---------|-------|
| FTSE MIB | 22.609 | USA | 3 mesi | 1,93 |
| Euro Stoxx 50 | 3.634 | | 2 anni | 1,61 |
| S&P 500 | 3.023 | | 10 anni | 1,77 |
| Nasdaq | 8.316 | Euroland | 3 mesi | -0,40 |
| Nikkei 225 | 22.867 | | 2 anni | -0,66 |
| Hang Seng | 26.891 | | 10 anni | -0,40 |
| KOSPI | 2.094 | Japan | 3 mesi | 0,07 |
| Bovespa | 107.364 | | 2 anni | -0,23 |
| | | | 10 anni | -0,17 |
| Materie prime | | Cambi | | |
| Oil (Brent, USD/barile) | 61,8 | USD/EUR | | 1,109 |

ascrivibile sia a fattori esterni che interni. Dati i costanti rischi geopolitici, nel secondo semestre 2019 dovremo attenderci una crescita globale inferiore al potenziale. Non siamo convinti che una politica monetaria espansiva – da gennaio oltre 40 Banche Centrali hanno abbassato i tassi di riferimento – in presenza di stimoli fiscali limitati, potrà essere sufficiente nell'attuale fase avanzata del ciclo a compensare i numerosi fattori negativi in ambito politico ed economico.

Di recente questi potenziali punti di svolta – accordo parziale nella guerra dei dazi e progressi nei negoziati sulla Brexit – hanno alimentato un certo ottimismo sui mercati finanziari internazionali. Alcune borse sono tornate su livelli prossimi ai massimi, e sui mercati obbligazionari si è assistito a prese di profitto. Per sapere se tale ottimismo sarà duraturo, sarà anche importante vedere come proseguirà la stagione di pubblicazione degli utili per il terzo trimestre. Le stime di consensus indicano una flessione degli utili del 4% circa negli USA (S&P 500), che lascia spazio a sorprese positive.

Il posizionamento sempre più attendista degli investitori e la raccolta netta positiva dei fondi obbligazionari e del mercato monetario, da inizio anno pari a quasi USD 900 miliardi a livello globale – malgrado l'ammontare di obbligazioni in circolazione con rendimento negativo superi USD 14.000 miliardi – potrebbero lasciar presagire un'ulteriore svolta. Una nuova riduzione del premio per il rischio politico nelle prossime settimane, insieme ad una politica monetaria sempre più espansiva a livello mondiale, potrebbero sostenere i mercati azionari globali.

Cordialmente,
Stefan Scheurer

Focus sui mercati

Allocazione tattica, azioni e obbligazioni

- Nonostante l'ulteriore decelerazione della crescita globale e l'aumento dei rischi di ribasso nel medio periodo, gli ultimi dati economici si sono rivelati meno deboli di quanto temuto.
- In ottica futura, il parziale accordo sulla disputa commerciale e i progressi nelle trattative tra UE e Regno Unito sulla Brexit, potrebbero rappresentare i primi punti di svolta alla base di una ulteriore riduzione dei premi per il rischio politico nelle prossime settimane.
- Tuttavia, le incertezze sul fronte politico influiscono sull'attività economica. Dato il contesto, per il secondo semestre dell'anno dovremo attenderci una crescita dell'economia globale inferiore al potenziale.
- Non siamo convinti che una politica monetaria espansiva, in presenza di stimoli fiscali limitati, potrà essere sufficiente nell'attuale fase avanzata del ciclo a compensare i numerosi fattori negativi in ambito politico ed economico.
- La politica monetaria dovrebbe offrire ancora un certo sostegno, ma avrà margini sempre più ridotti. Assisteremo con ogni probabilità ad una maggiore volatilità sui mercati, anche a causa delle incertezze ancora presenti sul fronte politico.

Azioni Europa



- Dopo la debolezza del secondo trimestre 2019, nell'Area Euro la ripresa non si è ancora materializzata, come confermato anche dall'indice dei responsabili degli acquisti per il settore manifatturiero, che lascia tuttora presagire una decelerazione. La persistente solidità del mercato del lavoro continua a rappresentare un importante fattore di stabilizzazione.
- Dopo due mesi di flessione, in agosto la produzione industriale dell'Area Euro ha evidenziato una modesta ripresa, attestandosi su base annua ad un livello comunque inferiore, pari a circa il 3%, a conferma dell'attuale debolezza economica. Di conseguenza, secondo Philip Lane, chief economist della BCE, nell'Eurozona sarà necessaria una politica monetaria accomodante ancora a lungo.
- Nel Regno Unito le vendite al dettaglio di settembre hanno confermato la complessiva solidità del settore retail da inizio anno; per contro, il mercato del lavoro perde slancio, un trend che potrebbe avere ripercussioni negative sulla propensione al consumo.
- In base al P/E di Shiller depurato delle oscillazioni cicliche, le azioni europee presentano valutazioni moderatamente interessanti. In un contesto di rendimenti estremamente bassi o negativi, i dividend yield risultano interessanti. Tuttavia potrebbe essere ancora consigliabile una temporanea sottoponderazione.

Azioni USA



- Negli USA è ancora in corso un'espansione congiunturale, anche se l'economia non potrà sfuggire a lungo al rallentamento globale, e il ciclo economico si trova in una fase sempre più avanzata. Dall'ultimo rapporto sull'economia della Banca Centrale USA, il Beige Book, emerge chiaramente che sino a inizio ottobre l'attività manifatturiera era in fase di rallentamento nella maggior parte dei distretti della Fed.
- Di conseguenza, le richieste di ulteriore allentamento della politica monetaria si fanno sempre più forti.
- 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 quindi aver superato il picco.
- Di per sé l'atteso allentamento monetario crea un contesto ancora favorevole alle azioni. Tuttavia, le elevate valutazioni azionarie del mercato USA potrebbero ridurre il potenziale di rendimento di lungo periodo. Il giudizio sull'azionario USA è "hold".

Azioni Giappone



- Le prospettive per l'economia nipponica si confermano modeste. L'indice complessivo sugli indicatori anticipatori a sorpresa è sceso a 91,7 punti, il minimo decennale.
- Da un lato il conflitto commerciale in corso tra USA e Cina pesa sulle prospettive delle esportazioni giapponesi, dall'altro l'aumento dell'IVA dall'8% al 10% (a partire dal primo ottobre) potrebbe comportare forti oscillazioni dei consumi privati. Nel frattempo, crescono le attese di ulteriori stimoli fiscali.
- Nonostante la piena occupazione, l'aumento dei prezzi al consumo si conferma modesto. Con il tasso core attorno allo zero, la Bank of Japan (BoJ) proseguirà la sua politica espansiva.
- Prima di investire nelle azioni giapponesi occorre valutare anche l'andamento dello yen, che potrebbe risentire del contesto geopolitico. Nel complesso, attualmente il mercato giapponese non presenta alcun vantaggio rispetto all'azionario globale.

Azioni mercati emergenti



- Dopo negoziati lunghi e complicati in ambito commerciale, USA e Cina si dicono ottimisti circa la firma dell'accordo parziale negoziato, anche perché gli effetti della guerra dei dazi sui dati economici sono sempre più visibili.
- Nel terzo trimestre 2019 la seconda economia mondiale ha evidenziato una crescita di appena il 6% rispetto all'anno scorso, il dato peggiore da quasi 30 anni. Di conseguenza, il governo e la People's Bank of China (PBoC) hanno varato misure espansive a sostegno dell'economia, tra cui l'approvazione per il raddoppio degli investimenti in immobilizzazioni nel budget economico nazionale.
- In linea con la svolta accomodante della Fed, diverse Banche Centrali dei Paesi emergenti hanno lanciato chiari segnali di allentamento della politica monetaria. Tutto considerato, le condizioni sui mercati finanziari delle aree emergenti dovrebbero migliorare, anche se, nonostante le valutazioni interessanti, risulta necessario effettuare delle distinzioni a livello di singolo Paese.

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.
- 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 identificare tali rischi per tempo, anche in ragione della domanda in aumento da parte sia degli investitori istituzionali che privati.

Obbligazioni in Euro

- Alla riunione di settembre la Banca Centrale Europea (BCE) ha presentato un ampio pacchetto di stimoli, che comprende non solo il taglio di 10pb del tasso di deposito, ma il rafforzamento della forward guidance e la ripresa del programma di acquisto di titoli da novembre 2019. La BCE si è inoltre detta pronta a nuovi interventi. A conferma delle sue dichiarazioni, l'autorità monetaria ha introdotto un sistema di depositi a diversi livelli per le banche, che dovrebbe attenuare gli effetti negativi sul sistema bancario.
- In un contesto caratterizzato da allentamento monetario, prospettive di inflazione ancora modeste e persistenti rischi politici, nei prossimi mesi i rendimenti dei titoli governativi tedeschi dovrebbero mantenersi su livelli prossimi agli attuali minimi, pur in presenza di valutazioni ambiziose.
- Nonostante il ripristino del programma di acquisto di asset della BCE, le obbligazioni governative dei Paesi periferici dell'Eurozona, che presentano valutazioni poco interessanti, sono ancora vulnerabili a qualsiasi aumento dei rischi politici.

Obbligazioni internazionali

- Anche se le crescenti attese di stimoli monetari e il clima di generale avversione al rischio esercitano pressioni ribassiste sui rendimenti, le valutazioni di mercato hanno raggiunto livelli molto ambiziosi.
- A fronte dell'orientamento "dovish" della Fed e dei crescenti rischi di rallentamento economico, i rendimenti dei Treasury USA a lunga scadenza per il momento dovrebbero rimanere stabili.
- Dato il contesto, nei prossimi mesi i rendimenti governativi dell'Area Euro (Paesi core) e del Giappone dovrebbero mantenersi agli attuali bassi livelli.

Obbligazioni mercati emergenti

- Nelle ultime settimane, le speranze di distensione sul fronte del conflitto commerciale e di allentamento monetario delle principali Banche Centrali dei Paesi emergenti, hanno sostenuto l'interesse per le obbligazioni emergenti, a fronte di pressioni inflazionistiche modeste.
- L'asset class dovrebbe risentire delle crescenti preoccupazioni sulla crescita e sui fattori geopolitici, senza contare gli squilibri strutturali. La politica monetaria accomodante della Fed potrà invece fornire qualche supporto.
- In Cina la PBoC sostiene la politica economica espansiva del governo, anche se Pechino non vorrà procedere a un allentamento troppo consistente per non incrementare ancora l'indebitamento già elevato all'interno del Paese.

Obbligazioni societarie

- L'asset class beneficia della politica monetaria accomodante, ma potrebbe risentire delle dinamiche sfavorevoli di fine ciclo, nonché di valutazioni onerose in diversi settori.
- Ai livelli attuali i titoli high yield USA e le obbligazioni societarie investment grade appaiono moderatamente sopravvalutati in ottica fondamentale, così come il debito 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.
- Tuttavia, per il momento il dollaro USA dovrebbe confermarsi forte, alla luce dei fattori negativi sul fronte politico ed economico nonché delle attese di un allentamento monetario sincronizzato a livello globale, in particolare contro le divise dei Paesi emergenti asiatici e in misura minore rispetto a valute di riserva internazionali e "beni rifugio" come yen giapponese e franco svizzero.
- La sterlina britannica resta il barometro 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 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.