

# Outlook Mensile

## Una timida ripresa

Nelle ultime settimane si è intravisto qualche seppur timido segnale di ripresa economica. In base a quanto segnalato da diversi importanti indicatori anticipatori, gli ostacoli alla crescita economica potrebbero gradualmente venir meno. Di recente, ad esempio, il barometro della fiducia delle imprese del Belgio, un indicatore fondamentale per l'Eurozona, ha fatto segnare un rialzo, e negli USA gli indici dei responsabili degli acquisti hanno evidenziato progressi. Nel complesso, in un'ottica di medio periodo, i rischi di recessione sono leggermente diminuiti: tuttavia, non si può ancora escludere una recessione negli USA nel corso del 2020.

Allo stesso tempo si è verificata una distensione sul fronte geopolitico, dove comunque permangono dei rischi potenziali. Basti pensare alle significative ripercussioni negative sulla crescita economica causate dal conflitto commerciale tra USA e Cina. Per quanto riguarda il processo per la Brexit, ora che l'uscita dall'UE è confermata vi è un maggiore grado di prevedibilità. Alla luce dei minori rischi geopolitici ci aspettiamo un miglioramento del sentiment in ambito industriale e un atteggiamento di minore prudenza, ad esempio per quanto riguarda gli investimenti tecnici. Simili sviluppi sarebbero positivi per l'economia.

Si attende con impazienza il risultato della revisione delle strategie di politica monetaria di Banca Centrale Europea (BCE) e Federal Reserve (Fed). Dagli anni della crisi economica, 2008-2009, il moltiplicatore del credito ha evidenziato una netta flessione sia negli USA che nell'Area Euro, e sino a ora non si è mai ripreso. Risulta evidente come la politica monetaria persistentemente accomodante non si traduca in una maggiore concessione di prestiti da parte del sistema bancario. Sembra che neppure i tassi di deposito negativi applicati dalla BCE, che penalizzano le banche, abbiano sortito qualche effetto. Anche in riferimento all'inflazione non ci sono movimenti degni di nota. I tassi core (che escludono energia e alimentari), meno soggetti a oscillazioni, dovrebbero evidenziare un ulteriore graduale



**Dr Hans-Jörg Naumer**  
Director  
Global Capital Markets  
& Thematic Research

**È importante che gli attuali segnali di ripresa proseguano e diano slancio agli utili aziendali.**

31/01/20

Indici azionari		Tassi d'interesse (%)	
FTSE MIB	23 237	<b>USA</b>	3 mesi 1,75
Euro Stoxx 50	3 641		2 anni 1,41
S&P 500	3 226		10 anni 1,55
Nasdaq	9 151	<b>Euroland</b>	3 mesi -0,40
Nikkei 225	22 972		2 anni -0,66
Hang Seng	26 313		10 anni -0,44
KOSPI	2 119	<b>Japan</b>	3 mesi 0,07
Bovespa	113 761		2 anni -0,15
<b>Materie prime</b>			10 anni -0,06
Oil		<b>Cambi</b>	
(Brent, USD/barile)	58,2	USD/EUR	1,105

rialzo data la riduzione degli output gap; in ogni caso questo non dovrebbe essere sufficiente per indurre la Fed o la BCE ad adottare politiche più restrittive.

È essenziale che gli attuali segnali di ripresa proseguano e diano slancio agli utili aziendali, poiché in alcuni importanti segmenti del mercato azionario le valutazioni sono già molto elevate e per evitare delusioni occorrono solide basi.

Cordialmente,

Hans-Jörg Naumer

## Focus sui mercati

### Allocazione tattica, azioni e obbligazioni

- Il lieve miglioramento dei dati economici insieme alla politica monetaria molto espansiva, giustificano un’allocazione neutrale alle asset class rischiose.
- Il coronavirus causa un aumento dell’incertezza. Rispetto al virus della SARS, scoppiato 17 anni fa e più pericoloso, l’impatto sull’economia globale dovrebbe essere limitato.
- In ogni caso, una sovraesposizione strategica di lungo termine alle azioni risulta opportuna solo in caso di ulteriore stabilizzazione dei segnali di ripresa economica.
- Quanto ai titoli governativi, i rendimenti modesti/negativi dovrebbero continuare a dominare la scena. Non si prevede un’inversione di tendenza per il prossimo futuro alla luce della politica monetaria prevalente, malgrado le valutazioni elevate delle obbligazioni dei Paesi avanzati.
- È fondamentale adottare uno stile di investimento attivo, sia all’interno di una stessa asset class che tra le diverse asset class, in particolare in un contesto caratterizzato da scarse prospettive di rendimento a medio termine.

### Azioni Europa



- Anche in Europa si sono visti i primi segnali di ripresa. Di recente ad esempio l’indice della fiducia delle imprese del Belgio, un importante indicatore anticipatore dell’andamento dell’economia nell’Eurozona, ha mostrato un netto miglioramento.
- Le azioni dell’Area Euro potrebbero evidenziare un andamento costantemente migliore rispetto a quelle USA solo se il momentum sugli utili fosse più favorevole. A tale proposito tuttavia si intravedono solo timidi segnali.
- Nel Regno Unito la crescita perde slancio su base tendenziale. Inoltre il Paese deve fare i conti con un elevato deficit della bilancia delle partite correnti, che potrebbe persino innescare una recessione temporanea. Tuttavia, le maggiori certezze circa la Brexit dovrebbero avere un impatto positivo sull’economia.
- La Bank of England (BoE) si trova di fronte ad un trade-off, da un lato le crescenti pressioni a livello di costi sul mercato interno, dall’altro i rischi di contrazione per l’economia. L’evoluzione della politica monetaria dipenderà dagli sviluppi sul fronte Brexit nel periodo di transizione, nonché dall’evoluzione in senso negativo o positivo del rallentamento economico a livello globale.

### Azioni USA



- L’economia USA resta in carreggiata, anche se, con ogni probabilità, in un confronto a livello globale, il momentum perderà slancio a seguito dell’esaurirsi degli stimoli fiscali.
- La solidità del mercato del lavoro continua a rappresentare un segnale positivo per il mercato azionario, malgrado il recente rallentamento dei consumi privati.
- Nei prossimi trimestri l’aumento del costo del lavoro, conseguente alla situazione nel mercato occupazionale, potrebbe pesare sui margini di profitto delle imprese.
- In base al P/E di Shiller depurato delle oscillazioni cicliche, le azioni statunitensi appaiono molto onerose rispetto alle medie storiche.

### Azioni Giappone



- Negli ultimi quattro trimestri il PIL giapponese ha sorpreso in positivo, ma i dati più recenti indicano un indebolimento del momentum.
- Nonostante la piena occupazione, l’aumento dei prezzi al consumo si conferma modesto. Con l’inflazione core prossima allo zero, la Bank of Japan (BoJ) dovrebbe confermare la politica monetaria espansiva.

- Nel complesso, il mercato giapponese non presenta attualmente alcun vantaggio rispetto all’azionario globale.

### Azioni mercati emergenti



- Il PIL cinese ha rallentato su base tendenziale, un’evoluzione naturale in una fase matura del ciclo. La distensione nel conflitto commerciale con gli USA dovrebbe rivelarsi positiva per l’economia, che potrebbe tuttavia risentire degli effetti del coronavirus.
- Inoltre, il governo e la People’s Bank of China (PBoC) hanno attuato consistenti misure di sostegno alla crescita economica e in risposta al virus.
- La svolta “dovish” della Federal Reserve dovrebbe migliorare le condizioni di finanziamento dei Paesi emergenti asiatici e potrebbe al contempo determinare un indebolimento del dollaro USA. Tale eventualità sarebbe favorevole all’azionario emergente.
- Seppur molto lentamente, si stanno delineando segnali di accelerazione della crescita economica, ad esempio in termini di aumento degli scambi.

### Tema di investimento: #FinanceForFuture – Investire per un mondo migliore

- Disruption: il termine più adatto a descrivere al meglio il presente e il futuro. Disruption: la forza della distruzione (non sempre solo creatrice) del vecchio e della creazione del nuovo.
- Disruption economica (digitalizzazione), disruption della piramide delle età (demografia), disruption ambientale e climatica, disruption della società (populismo). Tutti questi cambiamenti hanno un fattore in comune per spianare la strada verso un mondo migliore: il capitale.
- Secondo le stime della Banca Europea per gli Investimenti (BEI) nell’Unione Europea saranno necessari tra i 175 e i 270 miliardi di euro all’anno per raggiungere tre obiettivi climatici ed energetici entro il 2030, tra cui la riduzione del 40% delle emissioni di CO2 dai livelli del 1990. Pertanto occorre reperire velocemente il capitale per gli investimenti. I fondi che integrano i criteri ESG (ambientali, sociali e di governance) permettono ad esempio di investire per arginare il cambiamento climatico.

### Tema di investimento: Dividendi

- In un contesto caratterizzato da rendimenti bassi o negativi, i dividendi rappresentano un’opportunità interessante.

- In base alle nostre analisi, tra il 1974 e la fine del 2018 il contributo dei dividendi delle società europee al rendimento complessivo è stato mediamente pari al 38% (si presuppongono il reinvestimento e l'esenzione dalle imposte). Quanto alle aziende USA (in base all'MSCI North America), il dato si attesta intorno al 30%.
- In passato i dividendi hanno avuto un andamento più prevedibile rispetto agli utili societari e hanno quindi contribuito alla stabilizzazione dei proventi derivanti da portafogli di investimento azionari. Dal confronto di dividendi e utili delle società dell'S&P 500 dal 1959 emerge che gli utili societari hanno evidenziato oscillazioni molto più marcate rispetto ai dividendi. In particolare, negli ultimi 10 anni la volatilità annualizzata degli utili è stata pari al 27%, un dato decisamente superiore rispetto a quello dei dividendi, pari a circa il 3%, che senza dubbio riflette anche le crisi del passato.
- In Europa, dall'inizio del nuovo millennio l'85%-95% delle aziende ha distribuito dividendi. Negli USA, negli ultimi vent'anni la percentuale è passata dal 70% all'80%. Inoltre, in passato le quotazioni azionarie delle società che hanno distribuito dividendi hanno dimostrato di essere meno volatili rispetto a quelle di aziende concorrenti che non hanno effettuato distribuzioni.

### Obbligazioni in Euro



- In presenza di valutazioni ancora onerose, per il momento i rendimenti dei titoli governativi tedeschi dovrebbero mantenersi agli attuali livelli bassi (negativi), a fronte di inflazione e attese inflazionistiche modeste, nonché della linea ancora espansiva della BCE.
- Nonostante il sostegno offerto dalla ripresa del programma di acquisto di titoli della BCE, date le valutazioni poco interessanti, i titoli governativi dei Paesi periferici appaiono vulnerabili a un nuovo aumento dei rischi politici e al conseguente ampliamento dei differenziali di rendimento rispetto ai Bund.

### Obbligazioni internazionali



- I mercati obbligazionari presentano tuttora valutazioni estremamente elevate. Data la politica monetaria ancora accomodante, dovremo attenderci rendimenti persistentemente modesti e in vari segmenti addirittura negativi.
- Malgrado le valutazioni onerose, per il momento i rendimenti delle obbligazioni governative USA dovrebbero mantenersi su livelli bassi, alla luce della linea fondamentalmente accomodante della Federal Reserve e dell'inflazione debole.
- Dopo anni di flattening, sulla curva dei rendimenti USA sono aumentati i segnali di inversione del tratto a medio termine verso una maggiore inclinazione, con un ampliamento dei differenziali di rendimento tra i bond a breve e a lunga scadenza.

### Obbligazioni mercati emergenti



- Una nuova riduzione dei tassi da parte della Fed sembra improbabile e quindi si indebolisce un importante fattore che aveva sostenuto le obbligazioni emergenti nei mesi scorsi.
- Per contro, le pressioni sulle quotazioni restano modeste in gran parte dei Paesi emergenti. Anche se il ciclo di allentamento è in fase avanzata, le Banche Centrali nazionali sfruttano lo spazio di manovra ancora disponibile per politiche monetarie più espansive.

- Gli squilibri strutturali potrebbero penalizzare il segmento; d'altro canto, il contesto di tassi persistentemente bassi limita le alternative di investimento nei Paesi avanzati.
- La distensione tra USA e Cina sul fronte degli scambi dovrebbe avere effetti positivi.

### Obbligazioni societarie



- L'asset class beneficia della politica monetaria accomodante e delle speranze di una ripresa economica, ma potrebbe risentire delle dinamiche sfavorevoli di fine ciclo, nonché di valutazioni onerose in diversi segmenti.
- Nell'Area Euro un sostegno dovrebbe comunque giungere dal ripristino del programma di acquisto di asset della BCE.
- Le obbligazioni Investment Grade e High Yield sono tuttora penalizzate dalla difficile situazione di fine ciclo e dalle valutazioni onerose. In ogni caso, dovrebbero essere sostenute dagli acquisti della BCE e dalla costante "caccia al rendimento".

### Valute

- Nel medio periodo dovremo attenderci un indebolimento del dollaro: le valutazioni elevate e la prospettiva di un aumento dei deficit gemelli (deficit di bilancio e deficit della bilancia delle partite correnti) dovrebbero esercitare pressioni sull'USD.
- A lungo termine l'Euro dovrebbe beneficiare ancora del solido surplus delle partite correnti e della moderata sottovalutazione.
- Nel breve periodo la sterlina dovrebbe trarre vantaggio da un avvio ordinato del periodo di transizione, ma i dubbi circa il futuro modello economico della Gran Bretagna e le relazioni commerciali con il resto del mondo (in particolare con l'Unione Europea) rappresentano un rischio di ribasso nel medio termine.
- Quanto al renminbi cinese, a differenza della fase di debolezza nel periodo 2015-16, la svalutazione 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, impedendo tuttavia 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 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 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](http://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](http://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.**