

Outlook Mensile

“Litmus test”

I rialzi record registrati da numerosi mercati azionari lo scorso mese sono ora messi a dura prova: la crescente diffusione del nuovo coronavirus ha causato la correzione delle borse mondiali più significativa in oltre due anni, i rendimenti delle obbligazioni governative USA a 30 anni sono scesi a nuovi minimi e l'oro ha toccato i livelli massimi degli ultimi 7 anni.

L'unica certezza è che in questo momento gli effetti del COVID-19 sono ancora molto incerti, dipendendo dalla durata, dalla portata e dall'estensione geografica dell'epidemia. Di fatto, nelle filiere dell'Asia e nell'economia globale, la Cina ha un ruolo molto più rilevante di quando scoppiò la crisi di SARS nel 2002-2003. La quota cinese del PIL mondiale, che nel 2002 era pari all'8% circa, oggi si attesta attorno al 19%. Sussiste quindi il rischio non trascurabile che sia eccessivamente ottimista l'opinione diffusa secondo cui l'impatto economico del virus sarà solo temporaneo (come nel caso della SARS) e l'economia si riprenderà completamente nel corso dell'anno. Per non parlare delle implicazioni ancora non stimabili sulla crescita cinese e delle conseguenti ricadute negative sull'intera catena del valore in Asia e nel resto del mondo. Il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha quindi rivisto al ribasso le stime di crescita per la Cina: attualmente prevede un'espansione del 5,6% nel 2020 (contro il +6,0% stimato a gennaio), a condizione che l'economia cinese riesca a tornare alla normalità nel secondo trimestre dell'anno.



Stefan Scheurer
Director,
Global Capital Markets
& Thematic Research

Attendiamo di vedere quanto si diffonderà il coronavirus e, di conseguenza, quanto saliranno i premi per il rischio e quali saranno le ripercussioni sull'economia.

28/02/2020

Indici azionari		Tassi d'interesse (%)		
FTSE MIB	21.984	USA	3 mesi	1,46
Euro Stoxx 50	3.294		2 anni	1,11
S&P 500	2.954		10 anni	1,30
Nasdaq	8.567	Euroland	3 mesi	-0,43
Nikkei 225	21.344		2 anni	-0,74
Hang Seng	26.292		10 anni	-0,55
KOSPI	2.003	Japan	3 mesi	0,07
Bovespa	104.172		2 anni	-0,25
			10 anni	-0,11
Materie prime		Cambi		
Oil		USD/EUR		1,098
(Brent, USD/barile)	50,5			

Nel nostro scenario di base per la fase di fine ciclo prevalgono i rischi di ribasso per l'economia, nonostante la distensione sul fronte geopolitico. Inoltre, in occasione della pubblicazione dei risultati del quarto trimestre attualmente in corso, sempre più società comunicano di non poter garantire il conseguimento degli obiettivi di fatturato a causa del coronavirus e dei ritardi nella produzione ad esso collegati. Lo scoppio dell'epidemia ha quindi mitigato le attese inflazionistiche (malgrado il rincaro del petrolio di febbraio) e influenzato le attese sui tassi a breve. Dopo il taglio dei tassi della Fed, i mercati monetari scontano altri due tagli dei tassi statunitensi entro fine anno e un taglio dei tassi europei di 10 punti base.

Il vero “litmus test” sarà vedere l'ampiezza della diffusione del coronavirus e, di conseguenza, quanto saliranno i premi per il rischio sui mercati e quali saranno le ripercussioni sull'economia.

Cordialmente,
Stefan Scheurer

Focus sui mercati

Allocazione tattica, azioni e obbligazioni

- Sussiste il rischio non trascurabile che sia eccessivamente ottimista l'opinione diffusa secondo cui l'impatto economico del virus a livello mondiale sarà solo temporaneo (come nel caso della SARS) e l'economia si riprenderà completamente nel corso dell'anno.
- Nel nostro scenario di base per la fase di fine ciclo prevalgono tuttora i rischi di ribasso per l'economia.
- Attendiamo di vedere quanto si diffonderà il coronavirus e, di conseguenza, quanto saliranno i premi per il rischio e quali saranno le ripercussioni sull'economia.
- Si consiglia una maggiore prudenza sui mercati azionari, non da ultimo alla luce dell'incertezza legata al coronavirus.
- È fondamentale adottare uno stile d'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

- La crescita a fine 2019 è risultata inferiore alle attese. In base alle stime flash di Eurostat, nel quarto trimestre 2019 il PIL europeo è salito di appena lo 0,1% rispetto al trimestre precedente.
- Le azioni dell'area euro potrebbero evidenziare un andamento costantemente migliore rispetto a quelle USA solo in presenza di una dinamica degli utili più favorevole. Recentemente, mentre i margini USA sono diminuiti, quelli europei si sono stabilizzati.
- Nel Regno Unito la crescita perde slancio su base tendenziale, anche se dopo le elezioni di dicembre gli indicatori di sentiment sono migliorati. In ogni caso, 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 della Brexit nel periodo di transizione e dall'eventuale conferma della debolezza a livello globale.

Azioni USA

- Sebbene l'economia USA sia tuttora solida (si stima una crescita annua del 2,1%), l'attività presenta un graduale rallentamento sulla scia della decelerazione globale. Il mese scorso i dati macroeconomici sono complessivamente peggiorati.
- La solidità del mercato del lavoro e dei consumi privati continuano a sostenere il mercato azionario, anche se nei prossimi trimestri la crescita salariale potrebbe pesare sui margini aziendali.
- I membri del FOMC della Federal Reserve sostengono che l'economia statunitense potrebbe continuare a performare positivamente. In ogni caso, data l'incertezza sugli effetti del coronavirus, i mercati monetari scontano ulteriori interventi sui tassi entro fine 2020.
- In base al P/E di Shiller depurato delle oscillazioni cicliche, le azioni statunitensi appaiono molto onerose rispetto alle medie storiche.

Azioni Giappone

- In base alle stime preliminari, nell'ultimo trimestre 2019 l'economia nipponica è arretrata di oltre il 6% su base annua, registrando la peggior flessione dal secondo trimestre 2014. Tale risultato è ascrivibile principalmente all'aumento dell'IVA dall'8% al 10% entrato in vigore a ottobre 2019, che ha frenato i consumi privati. La maggiore imposizione e gli effetti negativi del nuovo coronavirus potrebbero compromettere anche la crescita dei primi sei mesi del 2020.
- Nonostante la piena occupazione, l'aumento dei prezzi al consumo si conferma decisamente modesto. Con l'inflazione core prossima allo zero, la Bank of Japan (BoJ) dovrebbe confermare la politica monetaria espansiva.
- Nel complesso, al momento il mercato giapponese non presenta alcuna attrattiva rispetto all'azionario globale.

Azioni mercati emergenti

- I mercati emergenti dovranno affrontare numerose sfide: dall'incertezza legata agli scambi globali all'indebolimento del ciclo delle materie prime. Il rallentamento economico globale potrebbe ridurre la domanda di petrolio, la cui crescita continua a dipendere soprattutto dai Paesi emergenti.
- Lo scoppio dell'epidemia ha determinato un aumento dei rischi per l'economia mondiale e potrebbe seriamente compromettere le catene di produzione globale. Per non parlare delle implicazioni ancora non stimabili sulla crescita cinese e delle conseguenti ricadute negative sull'Asia e sul resto del mondo.
- Le autorità cinesi cercano pertanto di mitigare l'impatto economico negativo tramite iniezioni di liquidità, interventi fiscali e sostegno finanziario alle aziende.
- Si prevede un ulteriore allentamento monetario e fiscale non solo in Cina, ma anche in altri Paesi, soprattutto nell'Asia emergente. Tali misure dovrebbero contenere gli effetti negativi del COVID-19, oltre a migliorare le condizioni dei mercati finanziari dei Paesi asiatici emergenti.

Tema d'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 dell'economia (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 i principali obiettivi climatici ed energetici entro il 2030, tra cui la riduzione delle emissioni di CO₂ del 40% rispetto ai livelli del 1990. Occorre pertanto reperire velocemente il capitale per gli opportuni investimenti. I fondi che integrano i criteri ESG (ambientali, sociali e di governance) permettono ad esempio di investire per arginare il cambiamento climatico.

Tema d'investimento: Dividendi

- Nei periodi caratterizzati da rendimenti bassi o negativi, i dividendi possono rappresentare un'opportunità interessante.
- In base alle nostre analisi, tra il 1974 e il 2018 il contributo dei dividendi distribuiti dalle società europee al rendimento complessivo (presupponendo reinvestimento ed esenzione dalle imposte) è stato in media pari al 38%. Per le 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 d'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 ampie rispetto ai dividendi. In particolare, negli ultimi 10 anni la volatilità annualizzata degli utili è stata pari al 27%, un dato molto più elevato rispetto a quello dei dividendi, pari a circa 3% p.a., che senza dubbio riflette anche le crisi del passato.
- Dall'inizio del nuovo millennio, l'85-95% delle società europee 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 sono state meno volatili rispetto a quelle di aziende concorrenti che non hanno effettuato distribuzioni.

Obbligazioni in Euro



- La diffusione del coronavirus ha comportato una riduzione delle aspettative sulle prossime mosse della BCE relativamente ai tassi. Alla luce della revisione strategica in atto e del possibile nuovo corso sia dell'istituto che dei suoi obiettivi di inflazione, l'asticella per un ulteriore allentamento è in ogni caso relativamente elevata.
- In presenza di valutazioni ancora onerose, per il momento i Bund tedeschi dovrebbero continuare a offrire rendimenti 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, le obbligazioni governative dei Paesi periferici (tra cui l'Italia) appaiono vulnerabili a un nuovo incremento dei rischi politici e ai rischi legati all'attuale emergenza sanitaria, nonché al conseguente ampliamento dei differenziali di rendimento rispetto ai Bund.

Obbligazioni internazionali



- I mercati obbligazionari presentano tuttora valutazioni estremamente elevate. In presenza di una politica monetaria ancora accomodante, dovremo attenderci rendimenti persistentemente modesti, se non negativi, in diversi segmenti (a livello mondiale obbligazioni per 13.400 miliardi di USD, il 25% di quelle in circolazione, presentano rendimenti nominali negativi).
- Malgrado le valutazioni onerose, i rendimenti delle obbligazioni governative USA dovrebbero mantenersi su livelli bassi, alla luce della linea fondamentalmente accomodante della Federal Reserve.
- Dopo anni di flattening, negli ultimi mesi sulla curva dei rendimenti USA sono aumentati i segnali di ampliamento dei differenziali tra i bond a breve e quelli a lunga scadenza.

Obbligazioni mercati emergenti



- Se da un lato la distensione fra USA e Cina in ambito commerciale dovrebbe favorire l'asset class, dall'altro il clima risente della diffusione del coronavirus e delle drastiche misure adottate dal governo cinese per contenere l'epidemia.
- Il mercato sconta ulteriori tagli dei tassi USA entro fine anno, mentre le autorità cinesi cercano di mitigare l'impatto economico tramite iniezioni di liquidità, stimoli fiscali e sostegno finanziario alle aziende. Tali misure dovrebbero favorire il debito emergente.
- Le banche centrali nazionali potrebbero utilizzare il margine di manovra a loro disposizione per allentare ulteriormente la politica monetaria. Tuttavia nel medio periodo sussistono ancora numerosi fattori strutturali e politici negativi.

Obbligazioni societarie



- Lo scoppio dell'epidemia di coronavirus ha intaccato pesantemente il sentiment sui mercati dei corporate bond, soprattutto alla luce dei possibili danni economici per le aziende.
- Tuttavia tali mercati si sono rivelati sorprendentemente resilienti di fronte alla maggiore avversione al rischio. Gli spread delle obbligazioni societarie di categoria investment grade hanno registrato un ampliamento irrilevante (rispetto a quelle high yield).
- L'asset class beneficia della politica monetaria accomodante e ottimista l'opinione diffusa secondo cui l'impatto economico del virus a livello mondiale sarà solo temporaneo (come nel caso della SARS) e l'economia si riprenderà completamente nel corso dell'anno. Tale rischio penalizza le divise dei Paesi emergenti, soprattutto quelle asiatiche.

Valute

- Nell'attuale contesto di incertezza a livello economico e sui mercati, il dollaro USA dovrebbe confermare la propria solidità. Nel medio periodo tuttavia la valuta americana potrebbe registrare una flessione a causa delle valutazioni elevate e delle attese di un aumento dei "deficit gemelli".
- La sterlina potrebbe beneficiare, nell'immediato, di un avvio ordinato della fase di transizione verso la Brexit. Tuttavia l'incertezza sul futuro modello economico della Gran Bretagna e sulle relazioni commerciali con il resto del mondo (soprattutto con l'Europa), rappresenta un rischio di ribasso a medio termine.
- Sussiste il rischio non trascurabile che sia eccessivamente ottimista l'opinione diffusa secondo cui l'impatto economico del virus a livello mondiale sarà solo temporaneo (come nel caso della SARS) e l'economia si riprenderà completamente nel corso dell'anno. Tale rischio penalizza le divise dei Paesi emergenti, soprattutto quelle asiatiche.
- Benché la Cina stia moltiplicando gli sforzi per sostenere l'economia tramite politiche fiscali e monetarie proattive, si prevede un deprezzamento del renminbi alla luce della solidità del dollaro USA e dei maggiori timori per la crescita.

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.