

Outlook Mensile

La Financial Repression entra in una nuova fase

Sono passati diversi anni da quando si è parlato per la prima volta di Financial Repression. Vale a dire di quella fase in cui i creditori sono disposti ad investire in titoli governativi con rendimenti bassi/negativi, contribuendo in misura consistente a ridurre la montagna di debiti dello Stato. La pandemia di coronavirus ha dato il via ad una nuova fase di Financial Repression, determinata dall'attuale politica fiscale e monetaria di governi e banche centrali. Oltre il 70% dei titoli governativi a livello globale ha un rendimento pari o inferiore all'1% e quasi il 30% presenta rendimenti negativi.

I costi di rifinanziamento medi del debito sovrano sono scesi ulteriormente dalla crisi dei mercati finanziari (2008) e del debito nell'Eurozona, e difficilmente potrebbero essere più vantaggiosi sotto il profilo fiscale. Ciò significa che nel corso del tempo la montagna di debito si riduce da sola – per lo meno se il tasso di indebitamento resta sotto controllo e non si creano deficit fiscali permanenti. Basta che il tasso di rifinanziamento rimanga al di sotto del tasso di crescita. Inoltre, in numerosi Stati dell'Eurozona e nel Regno Unito sarà possibile annullare parte dei debiti esistenti assumendone di nuovi. Questa pratica, ancora relativamente nuova in Europa, è in uso già da anni in Giappone.

La **ricerca di reddito da capitale** prosegue e tale trend dovrebbe spiegare perché in maggio i mercati hanno evidenziato la ripresa più rapida di sempre dopo il crollo



Hans-Jörg Naumer
Director, Global Capital
Markets & Thematic
Research

In numerosi Stati dell'Eurozona, in Giappone e nel Regno Unito, per effetto dei tassi negativi parte dei vecchi debiti potrà essere annullata assumendone di nuovi.

28/08/2020

Indici azionari		Tassi d'interesse (%)		
FTSE MIB	19.841	USA	3 mesi	0,25
Euro Stoxx 50	3.335		2 anni	0,17
S&P 500	3.508		10 anni	0,73
Nasdaq	11.696	Euroland	3 mesi	-0,48
Nikkei 225	23.140		2 anni	-0,64
Hang Seng	25.422		10 anni	-0,44
KOSPI	2.354	Japan	3 mesi	0,07
Bovespa	102.143		2 anni	-0,12
			10 anni	0,04
Materie prime		Cambi		
Oil (Brent, USD/barile)	45,1		USD/EUR	1,192

innescato dalla pandemia. Nel tentativo di stabilizzare i mercati finanziari le banche centrali hanno non solo consolidato il contesto di tassi modesti/negativi, ma anche varato una serie di misure che nelle speranze degli investitori dovrebbero fungere da protezione contro eventuali ribassi.

La propensione al rischio è sostenuta dai dati congiunturali degli ultimi mesi e settimane, da cui emerge che la recessione globale è acqua passata. Non manca tuttavia un certo scetticismo circa il ritorno alle dinamiche di crescita pre-pandemia. Alcuni dati di tipo alternativo, estremamente reattivi agli sviluppi congiunturali, come quelli sulla mobilità di Google o sulle prenotazioni online di tavoli al ristorante, mostrano un indebolimento del momentum economico.

La liquidità dovrebbe offrire un sostegno, ma non possiamo escludere nuove impennate della volatilità a seconda dell'evoluzione della pandemia e in caso di delusioni sul fronte economico.

Cordialmente,

Hans-Jörg Naumer

Focus sui mercati

Allocazione tattica, azioni e obbligazioni

- In seguito alla pandemia di coronavirus l'economia mondiale è caduta in una profonda recessione, da cui tuttavia sembra stia gradualmente uscendo. Un'ulteriore ripresa congiunturale resta comunque fortemente dipendente dall'andamento dell'emergenza sanitaria.
- Le speranze di una rapida ripresa economica a V, sulla scia degli ampi pacchetti di stimoli fiscali e delle iniezioni di liquidità delle banche centrali, hanno comportato un veloce rimbalzo dei mercati azionari, un evento unico nel dopoguerra. È probabile che anche la mancanza di altre opportunità di investimento abbia contribuito alla propensione al rischio, considerando che i rendimenti obbligazionari oscillano su livelli molto bassi o addirittura negativi.
- Tale contesto e la volontà delle banche centrali di attuare politiche ancora più espansive qualora necessario, dovrebbero continuare a favorire i segmenti più rischiosi, tra cui le azioni.
- Non si escludono delusioni legate alle dinamiche congiunturali e all'evoluzione della pandemia.
- Sembra inoltre che le presidenziali USA, previste per novembre, non abbiano ancora catalizzato l'attenzione dei mercati. L'eventuale aumento delle tasse sulle società, come proposto dal candidato Joe Biden, comporterebbe una corrispondente erosione degli utili.

Azioni

- La peggiore recessione economica di sempre viene contrastata con stimoli monetari e fiscali senza precedenti, con il conseguente rischio di inflazione dei prezzi degli asset.
- Le valutazioni sui mercati azionari appaiono molto eterogenee. Negli USA si attestano ai massimi e sono vulnerabili a possibili sorprese negative.
- Il rapporto tra revisioni al ribasso e al rialzo da parte degli analisti è migliorato. Sempre più spesso le stime di utili societari per i prossimi trimestri vengono aggiornate in positivo. Il rapporto tra le revisioni al rialzo e quelle al ribasso appare particolarmente favorevole negli USA e nei Paesi emergenti. Anche per le aziende europee la situazione è decisamente più rosea.
- Dopo il forte rally, il potenziale di rialzo per il momento appare limitato. Allo stesso tempo, il persistente scetticismo degli investitori circa la sostenibilità della ripresa congiunturale dovrebbe tuttavia arginare il rischio di delusioni.

Obbligazioni

- I rendimenti delle obbligazioni governative dovrebbero rimanere su livelli molto contenuti/negativi a causa del consolidamento del contesto di tassi bassi/inferiori allo zero e dei programmi di acquisto di asset delle banche centrali. La Financial Repression entra in una nuova fase.
- Anche con riguardo all'inflazione, le probabilità di un aumento dei rendimenti appaiono scarse. Malgrado i rincari innescati dagli sconvolgimenti delle filiere e da una politica monetaria estremamente accomodante, nei mesi a venire l'andamento dei prezzi sarà influenzato dagli effetti disinflazionistici della crisi da COVID e dalle ripercussioni della riduzione dei prezzi dell'energia.
- In presenza di un aumento dei rendimenti a lungo termine (p.e. per via di maggiori rischi in ambito fiscale) eccessivo e non giustificato dai progressi nelle prospettive economiche/inflazionistiche, dovremo attenderci interventi ancora più estesi da parte delle banche centrali.
- Anche le obbligazioni societarie dovrebbero beneficiare della domanda delle banche centrali, malgrado siano esposte a un contesto recessivo, all'aumento dei tassi di default e a un maggiore indebitamento.

Valute

- Gli investitori hanno costituito posizioni nette corte sul dollaro USA. Dopo l'inversione positiva dei mercati finanziari in primavera, la valuta statunitense si è svalutata. Tale andamento è ascrivibile essenzialmente alla minor avversione al rischio degli operatori di mercato che ha penalizzato l'USD, caratterizzato dallo status di bene rifugio. Inoltre il dollaro presentava ancora valutazioni piuttosto elevate rispetto a diverse valute.
- Altri fattori penalizzanti per l'USD potrebbero essere una ripresa del conflitto commerciale con la Cina, le difficoltà di contenimento del coronavirus negli Stati Uniti e la crescente incertezza politica in vista delle elezioni presidenziali.
- Al contempo, l'approvazione del Recovery Fund dell'UE ha reso più interessanti l'euro e le altre divise europee. Anche diverse valute tradizionalmente legate alle materie prime hanno evidenziato una ripresa. Tale trend dovrebbe proseguire finché sui mercati prevarrà un clima positivo.

Materie prime

- Una volta superati i minimi congiunturali di marzo/aprile 2020, la domanda di materie prime si è rafforzata.
- Di norma la svalutazione della valuta statunitense sostiene i prezzi delle commodity, che essendo scambiate in dollari USA dovrebbero raggiungere prezzi più elevati in USD.
- Il prezzo del petrolio non è riuscito a stare al passo con i rincari registrati da alcuni metalli industriali. Permane un eccesso di offerta malgrado i tagli alla produzione da parte dell'OPEC+.
- I bassi prezzi del greggio stanno diventando un problema per i grandi esportatori di petrolio e alcuni Paesi sono più vulnerabili di altri. Ai Paesi OPEC occorrerebbe in media un prezzo del petrolio pari a \$90 per garantire l'equilibrio dei bilanci statali.
- Ultimamente, nonostante la diffusione di un certo ottimismo, si è registrata una solida domanda di metalli preziosi, in particolare di oro. Tale fenomeno si deve ai tassi (reali) bassi, al netto aumento dell'indebitamento statale e alla crescita dell'occupazione in un contesto di tassi di inflazione in rialzo. Non dimentichiamo che l'oro ha un valore intrinseco esiguo e non produce reddito. Occorre sempre trovare qualcuno disposto a pagare un prezzo superiore.

Tema di investimento: Investire in un mondo migliore

- Secondo i calcoli del Global Footprint Network, il 22 agosto cadeva l'Earth Overshoot Day. Tale data indica quando è stata utilizzata una biocapacità superiore a quella che la Terra è in grado di mettere a disposizione in un determinato anno. In sintesi, viviamo al di sopra delle nostre possibilità.
- Secondo le stime della Banca Europea per gli Investimenti (BEI), nell'Unione Europea saranno necessari tra i 175 e i 270 miliardi di euro p.a. per raggiungere tre obiettivi climatici ed energetici entro il 2030, vale a dire la riduzione del 40% delle emissioni di CO2 rispetto ai livelli del 1990, un risparmio di energia pari a un terzo del consumo attuale a parità di condizioni e la copertura di almeno il 32% del fabbisogno energetico tramite energia da fonti rinnovabili.
- Raggiungere un simile volume di investimenti non sembra impossibile. Basti pensare che nel complesso i 2.372 firmatari (dati all'estate 2019) dei PRI (Principi di investimento sostenibile) hanno destinato 83 miliardi di dollari. Tutti si sono impegnati a tener conto dei criteri ESG nelle proprie decisioni di investimento. L'acronimo ESG sta per Environmental (ambientale), Social (sociale) e Governance.
- Si assiste ad una sempre maggiore integrazione dei criteri ESG nei fondi. Pertanto, investitori con disponibilità differenti hanno la possibilità di effettuare investimenti sostenibili. Ecco che cosa si intende per #FinanceForFuture.

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. 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. 1202371

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