

# Outlook Mensile

## I soldi (da soli) non fanno la felicità

È iniziata la quarta ondata. In tutto il mondo i contagi da Coronavirus sono tornati ad aumentare in maniera significativa e, nello specifico, possiamo osservare tre interessanti sviluppi. In primo luogo, vi è una netta disparità tra il numero dei contagi e quello dei decessi. In secondo luogo, nei Paesi con i tassi di vaccinazione più elevati l'incidenza è minore. In terzo luogo, i dati sulla mobilità raccolti da Google indicano delle differenze tra le varie aree geografiche. Anche se la mobilità è in diminuzione, come conseguenza di un ritorno al lavoro da remoto, la situazione non è paragonabile allo stesso periodo dell'anno scorso, ancora caratterizzato da numerosi lockdown. Quindi, nonostante sia prevedibile che la pandemia peserà ancora sull'economia, le ripercussioni dovrebbero essere più contenute. Tutto ciò assume un'importanza ancora maggiore se si considera che il picco della crescita è stato superato in un numero crescente di aree geografiche, dove ora la ripresa prosegue a ritmo più moderato. Al momento, tuttavia, non è ancora possibile prevedere l'andamento della nuova variante del Covid.

Al contempo, il tema dell'inflazione acquisisce sempre più rilevanza a livello globale, non solo in ambito obbligazionario. Dalle attese sull'inflazione, sia quelle scontate dalle obbligazioni indicizzate all'inflazione che quelle basate sui sondaggi, emerge chiaramente che gli operatori di mercato si stanno preparando a tassi di inflazione in rialzo, anche su un orizzonte pluriennale. Non dovremmo essere in presenza di un fenomeno transitorio. Negli USA gli affitti sono già in aumento. E chi ci dice che la persistente capacità inutilizzata sul mercato del lavoro USA manterrà bassi i salari? Sempre più spesso le società devono fare i conti con incrementi delle retribuzioni. Al contempo, in molti settori le aziende beneficiano di un elevato potere di fissare i prezzi. Pertanto, hanno facoltà di trasferire i crescenti costi di produzione sui consumatori e quindi mantenere stabili i margini di profitto. Anche il network delle banche centrali – che sostiene la transizione alla finanza "green" ("Network for Greening the Financial System") – si prepara a un incremento dell'inflazione dei prossimi anni in presenza di iniziative volte ad azzerare le emissioni di CO2 entro il 2050. Non siamo alle prese con un fenomeno transitorio.



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

**Se da un lato la situazione congiunturale e la liquidità in cerca di rendimento dovrebbero sostenere ancora i mercati azionari, dall'altro la pandemia e una svolta a sorpresa delle banche centrali titubanti continuano a rappresentare delle sfide per le asset class più rischiose.**

26/11/2021

Indici azionari		Tassi d'interesse (%)		
FTSE MIB	25.853	<b>USA</b>	3 mesi	0,18
Euro Stoxx 50	4.090		2 anni	0,57
S&P 500	4.595		10 anni	1,63
Nasdaq	15.492	<b>Eurolandia</b>	3 mesi	-0,58
Nikkei 225	28.284		2 anni	-0,78
Hang Seng	24.081		10 anni	-0,25
KOSPI	2.936	<b>Giappone</b>	3 mesi	0,06
Bovespa	102.224		2 anni	-0,13
			10 anni	0,09
<b>Materie prime</b>		<b>Cambi</b>		
Petrolio		USD/EUR		1,129
(Brent, USD/barile)	72,9			

Resta da vedere come reagiranno le autorità monetarie d'ora in avanti. Anche le banche centrali sono consapevoli che le loro iniezioni di liquidità non fanno (solo) la felicità. Occorre considerare gli effetti collaterali sulla stabilità dei prezzi. Su tale fronte le politiche delle principali autorità monetarie globali appaiono divergenti. Alcuni istituti, soprattutto nei Paesi emergenti, hanno già avviato l'inasprimento dei tassi, altri (come la Bank of England) procedono con maggiore cautela, e non mancano le banche centrali del tutto restie. Citiamo ad esempio la Banca Centrale Europea (BCE), la Banca Nazionale Svizzera e la Riksbank svedese. In controtendenza la Fed USA, che all'ultima riunione ha annunciato il ridimensionamento (tapering) del programma di acquisto di asset. La BCE dovrebbe terminare il Programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP) il prossimo anno, ma proseguendo l'attività sul mercato obbligazionario e ribadendo che i tassi nel prossimo futuro rimarranno bassi.

Sui mercati finanziari la fine dell'anno si avvicina lentamente ma inesorabilmente. In passato, in questo periodo le azioni hanno beneficiato di effetti stagionali positivi. E se da un lato la situazione congiunturale e la liquidità in cerca di rendimento dovrebbero sostenere ancora i mercati azionari, dall'altro la pandemia – nello specifico la nuova variante del virus – e una svolta a sorpresa delle banche centrali titubanti, continuano a rappresentare delle sfide per le asset class più rischiose.

Cordialmente,

Hans-Jörg Naumer

## Focus sui mercati

### Allocazione tattica: azioni e obbligazioni

- Siamo tuttora in presenza di stimoli monetari e fiscali senza precedenti, che con ogni probabilità verranno rimossi solo in una fase relativamente più avanzata del ciclo economico.
- In riferimento all'economia mondiale, il picco in termini di dinamica di crescita, potenziale di sorprese positive e revisioni al rialzo degli utili è stato superato, e ora la ripresa procede a un ritmo meno sostenuto.
- Di recente le economie di USA e Cina hanno ripreso slancio. In Europa il nuovo aumento dei casi di infezione comporta rischi di ribasso nel breve termine.
- La forte crescita degli utili societari rende i mercati più resilienti a potenziali riduzioni degli stimoli monetari.
- A livello globale i gestori continuano ad investire in azioni. Nel complesso il posizionamento sembra essere diventato più "bullish".
- In tale contesto risulta opportuna una maggiore cautela, monitorando l'evoluzione della nuova variante del virus.

### Azioni

- L'ultima stagione di pubblicazione dei risultati societari ha offerto ulteriore sostegno all'asset class azionaria. A titolo esemplificativo, nel terzo trimestre la crescita degli utili delle aziende USA è stata superiore alle attese.
- In una fase caratterizzata da valutazioni elevate, in particolare nel caso dei titoli USA e dei titoli tecnologici, l'aumento degli utili assume particolare rilevanza.
- L'Eurozona ha la possibilità di recuperare terreno date la situazione economica, le valutazioni e la significativa presenza di titoli value (che appaiono convenienti). L'ondata di variante Delta rappresenta un potenziale fattore negativo a breve termine.
- Quanto alla strategia settoriale, si privilegia un approccio bilanciato.
- Nei Paesi emergenti il quadro è eterogeneo. L'Europa orientale dovrebbe beneficiare del potenziale di ripresa dell'UE.
- I fattori ESG (ambientali, sociali e di governance) – criteri per la valutazione della sostenibilità dell'investimento – con ogni probabilità rivestiranno un ruolo dominante nel prossimo ciclo azionario.

### Obbligazioni

- Malgrado la netta ripresa dell'economia mondiale dalla più grave recessione del secondo dopoguerra, sinora le grandi banche centrali hanno mantenuto la loro linea ultra-accomodante allo scopo di favorire una crescita economica superiore al potenziale e una chiusura più rapida degli output gap negativi.
- In prospettiva, i timori circa le conseguenze della futura normalizzazione della politica monetaria e la reflazione più consistente del previsto a livello globale dovrebbero esercitare pressioni rialziste sempre più forti sui rendimenti delle obbligazioni dei Paesi del G4.
- Dato l'attuale contesto monetario e di inflazione, nei mesi a venire dovremo aspettarci un aumento dei rendimenti dei bond a lunga scadenza dei Paesi del G4 (a partire dagli USA) e rendimenti moderatamente più elevati nel tratto a breve delle curve di Stati Uniti e Regno Unito.
- Alla luce della prosecuzione degli acquisti di asset della BCE, i differenziali di rendimento dei titoli governativi dei Paesi periferici dell'Eurozona dovrebbero evidenziare un andamento prevalentemente laterale.

### Valute

- Gli investitori hanno assunto nuovamente un posizionamento "long" dollaro USA e "short" Yen.
- La crescente divergenza tra le politiche delle autorità monetarie e le attese sui tassi sostiene ancora il dollaro USA. In ogni caso, in base ai nostri modelli di valutazione, l'USD appare sopravvalutato rispetto a gran parte delle divise dei Paesi avanzati ed emergenti.
- In un'ottica di medio periodo permangono alcuni fattori penalizzanti per il biglietto verde. Oltre alle valutazioni alte, gli USA presentano tuttora dei "deficit gemelli". Il disavanzo di bilancio si manterrà elevato a causa del prossimo incremento degli stimoli fiscali e il deficit della bilancia delle partite correnti appare già considerevole.

### Materie prime

- In ottica storica le materie prime si sono dimostrate la copertura migliore contro un'inflazione elevata, seguite dalle azioni.
- Le limitazioni ai viaggi, la chiusura dei confini e le interruzioni dell'attività economica per via del Covid frenano tuttora la domanda di petrolio. Dati il ciclo delle scorte negli USA nel quadro della ripresa post Covid19 e il confronto in atto sull'Iran, il prezzo del petrolio appare molto stabile e superiore al livello pre-pandemia.
- Malgrado il raffreddamento della crescita in Cina la domanda di metalli industriali come il rame è tuttora robusta, anche se di recente il prezzo del rame ha mostrato un andamento laterale. Per il momento anche l'oro evidenzia un trend laterale.

**Tema di investimento: Investire in un contesto di tassi bassi**

- In molte parti del mondo dominano tuttora tassi bassi o addirittura negativi, e ove siano presenti tassi nominali positivi, non è certo che al netto dell'inflazione si potrà contare su tassi reali superiori allo zero. Dove questo non avviene, gli investitori risentiranno comunque di una contrazione del potere di acquisto. Non è dato sapere quando l'attuale fase di Financial Repression – nell'ambito della quale i creditori contribuiscono a ripagare le montagne di debito pubblico – giungerà al termine.
- Ma in presenza di mercati volatili come riallocare il capitale in attesa di essere investito? Di seguito una guida in 5 step.
- Step 1: Agire da investitori, non da speculatori. Occorre puntare su investimenti a medio-lungo termine, non su guadagni immediati. Gli eventi passati dimostrano che detenere un investimento in un'ottica di lungo periodo è senz'altro più vantaggioso che continuare a vendere e comprare, poiché spesso non si riescono a cogliere le migliori occasioni, in particolare nelle fasi di turbolenza.
- Step 2: Non mettere tutte le "uova" in un solo paniere, ma optare per un'ampia diversificazione degli investimenti. La diversificazione è l'unico strumento davvero efficace per ridurre i rischi.
- Step 3: Determinare il profilo di rischio/rendimento e stabilire il mix strategico di asset class (p.e. azioni e obbligazioni) di conseguenza.
- Step 4: Integrare la sostenibilità negli investimenti, p.e. tenendo conto dei cosiddetti "fattori ESG".
- Step 5: Trarre vantaggio dall'effetto del prezzo medio, ricorrendo ad un piano di risparmio oppure mediante la ripartizione e l'investimento di somme ingenti lungo un determinato arco temporale.

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](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 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ([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. Per informazioni in inglese sulla Sintesi dei [diritti degli investitori](#) ([www.regulatory.allianzgi.com](http://www.regulatory.allianzgi.com)).

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. AdMaster 1745136

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