

Outlook Mensile

Incertezza

L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia apre un periodo di grave incertezza per il mondo intero, mercati finanziari compresi. A differenza dei "rischi", per cui è possibile conoscere le probabilità di accadimento, in caso di incertezza non è possibile fare previsioni. Nonostante l'unanimità nell'imporre sanzioni alla Russia e i segnali iniziali di apertura ai negoziati da parte dei due Paesi protagonisti del conflitto lascino sperare in una distensione, non si possono prevedere gli sviluppi della situazione. L'aumento dell'incertezza non comporta solo un rialzo dei premi per il rischio sui mercati finanziari, ma ci possiamo anche aspettare adeguamenti a livello di economia reale, dipendenti dalla durata del conflitto. In questo scenario gli elementi chiave sono il sentiment economico, il prezzo del petrolio e i tassi di inflazione. A tal proposito la storia ci insegna che quando il prezzo del greggio raddoppia in termini reali (cioè senza tener conto degli effetti dell'inflazione) le probabilità di recessione aumentano. In ogni caso, tale aumento deve avvenire in un periodo di due anni. Al momento la situazione sembra ancora tollerabile, ma i più recenti aumenti del prezzo del Brent a oltre i 100 dollari al barile probabilmente non saranno sostenibili a lungo.

Da un punto di vista economico le conseguenze dell'invasione dell'Ucraina si possono riassumere in "più inflazione, meno crescita". Resta da vedere in che misura questi sviluppi indurranno le grandi banche centrali ad adeguare le loro strategie, come qualcuno già si aspetta. Sia la Federal Reserve (Fed) statunitense che la Banca Centrale Europea (BCE) sono da tempo alle prese con un'accelerazione dell'inflazione, evidente già prima del recente rialzo del prezzo del petrolio.

28/02/2022

Indici azionari		Tassi d'interesse (%)	
FTSE MIB	25.416	USA	3 mesi 0,50
Euro Stoxx 50	3.840		2 anni 1,57
S&P 500	4.374		10 anni 1,99
Nasdaq	13.751	Eurolandia	3 mesi -0,53
Nikkei 225	26.845		2 anni -0,45
Hang Seng	22.762		10 anni 0,19
KOSPI	2.699	Giappone	3 mesi 0,07
Bovespa	113.142		2 anni -0,04
Materie prime			10 anni 0,20
Petrolio		Cambi	
(Brent, USD/barile)	101,2	USD/EUR	1,120

Il contesto di mercato è dominato dall'invasione dell'Ucraina e gli investitori dovrebbero prepararsi a una maggiore volatilità. Mentre l'incertezza aumenta, il 70% delle obbligazioni globali scambia tuttora al di sotto del tasso di inflazione target del 2% della BCE. Considerando la perdita del potere di acquisto, questo si traduce in perdite in termini reali.

Con l'augurio di pace e serenità per tutti,

Hans-Jörg Naumer



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

Da un punto di vista economico le conseguenze dell'invasione dell'Ucraina si possono riassumere in "più inflazione, meno crescita".

Focus sui mercati

Allocazione tattica, azioni e obbligazioni

- La congiuntura sostanzialmente stabile, che in base ai dati sta seguendo un andamento “a zig zag”, riserva sempre meno sorprese positive. Gli economisti difficilmente sono ancora sorpresi da dati superiori alle attese.
- Lo stesso vale anche per le revisioni delle attese circa gli utili societari. Dopo un consistente rialzo, il rapporto fra revisioni positive e negative degli utili ha perso slancio.
- L'andamento economico è leggermente a rischio a causa dell'aumento dei prezzi del petrolio. È vero che negli ultimi decenni l'intensità energetica (una misura dell'efficienza energetica del sistema economico di una nazione) è significativamente diminuita, e non solo dei Paesi industrializzati, come riscontrabile anche nella riduzione delle emissioni di gas serra, tuttavia la storia insegna che il rischio di recessione aumenta, ceteris paribus, dopo un raddoppio dei prezzi del greggio nel giro di due anni. Basti pensare che due anni fa un barile di petrolio WTI costava tra i 50 e i 60 dollari.
- A fronte di tassi (reali) ancora prevalentemente negativi, gli asset come le azioni dovrebbero risultare strutturalmente supportati. Tuttavia, al momento le incertezze legate al conflitto ucraino suggeriscono un posizionamento più prudente.

Azioni

- Come si evince dal sondaggio globale di Bank of America fra i gestori di fondi, la propensione al rischio nei confronti dell'azionario USA e dei titoli tecnologici sta diminuendo. Le azioni dei settori materie prime ed energia, oltre che delle società britanniche, godono invece di un maggior favore. Si nota un più ampio interesse anche per le borse delle aree emergenti. Tuttavia, in base ai dati EPFR, i flussi di investimento nei fondi azionari non si sono arrestati.
- I tempi degli incrementi esorbitanti degli utili, nel quadro della ripresa post-pandemia, sono probabilmente finiti, ma gli utili aziendali dovrebbero continuare ad avere un effetto stabilizzante anche in futuro.
- Considerate le elevate disponibilità liquide e l'andamento della domanda, tra i vari fattori, le società dovrebbero riuscire a reggere le pressioni inflazionistiche o a trasferire l'incremento dei costi, per quanto la situazione differisca da settore a settore. Ciò assume una rilevanza particolare in un contesto di incremento dei costi di rifinanziamento.
- I rapporti prezzo/utili depurati delle oscillazioni cicliche (P/E di Shiller) indicano che le valutazioni sono elevate, ma vanno interpretati alla luce dei tassi reali bassi/negativi.
- I fattori ESG, parametri della sostenibilità delle aziende, dovrebbero avere un peso sempre maggiore nella selezione dei titoli in ottica di lungo termine.

Obbligazioni

- Le attese inflazionistiche emerse dai sondaggi indicano che gli esperti prevedono ulteriori rialzi del tasso di inflazione. Probabilmente nel corso di quest'anno supererà nettamente l'obiettivo del 2% fissato dalla BCE per l'area euro e scenderà sotto tale soglia solo nel 2023. Per gli Stati Uniti e per il Regno Unito si stima invece un'inflazione di quasi il 5% nel 2022.
- La forte ripresa dell'economia mondiale e il significativo incremento dei rischi inflazionistici a medio termine hanno indotto molte banche centrali a normalizzare la politica monetaria. Nei prossimi mesi i timori per il rialzo dei tassi di riferimento (a partire da quelli USA) e l'imminente avvio del “quantitative tightening” dovrebbero esercitare pressioni rialziste sui rendimenti obbligazionari dei G4.
- Nei mesi a venire si attende un graduale incremento dei rendimenti a lungo termine dei titoli dei G4 (Stati Uniti in testa). Contemporaneamente saliranno anche i rendimenti a breve termine di Stati Uniti, Gran Bretagna ed Eurozona.
- Il ciclo di inasprimento dei tassi da parte della Federal Reserve dovrebbe determinare un appiattimento della curva USA. La stessa sorte toccherà probabilmente anche alla curva dei rendimenti dell'area euro alla luce della svolta intransigente della BCE, che dovrebbe trovare ulteriore conferma nella riunione del Consiglio Direttivo in marzo.
- L'attesa conclusione del programma di acquisto di asset della BCE nel corso dell'anno, i costanti rischi sul piano fiscale (elevato deficit/indebitamento) e gli strascichi della recessione causata dalla pandemia, potrebbero determinare un ampliamento degli spread delle obbligazioni governative dei Paesi periferici rispetto ai Bund tedeschi.

- Probabilmente il debito emergente in valuta forte e in valuta locale risentirà ancora delle conseguenze finanziarie ed economiche della pandemia (complice la lentezza nella somministrazione dei vaccini), del rialzo dell'inflazione e del possibile incremento dei rendimenti (reali) USA.
- Tutto ciò porta ad una crescente incertezza. Il conflitto in Ucraina potrebbe acuire l'aumento dell'inflazione, tanto più se durerà a lungo. Al contempo, tale incremento potrebbe anche rallentare l'adeguamento a livello di politiche monetarie. Per la Germania è prevedibile inoltre un aumento della spesa fiscale nell'ambito dei maggiori stanziamenti per armamenti e infrastrutture, e un deficit più elevato.

Valute

- Il dollaro USA dovrebbe beneficiare dell'andamento economico e delle mosse della Fed. Nel medio periodo resta tuttavia vulnerabile agli squilibri strutturali, ad esempio al deficit fiscale.
- Detto ciò, stando ai nostri modelli di calcolo, l'USD appare sopravvalutato rispetto alle principali divise dei Paesi industrializzati ed emergenti.
- In un'ottica di medio periodo permangono alcuni fattori penalizzanti. Oltre alle valutazioni elevate, gli USA presentano tuttora dei deficit gemelli. Il deficit di bilancio resterà alto a causa del prossimo ulteriore incremento degli stimoli fiscali e il deficit della bilancia delle partite correnti si può già definire considerevole.

Materie prime

- Negli ultimi anni la capacità dei provider di energia in termini di rinnovabili è nettamente aumentata. Un trend che, stando ai dati di Bloomberg, dovrebbe crescere ancora parecchio nei prossimi anni.
- Al momento tuttavia il conflitto in Ucraina getta un'ombra sul mercato energetico e potrebbe favorire i combustibili fossili. In ogni caso, dovrebbe trattarsi di una situazione solo temporanea: la svolta verso la neutralità climatica è ormai ben avviata.

Tema di investimento: mantenere i nervi saldi

- Quando i mercati diventano più instabili, cioè quando aumenta la volatilità (le oscillazioni) e i corsi scendono, la domanda è sempre quella: meglio abbandonare la nave o aspettare?
- La risposta non è affatto scontata. Naturalmente l'intento è quello di contenere le perdite per poi idealmente tornare a investire dopo la fase di ribasso.
- La stampa ha citato un Professore di "finanza domestica" della Goethe University di Francoforte: "meglio mantenere gli investimenti azionari che vendere in tempi di turbolenza."
- Il tempismo (timing), il Sacro Graal della gestione attiva, pone due quesiti agli investitori privati. 1. Quando inizierà la fase di ribasso? 2. Quando sarà il momento di rientrare?
- Di norma non ci è dato di conoscere i tempi esatti. Ed ecco un altro problema di finanza comportamentale: chi è uscito dal mercato spesso poi fatica a rientrarvi. L'avversione alle perdite offusca la visione degli investitori e spesso si perdono i giorni migliori della ripresa. E ci sono anche da considerare le incertezze, le possibili battute d'arresto, etc.
- Proviamo a spiegare la situazione con qualche numero: chi si è perso i 20 giorni migliori dell'MSCI World negli ultimi 25 anni (cioè: da inizio 1997 a fine 2021), ha ottenuto un rendimento medio annuo del 2,9%. Chi ha mancato i 40 giorni migliori ha perso in media lo 0,4% annuo. Chi semplicemente è rimasto investito ha invece guadagnato l'8,05% p.a.
- Naturalmente i rendimenti passati non sono un indicatore attendibile di quelli futuri, ma il modello di finanza comportamentale suggerisce che rientrare nel mercato è più difficile di quanto si pensi.

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 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (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).

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.