

# Outlook Mensile

## Rendimenti reali

L'inflazione è tornata. Lo possiamo notare tutti i giorni nei nostri acquisti, ma anche negli investimenti finanziari. Nonostante in diverse parti del mondo i rendimenti nominali siano aumentati e al momento si attestino per lo più sopra lo zero, stiamo comunque parlando di rendimenti nominali, che non tengono in considerazione l'inflazione. Questo fa una grande differenza. Quelli che contano infatti sono i rendimenti reali, cioè quanto resta di un investimento dopo che l'inflazione ha eroso reddito e capitale.

Sotto questo punto di vista il quadro è il medesimo in tutte le principali aree geografiche: una volta sottratta l'inflazione dai rendimenti correnti delle obbligazioni con scadenza da 3 mesi a 30 anni, quasi sempre si ottengono rendimenti reali negativi<sup>1</sup>. Di fatto si tratta di una situazione temporanea, poiché difficilmente i tassi di inflazione potrebbero mantenersi tali nelle varie scadenze. È improbabile che l'inflazione rimanga sui livelli attuali. Tuttavia, come sosteniamo da tempo, avremo a che fare con l'inflazione anche in futuro.

E non dimentichiamo che la Banca Centrale Europea (BCE) punta comunque ad un tasso annuo del 2% nel lungo termine.

Al contempo, le previsioni per l'economia mondiale si sono offuscate a causa della crisi ucraina e dei problemi ancora irrisolti lungo le filiere. Il Fondo Monetario Internazionale (FMI) stima che quest'anno, nonostante le recenti correzioni, l'economia globale crescerà del 3,6%. Anche se rappresenta una decelerazione rispetto al 2021, una simile espansione sarebbe pur sempre superiore alla media del 3,4% registrata dal 1980. La stagflazione, quella pessima combinazione di stagnazione economica prolungata e tassi di inflazione elevati, non è ancora una conclusione ovvia. Inoltre, sono già in corso le riaperture dopo l'ondata di Omicron. Il numero di decessi



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

**La lotta per la conservazione del potere di acquisto nella sfera degli investimenti entra in una nuova fase caratterizzata dal rialzo dei tassi di inflazione e da maggiori incertezze. L'attenzione si è solo spostata dai rendimenti nominali negativi ai rendimenti reali negativi.**

29/04/2022

Indici azionari		Tassi d'interesse (%)		
FTSE MIB	24.252	<b>USA</b>	3 mesi	1,33
Euro Stoxx 50	3.803		2 anni	2,58
S&P 500	4.132		10 anni	2,86
Nasdaq	12.335	<b>Eurolandia</b>	3 mesi	-0,44
Nikkei 225	26.848		2 anni	0,05
Hang Seng	21.089		10 anni	0,86
KOSPI	2.695	<b>Giappone</b>	3 mesi	0,07
Bovespa	107.876		2 anni	-0,05
			10 anni	0,23
<b>Materie prime</b>		<b>Cambi</b>		
Petrolio (Brent, USD/barile)	107,8		USD/EUR	1,054

giornalieri è diminuito sensibilmente in tutto il mondo e, stando ai dati dell'American Institute for Health Metrics and Evaluation, potrebbe scendere al livello più basso dall'inizio della pandemia non più tardi del 1° agosto. Molti Paesi evidenziano tensioni nel mercato del lavoro, e le famiglie, soprattutto negli USA, sono ora nelle condizioni di poter spendere i risparmi in eccesso. Le previsioni sulla crescita per il prossimo anno quindi non sono poi così male.

Nel complesso, la lotta per la conservazione del potere di acquisto nella sfera degli investimenti entra in una nuova fase caratterizzata dal rialzo dei tassi di inflazione e da maggiori incertezze. L'attenzione si è solo spostata dai rendimenti nominali negativi ai rendimenti reali negativi.

Cordialmente,

Dr. Hans-Jörg Naumer.

<sup>1</sup>Fonte: Bloomberg, dati al 26 aprile 2022

## Focus sui mercati

### Allocazione tattica: azioni e obbligazioni

- L'incertezza sul fronte geopolitico mondiale resta elevata.
- Ai rischi congiunturali che ne derivano, si aggiungono le incertezze sulla politica monetaria legate all'andamento dell'inflazione.
- Nel contesto attuale sembra opportuna una sottoponderazione tattica delle azioni. Le materie prime si prestano invece al sovrappeso.
- Coloro che investono in ottica strategica o a lungo termine mirano alla conservazione del potere di acquisto, ultimo baluardo degli investimenti, puntando agli asset reali, come le azioni (di elevata qualità) che costituiscono una forma di partecipazione al capitale di un'azienda.
- Come si evince da un semplice sguardo al passato, nei periodi caratterizzati da tassi di inflazione annua inferiori al 6%, azioni e obbligazioni societarie conseguono in media performance migliori di titoli governativi e liquidità.

### Azioni

- I rischi geopolitici e il mutevole "regime di inflazione" limitano la propensione agli investimenti, che è da sempre ciclica, cioè influenzata dall'andamento economico.
- Nelle ultime settimane il quadro congiunturale generale è peggiorato ancora e potrebbe penalizzare gli utili societari nel prossimo futuro. Le prospettive incerte delle aziende per i prossimi trimestri potrebbero comportare revisioni negative delle previsioni sugli utili.
- Al contempo le azioni a basso beta, cioè quelle che evidenziano meno oscillazioni rispetto al resto del mercato, appaiono più interessanti in un contesto di maggiore volatilità.
- In Europa i multipli di valutazione si collocano in prossimità della media degli ultimi anni. Negli Stati Uniti il rapporto prezzo/utigli, che si è stabilizzato su un periodo di 10 anni, continua a risultare elevato. Il mix di crescita più debole e inflazione più alta rappresenta un ostacolo per le valutazioni azionarie.
- I fattori ESG, ovvero i criteri per determinare la sostenibilità di un'azienda, dovrebbero svolgere un ruolo significativo per la selezione dei titoli in ottica di lungo periodo.

### Obbligazioni

- Il mercato sconta già parecchi rialzi dei tassi da parte della Federal Reserve Bank (Fed), la quale ha recentemente confermato di voler assumere una posizione più severa contro l'inflazione. In generale la banca centrale USA dà un peso maggiore ai rischi inflazionistici che ai rischi per la crescita, per quanto ultimamente siano anch'essi aumentati.
- In un contesto inflazionistico si dovrebbe ridurre la duration delle obbligazioni, quindi sono preferibili le scadenze brevi o intermedie.
- In base agli spread attuali rispetto ai titoli governativi, le obbligazioni societarie di qualità inferiore appaiono poco interessanti.
- Il debito emergente in valuta forte e in valuta locale dovrebbe risentire ancora del rialzo dei tassi di inflazione e del possibile incremento dei rendimenti (reali) negli USA.

### Valute

- Il dollaro USA risulta tuttora sopravvalutato a parità di potere di acquisto.
- Tuttavia, dovrebbe continuare ad essere supportato dalla politica monetaria della Federal Reserve, diversa da quella della BCE ma anche da quella della Banca del Giappone (BoJ), soprattutto considerando che i rendimenti delle obbligazioni governative statunitensi (i Treasury) in termini relativi sono più interessanti.
- La valuta statunitense dovrebbe inoltre trarre vantaggio dal fatto che di norma in tempi difficili il mercato USA viene considerato un "porto sicuro".

### Materie prime

- In un contesto di consistente rialzo dell'inflazione le commodity sono un'asset class molto ricercata.
- Dopo anni di investimenti modesti nell'ampliamento della capacità, diverse materie prime scarseggiano, mentre la domanda è robusta. Molti metalli, come ad esempio il rame, potrebbero essere favoriti ancora a lungo grazie alla domanda legata all'elettrificazione dei trasporti e all'ammodernamento delle reti elettriche.
- L'invasione dell'Ucraina al momento getta alcune ombre sul mercato energetico: sono molti coloro che non vogliono più acquistare materie prime dalla Russia, d'altro canto non è possibile aumentare rapidamente la capacità in altre aree.
- Detto ciò, la domanda di commodity potrebbe essere frenata dalla politica "zero Covid" della Cina.

**Tema di investimento: entrare sul mercato o aspettare?**

- Anche in presenza di rendimenti reali prevalentemente negativi vale la solita regola: per ottenere performance più elevate bisogna essere disposti a correre più rischi sotto forma di oscillazioni più marcate dei corsi. Ad esempio investendo in azioni.
- La storia insegna che, nonostante tutti gli alti e bassi e periodi davvero difficili, simili investimenti alla fine premiano.
- Ma allora conviene investire nel mercato azionario o è meglio attendere ancora? L'incertezza è tanta. L'invasione dell'Ucraina ha esacerbato dubbi e timori. Non dimentichiamo poi l'incremento dell'inflazione e il rialzo dei tassi da parte delle banche centrali.
- Dunque, meglio entrare sul mercato o aspettare? Questo è il dilemma. In termini di finanza comportamentale non si tratta di una decisione facile, poiché, data la generale avversione al rischio che di norma prevale in simili contesti, gli investitori potrebbero restare in attesa troppo a lungo. L'avversione alle perdite è troppo forte. E potrebbe continuare a frenare i rendimenti.
- Proviamo a spiegarlo con un esempio concreto: chi avesse investito nel mercato azionario globale, qui rappresentato dall'MSCI World, negli ultimi 25 anni, ma si fosse perso i 20 giorni migliori delle borse, avrebbe ottenuto un rendimento medio annuo del 2,7%. Chi avesse mancato i 40 giorni migliori avrebbe perso in media lo 0,6% annuo. Chi invece avesse mantenuto gli investimenti per tutto il periodo avrebbe potuto ottenere un rendimento di poco meno dell'8% all'anno.
- Naturalmente si tratta di un'analisi riferita al passato. Difficilmente la storia si ripete in maniera identica, ma si può sempre imparare qualcosa, perché mostra quanto costa aspettare.
- Potrebbe valere la pena investire gradualmente, procedere a piccoli passi. Si decide l'importo da investire, ma non si investe tutto subito, bensì si suddivide l'importo in parti uguali da investire poco a poco, ad esempio nell'arco di sei mesi.
- In termini di psicologia comportamentale l'impegno a seguire una determinata strategia viene associato ai piani di accumulo del capitale propri dei piani di risparmio.

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.**