

# Outlook Mensile

## Ritorno a una situazione di equilibrio

In estrema sintesi, possiamo descrivere l'attuale contesto di inflazione elevata come uno squilibrio tra domanda e offerta inatteso e difficile da gestire. L'inflazione dei prezzi al consumo, che in alcuni Paesi ha raggiunto la doppia cifra, indica che molte economie non si trovano più in una situazione di equilibrio. Secondo le regole di base, la ricetta per combattere l'inflazione è ridurre la domanda e incrementare l'offerta. Certo, questo rappresenta lo scenario ideale.

Ma, in concreto, come potrebbe delinearci il percorso di ritorno ad una situazione di equilibrio? Quando si parla di frenare la domanda le banche centrali rivestono un ruolo fondamentale, in particolare in riferimento alle decisioni sui tassi. L'inasprimento dei tassi infatti comporta un rincaro per tutte le tipologie di credito: la domanda di beni strumentali, beni di consumo e abitazioni, a parità di condizioni, diminuisce. Tuttavia, gli effetti dei rialzi dei tassi non sono immediati. L'entità del ritardo in genere è pari ad almeno un anno, ma può essere solo stimata. Nel frattempo, le banche centrali cercano di dimostrare la loro determinazione non solo a parole; si pensi alle dichiarazioni molto intransigenti rilasciate di recente dal presidente della Federal Reserve (Fed) Jerome Powell e ai rialzi dei tassi effettuati dalla banca centrale USA. Powell ha rimarcato che la Fed dovrà intervenire per un periodo di tempo prolungato e ha messo in guardia dai rischi di un taglio anticipato dei tassi facendo riferimento alle lezioni apprese in passato. In base alle proiezioni della Fed il tasso di riferimento dovrebbe attestarsi sopra al 4,5% nella primavera del 2023. Le altre banche centrali, dal canto loro, non stanno certo con le mani in mano. In settembre, solo per citarne alcune, anche la Banca Centrale Europea, la Bank of England e la Riksbank svedese hanno alzato nettamente i rispettivi tassi di riferimento.

Detto questo, permangono le problematiche sul fronte dell'offerta. Quali adeguamenti potrebbero mitigare le pressioni sui prezzi? Nel breve periodo, l'aumento dell'offerta di componenti quali i microchip o di materie prime come il legname da costruzione, è sostenuto dalla graduale distensione della



**Stefan Rondorf**  
Senior Investment  
Strategist  
Global Economics &  
Strategy

**Con ogni probabilità, nel medio periodo il ritorno a una situazione di equilibrio dipenderà soprattutto dalla riduzione della domanda.**

### 03/10/2022

Indici azionari		Tassi d'interesse (%)		
FTSE MIB	20.973	<b>USA</b>	3 mesi	3,75
Euro Stoxx 50	3.462		2 anni	4,26
S&P 500	3.678		10 anni	3,80
Nasdaq	10.815	<b>Eurolandia</b>	3 mesi	1,17
Nikkei 225	26.992		2 anni	1,69
Hang Seng	17.080		10 anni	2,11
KOSPI	2.209	<b>Giappone</b>	3 mesi	0,05
Bovespa	116.134		2 anni	-0,06
			10 anni	0,25
<b>Materie prime</b>		<b>Cambi</b>		
Petrolio (Brent, USD/barile)	88,9		USD/EUR	0,976

situazione a livello di filiere e capacità di trasporto. Per determinati prodotti il picco dei prezzi dovrebbe quindi essere ormai prossimo. I prezzi dell'energia in Europa si sono parzialmente stabilizzati poiché le riserve di gas sono state ricostituite prima del previsto, ma restano comunque molto alti rispetto alla media storica. I problemi a livello di offerta sul mercato del lavoro possono essere effettivamente affrontati solo nel lungo periodo, ad esempio attraverso l'immigrazione, ma a breve termine la situazione si conferma critica. Basti pensare che, secondo uno studio recente, oggi per via delle conseguenze della pandemia negli Stati Uniti la forza lavoro è inferiore al livello del 2019 di circa 500.000 unità. Pertanto, per assistere ad una normalizzazione della dinamica salariale occorrerà una flessione della domanda di forza lavoro.

In generale, possiamo affermare che, con ogni probabilità, nel medio periodo il ripristino di una situazione di equilibrio dipenderà soprattutto dalla riduzione della domanda.

Gli investitori, durante questo percorso di ritorno all'equilibrio, si troveranno ancora a fare i conti con un contesto difficile. Occorre avere pazienza poiché il processo richiederà tempo. Se non altro, un segnale incoraggiante giunge dalle aspettative circa l'economia e l'andamento dei tassi di riferimento, che ora appaiono più realistiche rispetto ai mesi scorsi.

Cordialmente,

Stefan Rondorf

## Focus sui mercati

### Allocazione tattica: azioni e obbligazioni

- La decelerazione della domanda finalizzata al riequilibrio della situazione sul fronte economico indebolisce le prospettive di crescita. Finora l'economia statunitense ha comunque dato prova di resilienza, ad eccezione del raffreddamento sul mercato immobiliare. Numerose società si sono assicurate tassi bassi ancora per diversi anni tramite finanziamenti a lungo termine e in molti casi i consumatori possono ancora contare sui risparmi accantonati durante la pandemia. Con ogni probabilità la Fed dovrà operare un inasprimento dei tassi più consistente di quanto prospettato in precedenza.
- Secondo la maggior parte degli economisti l'Area Euro dovrebbe entrare in recessione nei mesi invernali, essenzialmente a causa della debolezza dei consumi e dei tagli alla produzione in seguito all'impennata dei prezzi dell'energia.
- Alla luce delle prospettive di crescita incerte e delle misure anti inflazione delle banche centrali, privilegiamo ancora un atteggiamento prudente sui mercati azionari e sulle altre asset class rischiose come il debito high-yield.
- Di recente i mercati obbligazionari sono apparsi molto instabili. Gli operatori di mercato si attendono molti più rialzi dei tassi rispetto ad appena qualche settimana fa. Nel medio termine, dati economici più deboli dovrebbero determinare una stabilizzazione dei titoli governativi, in particolare in caso di raffreddamento del mercato del lavoro.

### Azioni

- Il processo di normalizzazione delle valutazioni prosegue. Nel caso delle azioni USA tuttavia i fattori negativi potrebbero rivelarsi un po' più persistenti. Per gli investitori pazienti, le opportunità in ottica futura stanno gradualmente crescendo.
- Dopo alcuni rilevanti profit warning, gli analisti sono sempre più cauti nella determinazione delle prospettive di utili per la maggior parte delle società. E' importante analizzare i driver dei profitti caso per caso: alcune aziende sono fortemente penalizzate dai costi dell'energia, mentre altre beneficiano ancora di una domanda nel complesso robusta.
- Secondo i sondaggi il sentiment degli investitori è estremamente pessimista. Tuttavia, non ci sono garanzie di un prossimo raggiungimento di un punto di minimo e di una conseguente inversione di rotta. In passato, a volte, il picco del pessimismo ha preceduto di qualche mese il raggiungimento di un bottom sui mercati azionari. In ogni caso, potremmo assistere alla graduale creazione di un terreno fertile per una stabilizzazione a breve.
- È consigliabile optare ancora per un assetto difensivo dei portafogli azionari. Nel contesto attuale dovrebbero emergere i vantaggi offerti da strategie ampiamente diversificate a livello settoriale caratterizzate da un flusso di dividendi stabile e consistente.

### Obbligazioni

- La reazione ritardata, ma comunque decisa, delle banche centrali di fronte a tassi di inflazione persistentemente elevati crea turbolenza sui mercati obbligazionari.
- Nel Regno Unito, in particolare, i titoli governativi evidenziano una volatilità estrema. La causa è l'intenzione del nuovo governo britannico di sostenere la crescita tramite stimoli fiscali su larga scala finanziati mediante l'assunzione di debito. Tale linea si contrappone a quella della Bank of England, da mesi impegnata a frenare l'eccesso di domanda mediante decisi rialzi dei tassi. La banca centrale è stata costretta a intervenire con acquisti sul mercato dei Gilt (i titoli di Stato britannici) allo scopo di ridurre i rischi per la stabilità finanziaria.
- Al contrario, la reazione degli investitori obbligazionari al risultato elettorale in Italia è stata relativamente contenuta, poiché la vittoria della coalizione di destra era prevista. In un contesto di mercato difficile, in ogni caso, il differenziale di rendimento tra i titoli di Stato italiani e quelli tedeschi si attesta ai massimi annuali.
- Negli USA, il livello dei tassi scontato sul mercato monetario si avvicina gradualmente alle nuove proiezioni del FOMC della Fed. Gli operatori di mercato restano comunque convinti che assisteremo a un lieve calo dei tassi nel secondo semestre 2023.

- Per le obbligazioni societarie e il debito dei Paesi emergenti si raccomanda ancora selettività. Quanto ai corporate bond di qualità elevata (investment grade), i fondamentali dei bilanci aziendali appaiono tuttora solidi, ma è preferibile optare per un'allocazione ancora difensiva alla luce dei rischi di ribasso per la crescita.

### Valute

- Il dollaro si conferma forte. Attualmente, un deterioramento del momentum appare probabile solo se nei prossimi mesi altre banche centrali opereranno un inasprimento analogo a quello della Fed e se lo svantaggio competitivo dei costi dell'energia relativi tornerà a rappresentare un fattore penalizzante per gli Stati Uniti.
- Se l'apprezzamento del dollaro dovesse proseguire, in tutto il mondo aumenteranno i rischi per la stabilità finanziaria, in particolare nei Paesi emergenti che devono provvedere al servizio di un debito elevato denominato in USD. Numerosi Paesi, le cui valute nazionali appaiono deboli, importano inflazione nelle rispettive economie. Vale anche per l'Eurozona.
- Data la politica economica discordante del nuovo governo britannico, negli ultimi giorni la sterlina è stata soggetta a enormi pressioni.

### Materie prime

- Sulle commodity si consiglia un posizionamento tattico neutrale. I principali fattori d'influenza mandano segnali eterogenei. La forza del dollaro penalizza diverse materie prime. È atteso un generale rallentamento della domanda. A tale evoluzione in alcuni casi farà comunque da contraltare una riduzione dell'offerta (p.e. un taglio delle forniture di petrolio dell'OPEC), mentre per diverse commodity l'offerta è già di per sé contenuta.
- La decarbonizzazione dell'economia mondiale dovrebbe offrire opportunità in termini di investimenti nell'efficienza energetica e di transizione alle energie da fonti rinnovabili, indipendentemente dalle tempistiche.

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

- Anche in un contesto caratterizzato da 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 i periodi davvero difficili, simili investimenti alla fine premiano.
- Ma allora una domanda sorge spontanea: conviene investire nel mercato azionario o è meglio attendere ancora? L'incertezza è elevata. L'invasione dell'Ucraina crea molte imponderabilità. 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. Da un punto di vista di finanza comportamentale non si tratta di una decisione facile, poiché l'avversione al rischio che di norma prevale in simili contesti, induce gli investitori ad aspettare troppo a lungo. L'avversione alle perdite è troppo forte. Il rovescio della medaglia è che un simile atteggiamento potrebbe impedire di beneficiare dei rendimenti nella successiva fase di recupero.
- Proviamo a spiegarlo con un esempio concreto: chi avesse investito nel mercato azionario globale, 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% annuo.
- Naturalmente si tratta di un'analisi riferita al passato. Difficilmente la storia si ripete in maniera identica, ma una simile analisi è istruttiva poiché mostra il costo di aspettare.
- Potrebbe valere la pena di investire gradualmente, di procedere a piccoli passi. In tal caso si definisce l'importo da investire, che però non viene investito tutto in una volta, ma in più tranches di uguale ammontare lungo un determinato periodo di tempo. Ad esempio nell'arco di sei mesi.
- In termini di psicologia comportamentale, l'impegno a seguire una strategia di questo tipo si combina con l'effetto del costo medio di carico associato ai piani di accumulo del capitale.

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 BaFin ([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. La Sintesi dei diritti degli investitori è disponibile in francese, inglese, italiano, tedesco e spagnolo all'indirizzo <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights>. 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 2319947

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