

# Outlook Mensile

## “Winter is coming”

“L’inverno sta arrivando” – presa alla lettera, la celebre frase della serie fantasy “Il trono di spade” è solo una banale constatazione sul tempo che passa. Ma mentre sotto il profilo temporale l’avvicinarsi della stagione invernale nell’emisfero boreale è un dato di fatto, una valutazione del clima sotto il profilo economico risulta più difficile. La domanda comunque non è se l’inverno stia arrivando o meno, bensì quanto sarà rigido. Tale aspetto infatti influirà sulla domanda di energia, in particolare di gas. Diversamente dal petrolio, per il gas non esiste un mercato globale e gli scambi avvengono su molteplici mercati a prezzi stabiliti a livello locale. Mancano gasdotti transcontinentali, pertanto in Europa l’interruzione delle forniture di gas dalla Russia ha comportato uno shock sul fronte dell’offerta. La conseguenza è stata il significativo aumento del prezzo del gas nel Vecchio Continente. Il rincaro ha ripercussioni negative sul settore industriale, alle prese con l’incremento dei costi e con l’incertezza delle forniture, nonché sui consumatori, data l’erosione del potere d’acquisto. Da questo punto di vista non è chiaro quali saranno gli effetti dell’inverno per l’economia e l’inflazione, effetti che in ogni caso potranno essere mitigati solo con l’ampliamento delle disponibilità, ad esempio mediante i rigassificatori. In ogni caso, non possiamo trascurare il fatto che da giugno il prezzo del petrolio, in particolare del WTI così importante per gli USA, ha registrato un trend al ribasso. Evoluzione analoga anche nel caso del greggio Brent, strategico per l’Europa. Al contempo, le maggiorazioni al prezzo del gas europeo si sono ridotte. La normalità è ancora molto lontana, ma tali sviluppi sono ben più che semplici segnali di speranza.

Tali indicazioni positive dovrebbero favorire una distensione anche in ambito economico, più che mai necessaria dato che su questo fronte i segnali di “un rigido inverno” appaiono sempre



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

**“Winter is coming” - L’inverno sta arrivando, ma è anche vero che ad ogni inverno segue la primavera. Tuttavia, molti indicatori sul sentiment lasciano presagire un’era glaciale imminente.**

### 28/10/2022

Indici azionari		Tassi d’interesse (%)		
FTSE MIB	22.529	<b>USA</b>	3 mesi	4,44
Euro Stoxx 50	3.613		2 anni	4,35
S&P 500	3.901		10 anni	3,94
Nasdaq	11.102	<b>Eurolandia</b>	3 mesi	1,61
Nikkei 225	27.587		2 anni	1,79
Hang Seng	14.863		10 anni	1,97
KOSPI	2.268	<b>Giappone</b>	3 mesi	0,05
Bovespa	114.539		2 anni	-0,04
			10 anni	0,25
<b>Materie prime</b>		<b>Cambi</b>		
Petrolio (Brent, USD/barile)	95,8		USD/EUR	0,995

più evidenti. Il nostro Macro-Breadth-Indicator - che monitora l’andamento dell’economia mondiale - evidenzia una nuova flessione in una fase in cui si assiste alla progressiva revisione al ribasso delle attese di crescita. La recessione in Europa sembra ormai inevitabile. Negli Stati Uniti invece l’economia dà prova di maggiore resilienza.

“Winter is coming” - L’inverno sta arrivando, ma è anche vero che ad ogni inverno segue la primavera. Questo dovrebbe valere anche per i mercati finanziari. L’andamento dei prezzi dell’energia potrebbe essere un primo segnale in questa direzione, e bisogna anche considerare che diversi indicatori sul sentiment anticipano già un’era glaciale: quanto è già incorporato nelle attese difficilmente può provocare degli shock sui mercati.

Cordialmente,

Dr. Hans-Jörg Naumer.

## Focus sui mercati

### Allocazione tattica: azioni e obbligazioni

- Da un lato l'economia mondiale attraversa una fase di rallentamento, in Europa una recessione sembra ormai inevitabile e, in base ai nostri modelli, le probabilità di recessione sono in aumento anche negli USA, dall'altro per il tasso di inflazione complessivo di recente si intravedono sempre più segnali di superamento del livello di picco.
- In ogni caso, diversamente dall'inflazione complessiva, l'inflazione core mondiale evidenzia ancora un'accelerazione. Tale trend dovrebbe indurre le banche centrali - esclusa la People's Bank of China (PBoC) - a portare avanti politiche monetarie restrittive.
- In ottica tattica è preferibile mantenere un'allocazione prudente alla luce della persistente incertezza sul fronte geopolitico.
- Gli investitori con un orizzonte di medio-lungo periodo sono ben consapevoli del sentiment già molto negativo che traspare dagli indicatori economici e di mercato. Anche dall'ultimo Fund manager Survey globale di Bank of America emerge che la fiducia è a livelli molto bassi. Sempre in base all'indagine, le attese circa gli sviluppi macroeconomici sarebbero crollate e i gestori di fondi si sarebbero "arresi". Con il sovrappeso in liquidità e la contemporanea sottoesposizione al mercato azionario, indicano che "non potrebbe andare peggio di così".
- I mercati sembrano anticipare "un'era glaciale" piuttosto che intravedere i segnali della primavera che seguirà all'inverno. Potrebbe verificarsi a breve una tendenza "contrarian" rispetto a quanto stiamo osservando.

### Azioni

- Il processo di normalizzazione delle valutazioni prosegue. Nel contesto attuale crescono le opportunità per gli investitori pazienti, tanto più se si considera che gli indicatori del sentiment di mercato sembrano già prospettare "un'era glaciale".
- Finché questo mood non diventerà dominante è comunque preferibile mantenere un orientamento tattico difensivo nei portafogli azionari. Nel contesto attuale dovrebbero emergere i vantaggi offerti da strategie caratterizzate da distribuzioni di dividendi stabili e consistenti ampiamente diversificate a livello settoriale.
- Al contempo, in ottica strategica risulta ragionevole prepararsi a tassi di inflazione più elevati aumentando l'esposizione del portafoglio agli asset reali, incluse le azioni.

### Obbligazioni

- L'inflazione si conferma un tema all'ordine del giorno, non da ultimo per le autorità monetarie.
- Nel breve periodo l'andamento dell'inflazione dipende da prezzo del petrolio e ciclo di crescita. Tra i driver a lungo termine dell'inflazione rientrano invece il costo unitario del lavoro, la quota di titoli governativi USA detenuti dalla banca centrale statunitense Federal Reserve (Fed), gli scambi internazionali e gli interventi volti ad arginare il cambiamento climatico.
- Dobbiamo attenderci nuovi consistenti rialzi del tasso di riferimento da parte della Fed. La banca centrale USA vuole ripristinare la sua credibilità nell'ambito della lotta all'inflazione ed è consapevole che le sue scelte potrebbero indebolire la domanda.
- Sui mercati obbligazionari il processo di adeguamento all'inflazione in parte si è normalizzato, ma non del tutto. Riteniamo che i rendimenti reali in particolare continueranno a salire, con un probabile aumento anche di quelli nominali.
- In tale contesto conviene sempre più ridurre ulteriormente la duration, soprattutto sul mercato obbligazionario europeo.

- Quanto ai titoli corporate (Investment Grade e High Yield - quindi con affidabilità creditizia maggiore o minore), è preferibile optare ancora per un posizionamento difensivo. Considerati i maggiori rischi di recessione a livello globale, le valutazioni non risultano particolarmente interessanti.

### Valute

- In base al nostro modello di equilibrio a lungo termine il dollaro risulta sopravvalutato rispetto alla maggior parte delle principali valute dei Paesi avanzati ed emergenti.
- L'USD si conferma forte nonostante le indicazioni a livello di valutazioni. Al momento, un consolidamento del trend del dollaro apparirebbe probabile solo se nei prossimi mesi altre banche centrali operassero inasprimenti analoghi a quelli della Fed e lo svantaggio competitivo dei costi dell'energia relativi tornasse 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.

### 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 strutturalmente 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: Investimento tematico**

- L'investimento tematico, inteso come allocazione di capitale in trend di lungo periodo, senza vincoli geografici o settoriali, sembra registrare un crescente interesse tra gli investitori.
- Ora si parla di "Investimenti nelle 4D": la Deglobalizzazione prosegue. Gli eventi epocali sul fronte geopolitico comportano il dissesto delle filiere, ma sostengono anche un trend positivo: la Digitalizzazione.
- I robot sono sempre più efficienti sul fronte dei costi, pertanto la convenienza di produrre all'estero si riduce e il reshoring della produzione nel Paese in cui ha sede l'azienda appare progressivamente più semplice ed economico.
- Non dimentichiamo poi la Demografia. La popolazione mondiale continua ad aumentare, ma invecchia. Su scala globale la percentuale di occupati sul totale della popolazione diminuisce. È prevedibile un aumento delle pressioni salariali.
- Contemporaneamente prosegue la Decarbonizzazione dell'economia mondiale.
- Deglobalizzazione, digitalizzazione, demografia e decarbonizzazione sono le "4 D" che influiscono anche su aumento della domanda di materie prime e progressiva urbanizzazione. Gli investitori di lungo periodo dovrebbero considerare con attenzione questi trend.

Dr. Hans-Jörg Naumer

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.bafinde](http://www.bafinde)). 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.**