

# Outlook Mensile

## La prova dei fatti

In che direzione va l'economia? Che cosa dobbiamo attenderci sul fronte dell'inflazione? Quale ruolo ha la politica monetaria? E poi c'è la pandemia. Domande su domande. È tempo di guardare ai fatti:

- **Congiuntura:** Dopo 13 mesi di rialzo ininterrotto, il nostro indicatore proprietario sul contesto macroeconomico ha registrato la seconda flessione consecutiva. In Cina e negli Stati Uniti il livello di picco nell'espansione economica sembra ormai superato, mentre Eurozona e Giappone (benché più esitante) sono prossimi al suo raggiungimento.
- **Inflazione:** Non è ancora certo che l'aumento dell'inflazione sia solo un fenomeno temporaneo, come ritiene la maggior parte degli investitori. Di sicuro i prezzi sono influenzati da effetti base e congiunturali che non dovrebbero perdurare a lungo. Anche il prezzo del petrolio sembra al momento eccessivo, ma alcuni sviluppi lasciano presumere che in futuro i prezzi si manterranno elevati. Il rincaro delle abitazioni dovrebbe far salire anche i canoni di affitto. Il rallentamento della globalizzazione, causato ad esempio dallo sconvolgimento delle filiere, e i cambiamenti demografici, per cui in futuro le persone che usciranno dal mercato del lavoro saranno più numerose di quelle che vi entrano, avranno certamente delle conseguenze su questo fronte. Last but not least: le politiche monetarie più accomodanti alimentano la liquidità in eccesso, che prima o poi in qualche modo verrà impiegata.
- **Politica monetaria:** Anche se probabilmente nel 2022 l'espansione dei bilanci delle banche centrali rallenterà, ancora non si intravede un livello di picco dopo le politiche monetarie anti-Covid-19. Le iniezioni di liquidità delle autorità monetarie diminuiranno molto gradualmente e in modo non uniforme. La **Federal Reserve USA** dovrebbe essere la prima tra le principali banche centrali ad annunciare la riduzione degli acquisti di asset a novembre.



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

**Anche se probabilmente nel 2022 l'espansione dei bilanci delle banche centrali rallenterà, non si intravede ancora il picco dopo le politiche monetarie anti-Covid19.**

### 24/09/2021

Indici azionari		Tassi d'interesse (%)		
FTSE MIB	25.969	<b>USA</b>	3 mesi	0,13
Euro Stoxx 50	4.159		2 anni	0,26
S&P 500	4.455		10 anni	1,41
Nasdaq	15.048	<b>Eurolandia</b>	3 mesi	-0,54
Nikkei 225	30.249		2 anni	-0,71
Hang Seng	24.192		10 anni	-0,26
KOSPI	3.125	<b>Giappone</b>	3 mesi	0,06
Bovespa	113.283		2 anni	-0,13
			10 anni	0,04
<b>Materie prime</b>		<b>Cambi</b>		
Petrolio		USD/EUR		1,172
(Brent, USD/barile)	75,2			

Entro la prossima estate tali misure saranno verosimilmente eliminate del tutto. Gli acquisti di obbligazioni dovrebbero avere termine prima che si possa procedere al primo inasprimento dei tassi. La **Banca Centrale Europea** sembra invece restia a porre fine alla linea accomodante e il rialzo dei tassi è ancora un'ipotesi remota. Di fatto è stata decisa solo una modesta riduzione degli acquisti di obbligazioni nell'ambito del PEPP, il programma di acquisto di asset legato all'emergenza pandemica. Per ulteriori decisioni occorrerà aspettare fino a dicembre. Dalla **Bank of Japan** non si attende invece alcuna modifica della politica monetaria.

- **Coronavirus:** La Covid-19 resta la prima causa di morte in tutto il mondo, nonostante le profonde differenze fra un Paese e l'altro. La diffusione della variante Delta dovrebbe tuttavia avvicinarsi al picco. Di conseguenza anche i decessi dovrebbero lentamente diminuire.

Nel complesso la "prova dei fatti" lascia presumere un aumento del nervosismo sui mercati finanziari nelle prossime settimane, anche se l'ago della bilancia è tuttora rappresentato dalla liquidità in cerca di rendimento.

Cordialmente,

Dr. Hans-Jörg Naumer

## Focus sui mercati

### Allocazione tattica azioni e obbligazioni

- L'imminente "prova dei fatti" dovrebbe mettere in agitazione i mercati. Economia, attese inflazionistiche, politiche monetarie, andamento della pandemia... tutto viene passato al vaglio.
- Le diverse asset class presentano valutazioni elevate, per lo meno rispetto ai livelli storici. Nell'attuale contesto di tassi bassi/negativi anche le obbligazioni non possono più essere considerate a buon mercato.
- Proseguono i flussi positivi nei fondi azionari di tutto il mondo. I tassi bassi/negativi con ogni probabilità rappresentano il driver principale. Circa il 30% del mercato obbligazionario globale rende meno dello 0%. Un ulteriore 40% circa rende fra lo 0% e l'1%.
- Prevediamo pertanto ulteriori afflussi nei fondi azionari, anche come conseguenza della dilatazione dei fondi del mercato monetario. Un trend che dovrebbe sostenere gli asset rischiosi nel medio termine.

### Azioni

- Il nervosismo dei mercati è alimentato dagli avvenimenti in **Cina**. Evergrande, una delle maggiori società di sviluppo immobiliare cinesi, non è stata in grado di far fronte agli obblighi di pagamento di interessi in scadenza a fine settembre. Le probabilità di un rischio sistemico per l'intera economia appaiono tuttavia modeste. Evergrande ha debiti per circa 2.000 miliardi di renminbi (RMB), di cui però solo RMB 300 miliardi sotto forma di prestiti bancari, che rappresentano più o meno lo 0,2% di tutti i finanziamenti in RMB delle banche cinesi. Un eventuale default totale sui prestiti bancari di Evergrande dovrebbe quindi avere ripercussioni limitate sui crediti in sofferenza del sistema bancario domestico. E si presuppone che le autorità cinesi intervengano per scongiurare eventuali ricadute sull'economia.
- L'abbondante liquidità riversata nel sistema dalle banche centrali per effetto dell'espansione dei propri bilanci sta determinando l'aumento delle valutazioni dei titoli azionari. L'annuncio di una riduzione del "quantitative easing" (cioè degli acquisti di obbligazioni) da parte della Federal Reserve potrebbe dunque frenare le quotazioni azionarie. Per continuare ad avanzare, le azioni hanno bisogno della spinta degli utili aziendali.
- Risulta quindi incoraggiante che, dopo lo shock della pandemia, l'aumento dei fatturati e il rialzo dei margini sostengano gli utili delle società. In tale contesto, il rincaro dei fattori produttivi potrebbe essere indice di una ripresa economica robusta, caratterizzata da un aumento e non più da una diminuzione dei margini di profitto. L'andamento tuttora positivo delle revisioni degli utili aziendali è rimasto sinora immune al calo dei dati congiunturali.
- Le tempistiche presumibilmente lunghe per la formazione di una coalizione di governo in Germania potrebbero alimentare le incertezze. Incertezze che avranno probabilmente conseguenze modeste sui mercati finanziari (e in particolare su quelli internazionali), soprattutto poiché è esclusa una coalizione formata da SPD, Verdi e il partito "Die Linke". In tal caso, il posizionamento a livello geostrategico della Germania avrebbe potuto essere messo in discussione.

### Obbligazioni

- Gli ulteriori sviluppi sul fronte dell'inflazione sono sempre più rilevanti per i mercati obbligazionari, poiché potrebbero mettere sotto pressione anche le banche centrali. Non si escludono sorprese negative. La maggior parte dei partecipanti del mercato prevede un'inflazione solo temporanea. Ma questa potrebbe rivelarsi una speranza infondata.
- Le attese e le percezioni nell'Eurozona in termini di inflazione superano nettamente i tassi di inflazione effettivi misurati dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (HICP). Tale scostamento si deve tra l'altro alla scarsa rappresentatività del paniere di beni sottostante, non da ultimo perché esclude voci importanti come i costi per i proprietari di case.

- Il rendimento dei Treasury USA a 10 anni è sceso temporaneamente di oltre 50 punti base sotto il picco ciclico raggiunto a fine marzo, nonostante la concomitante forte accelerazione della crescita economica, l'impennata dell'inflazione, le valutazioni a lungo termine elevate e l'imminente riduzione degli acquisti di asset da parte della Federal Reserve.
- A livello globale la divergenza tra le politiche monetarie appare sempre più netta: alcune banche centrali hanno già inasprito i tassi e altre dovrebbero seguirne l'esempio, anche nei Paesi avanzati.
- Nel quadro della ricerca di rendimento, la domanda di obbligazioni high yield dovrebbe rimanere sostenuta, mentre i bond investment grade dovrebbero continuare a beneficiare dei consistenti acquisti delle banche centrali. Tuttavia, dati i persistenti timori di "tapering" degli stimoli monetari e le valutazioni onerose, il segmento è tuttora esposto a possibili correzioni. Poiché i premi di rischio ("spread") in ottica storica sono bassi, il potenziale di rendimento rispetto ai titoli governativi dovrebbe derivare in particolare dal livello più elevato dei tassi correnti ("carry"). E' opportuno adottare un approccio selettivo.
- Dopo il forte rialzo del primo trimestre dell'anno, nel medio periodo i rendimenti USA potrebbero tornare a un tasso di crescita più moderato. Le obbligazioni governative dell'area euro non dovrebbero seguire questo trend, almeno in parte, dato che la BCE seguirà ad acquistare bond.

### Valute

- A fronte della generale ripresa economica su scala globale, della crescente divergenza fra le politiche delle banche centrali e della possibile riduzione della propensione al rischio (si vedano le "prove dei fatti" a pagina 1), il dollaro USA si conferma per il momento ben supportato, anche se in base ai nostri modelli risulta sopravvalutato rispetto alle principali valute dei Paesi avanzati e anche di quelli emergenti.
- Occorre tuttavia monitorare i fattori negativi per l'USD a medio termine: le valutazioni sono onerose e i nuovi stimoli fiscali (nelle prossime settimane si tornerà a parlare di rialzo del tetto del debito) incrementano il deficit pubblico degli Stati Uniti e potrebbero alimentare l'inflazione interna.

### Materie prime

- Da sempre le commodity sono la miglior protezione contro l'inflazione, seguite dalle azioni.
- Recentemente le materie prime hanno conseguito buone performance, grazie ai dati sull'inflazione superiori alle attese e alle speranze di una ripresa economica dopo la fine della pandemia.
- Ripercorrendo la performance delle singole asset class in presenza di diversi regimi di inflazione, sino al 1971 si osserva che le azioni USA hanno registrato un buon andamento a fronte di tassi di inflazione compresi fra il 2% e il 6% e che hanno (leggermente) sovraperformato le materie prime, mentre queste ultime sembrano preferire un'inflazione più elevata.

**Tema di investimento: “Superare se stessi”**

- Quando i mercati azionari segnano un record dopo l’altro, la cautela si trasforma rapidamente in avidità. Ecco allora un paio di considerazioni su come “superare se stessi”.
- “Ricorda che sei solo un uomo.” – L’umiltà è una caratteristica essenziale per conoscere se stessi e avere successo negli investimenti.
- Riflettere. Muoversi lentamente quando tutto sembra dover accadere velocemente è un buon consiglio anche nell’ambito degli investimenti.
- Tenere d’occhio la capitalizzazione di mercato. Minore è la capitalizzazione più velocemente possono salire le azioni, ad esempio tramite portali di investitori.
- Diversificare! Questa è e resta l’unica possibilità conveniente di ridurre i rischi senza rinunciare alle possibilità di guadagno.
- E tenere sempre a mente che l’incremento del capitale nel lungo periodo e la struttura dell’investimento contano più dei guadagni immediati.

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.**