

Allianz Research

Il reddito fisso è tornato

Adattarsi al rischio e navigare nella volatilità

10 Novembre 2022



Jordi Basco Carrera
Lead Investment Strategist
jordi.basco_carrera@
allianz.com

Pablo Espinosa Uriel
Investment Strategist
pablo.espinosa-uriel@
allianz.com

EXECUTIVE SUMMARY

Nel 2022, la corsa record al ribasso in tutte le *asset class* ha eliminato qualsiasi vantaggio di diversificazione, lasciando gli investitori senza un posto dove nascondersi. I movimenti di politica monetaria realizzati e attesi hanno trainato la maggior parte delle performance obbligazionarie e azionarie. Nel 2023 il reddito fisso dovrebbe riguadagnare una certa attrattiva dal punto di vista corretto per il rischio e potrebbe rivelarsi interessante nell'attuale contesto di volatilità. Tuttavia, nei prossimi tre-sei mesi, l'elevata incertezza macroeconomica continuerà a esporre gli investitori tattici a un'elevata volatilità del mercato a breve termine e a possibili perdite a breve termine.

- **Le aspettative di politica monetaria stanno guidando la maggior parte della curva dei rendimenti sovrani. La svolta politica storicamente timida ma significativa delineata nei nostri scenari per il secondo semestre 2023 dovrebbe esercitare pressioni al ribasso su entrambe le estremità della curva sovrana, portando a un riaggiustamento del mercato "positivo per i prezzi".** La componente di rischio (la componente più legata ai fondamentali e alle aspettative economiche a medio-lungo termine) sta avendo un effetto quasi trascurabile. Nella seconda metà del 2023, i rendimenti a lungo termine dovrebbero iniziare a scendere verso il nostro obiettivo del 3,5% e dell'1,9% rispettivamente per l'UST a 10 anni e il Bund a 10 anni. Oltre il 2023, i rendimenti dovrebbero iniziare a stabilizzarsi e i fondamentali (la cosiddetta componente di rischio) dovrebbero tornare a farsi sentire, con rendimenti che aumenteranno lentamente verso il 4-5% per l'UST a 10 anni e il 2-3% per il Bund a 10 anni nel medio-lungo periodo.
- **L'attuale ampliamento degli spread del credito societario è rimasto moderatamente contenuto e in una certa misura incoerente con il crollo del mercato azionario. In futuro, rimaniamo costruttivi sul credito societario, garantendo una propensione alla qualità.** L'attuale andamento dei prezzi del credito societario può essere attribuito principalmente alla ripresa globale dei rendimenti sovrani e, implicitamente, ai cambiamenti della politica monetaria. Allo stesso tempo, l'aumento complessivo dei rendimenti del credito alle imprese e il conseguente aumento dei costi di finanziamento hanno portato a un rallentamento dei mercati primari, con le imprese che si sono astenute dal raccogliere liquidità. Questa situazione, tuttavia, non dovrebbe rappresentare un grosso rischio per le aziende che vanno avanti, poiché la maggior parte delle esigenze di finanziamento entrerà in gioco solo nel 2024-2025. Ci vorranno circa tre o quattro anni perché i mercati del credito generali sperimentino un notevole aumento delle spese per interessi, richiedendo un bel po' di tempo per il riaggiustamento delle condizioni finanziarie. Allo stesso tempo, i fondamentali decenti e le probabilità di *fallen angels* troppo costosi tendono a distorcere ulteriormente la gamma di possibili esiti positivi. Numericamente, prevediamo un'ulteriore compressione nel 2023, con spread investment grade sia statunitensi che dell'Eurozona che

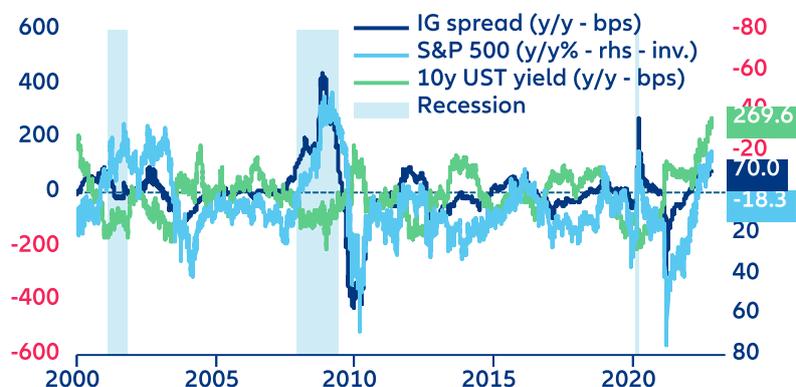
si attesteranno a livelli vicini a 130-140 punti base. Per l'high yield, dopo alcune pressioni fino al 1° trimestre 2023, ci aspettiamo che gli spread si comprimano verso i 400-460 punti base nel 2023.

- **I rischi a breve termine nelle azioni superano ancora il potenziale di rialzo rispetto al reddito fisso.** Il comportamento coincidente tra le valutazioni azionarie e la parte lunga della curva sovrana ha innescato un brusco aggiustamento delle valutazioni fondamentali, correggendo alcuni squilibri di mercato accumulati a lungo termine, che potrebbero ancora rivelarsi insufficienti per giustificare un lungo riposizionamento. Prevediamo che i mercati azionari statunitensi ed EUR segneranno una correzione complessiva del -15% nel 2022. Tuttavia, nel secondo semestre 2023, i mercati azionari dovrebbero recuperare terreno sulla scia del calo dell'inflazione, del rinnovato slancio economico e della prevista svolta politica che, a sua volta, dovrebbe portare a una performance superiore a una cifra nel 2023 e consentire una potenziale ripresa rispetto al reddito fisso. Tuttavia, e fino alla seconda metà del 2023, i mercati azionari non sembrano così interessanti come il reddito fisso, poiché la loro attuale vulnerabilità ai cambiamenti del sentiment di mercato li rende estremamente volatili.

2022, l'anno in cui la diversificazione si è presa una pausa

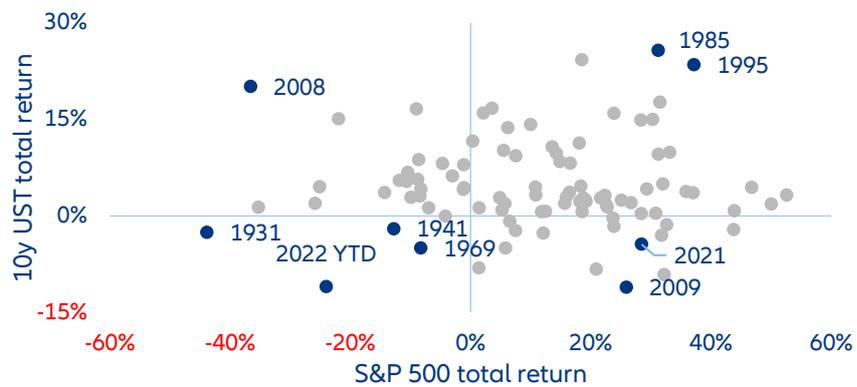
Finora nel 2022, la corsa record al ribasso tra le classi di attività ha eliminato qualsiasi vantaggio di diversificazione, lasciando gli investitori senza un posto dove nascondersi.. Dall'inizio del 2022, gli operatori di mercato hanno affrontato un ciclo ribassista estremo e da record, soprattutto per il reddito fisso. Ciò che rende unica questa corsa al ribasso è che non c'è stato alcun posto dove rifugiarsi, dato che le correlazioni tra le varie classi di attività sono ampiamente convergenti verso l'unità, annullando di fatto qualsiasi beneficio di diversificazione atteso ex-ante. Sebbene non sia la prima volta che assistiamo a questo tipo di comportamento del mercato (che si è verificato brevemente anche durante il "taper tantrum" del 2013 e la fase di Covid-19 precedente all'allentamento quantitativo), è estremamente raro che tali dislocazioni del mercato durino più di un anno. E non mostrano segni di attenuazione finché l'inflazione non si riduce (Figura 1). L'ultima volta che il reddito fisso e l'azionario hanno registrato una performance così negativa all'unisono per un periodo prolungato e nella maggior parte delle regioni è stato nel 2008 (Figura 2).

Figura 1: Confronto tra rendimento obbligazionario statunitense e azionario (y/a in % e pb)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

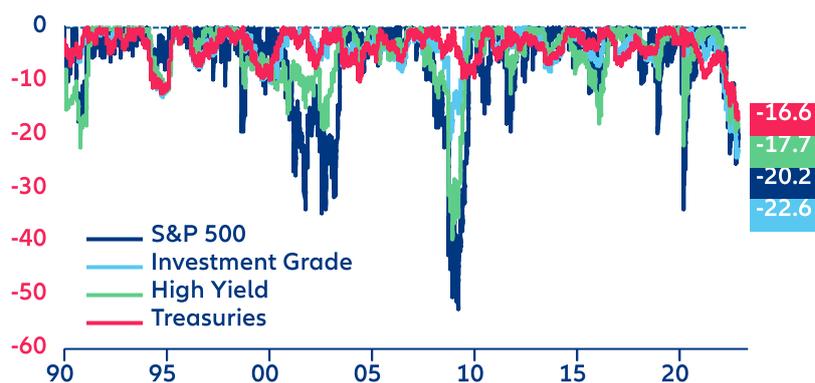
Figura 2: Rendimenti totali annui delle azioni statunitensi rispetto ai titoli di Stato a 10 anni (%)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research. Nota: i grafici per l'Eurozona sono disponibili in appendice.

In termini numerici, la performance negativa tra le principali asset class ha oscillato intorno al -15% e al -30%, con i prezzi degli asset che hanno attraversato ricorsivamente la linea del mercato orso (~ -20%). Tuttavia, a differenza di altre correzioni di mercato, la performance negativa isolata del credito societario (ossia gli spread creditizi) è stata relativamente contenuta in quanto la maggior parte della correzione del mercato è derivata da tassi a lungo termine più elevati piuttosto che da un aumento strutturale del rischio di credito societario basato sul mercato. Di conseguenza, e ad oggi, sembra che i mercati non si stiano ancora impegnando pienamente in un completo tracollo economico, il che implica che il valore sottostante della maggior parte degli asset non sarà sfidato al limite di "default". Ciò suggerisce che l'attuale correzione del mercato non si tradurrà in un'ondata strutturale e generalizzata di default. Se questo presupposto di mercato si è dimostrato corretto, è ora il momento giusto per entrare nel reddito fisso e/o nelle azioni alle valutazioni correnti (Figura 3).

Figura 3: Discesa a 1 anno nelle classi di attività statunitensi (%)



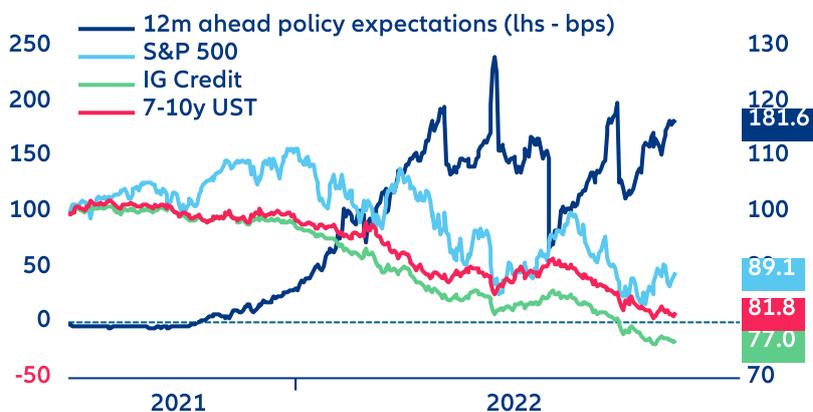
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

La performance obbligazionaria è attualmente trainata dalle banche centrali

Nel corso della storia dei mercati dei capitali, è stato estremamente difficile individuare tutti i driver dietro il mercato in modo direzionale. Tuttavia, questa volta, i mercati sono focalizzati sull'aumento dei tassi di interesse in un ambiente di "stagflazione". In passato, l'aumento dei tassi per rallentare la crescita economica e raffreddare l'inflazione è stata la norma. Tuttavia, la spinta inflazionistica odierna è stata molto più elevata, più improvvisa e più viscosa del previsto, portando a un riposizionamento più aggressivo del mercato. Inoltre, e a differenza del passato, tassi più alti non arrivano in un momento in cui l'economia si sta surriscaldando, ma quando lo shock dei prezzi dell'energia richiede alle banche centrali di aumentare i tassi per sopprimere la domanda più di quanto sarebbe normalmente necessario. Inoltre, l'aggiunta di una crisi geopolitica in Ucraina e il conseguente aumento dei prezzi dell'energia hanno ulteriormente posto le basi per una recessione più profonda. Poiché le fasi di "stagflazione" non sono la norma storica, questi fattori messi insieme hanno portato alla rottura della diversificazione del mercato poiché le correlazioni di rischio sovrano e societario sono rapidamente convergenti verso uno.

I mercati sono principalmente focalizzati sulla tripletta inflazione-crescita-politica monetaria (comprese le aspettative del mercato). In effetti, osservando la performance degli asset rischiosi e non rischiosi, scopriamo che l'attuale volatilità del mercato è stata guidata in larga misura dai cambiamenti nelle aspettative di politica monetaria (Figura 4), forse perché questa metrica di mercato tende ad essere una rappresentazione "quasi" in tempo reale del percorso atteso dell'inflazione e delle dinamiche di crescita..

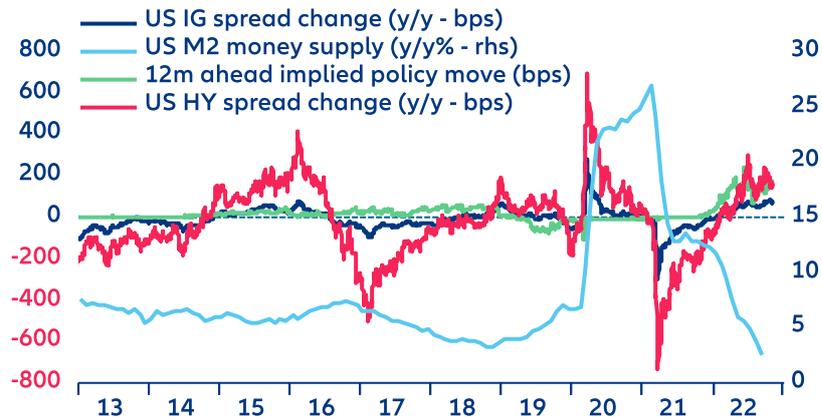
Figura 4: Reddito fisso e azioni statunitensi rispetto alle aspettative di politica monetaria (ricalcolato a 100)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Insieme alle variazioni dei tassi di riferimento delle banche centrali, anche lo stock e il flusso di sostegno monetario e fiscale stanno facendo la loro parte. Il ritiro del Quantitative Easing (QE) e persino l'inizio del Quantitative Tightening (QT) in alcune regioni continuano a pesare sulla circolazione monetaria e sulla determinazione dei prezzi degli asset, aggiungendo così una certa pressione attenuante sulla propensione al rischio e sull'andamento dei mercati. Questo effetto contrasta con il 2020, periodo in cui il bazooka monetario e fiscale è riuscito a mantenere a galla la propensione al rischio e la performance complessiva dei mercati (Figura 5).

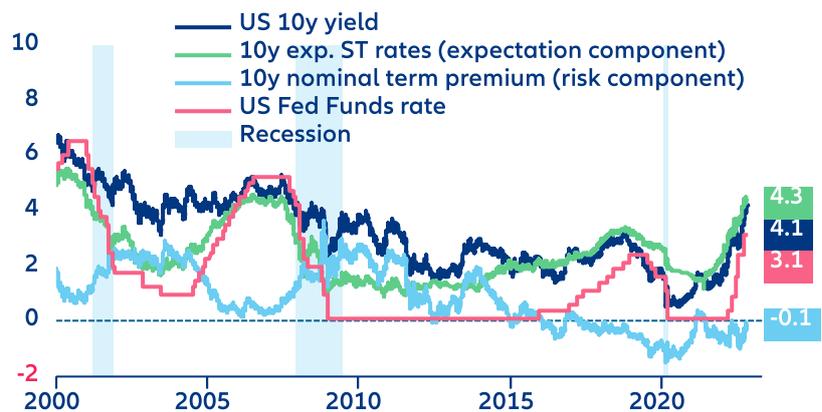
Figura 5: Credito societario USA rispetto alle aspettative di politica monetaria



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Nonostante non sia la norma, anche la situazione attuale non è insolita. La maggiore sensibilità alle variazioni dei tassi a breve termine tende ad accelerare all'interno dei cicli di rialzo e taglio delle banche centrali. Cioè, quando le banche centrali fanno un passo avanti per domare l'inflazione o per salvaguardare la stabilità economica, i movimenti dei tassi di riferimento delle banche centrali e del QE / QT dominano la performance e la direzionalità del mercato. Osservando le attuali determinanti della parte lunga della curva sovrana, si può dedurre che l'effetto dei cambiamenti nelle aspettative di politica monetaria stia attualmente guidando la maggior parte della curva. Allo stesso tempo, la componente di rischio (la componente più legata ai fondamentali e alle aspettative economiche a medio-lungo termine) sta avendo un effetto quasi trascurabile. Ancora una volta, questa dinamica di mercato sembra essere storicamente coerente, in quanto è solo durante i periodi di stabilità economica e politica che i fondamentali, rappresentati dalla componente di rischio, entrano in gioco e guidano gli sviluppi nella parte lunga della curva dei rendimenti (Figura 6)..

Figura 6: Scomposizione UST a 10 anni (in %)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

La nostra svolta politica prevista per il 2023, abbinata all'elevata sensibilità ai tassi a breve termine, aiuterà le strategie di lunga durata nel secondo semestre del 2023

Nell'ipotesi che la sensibilità ai movimenti dei tassi delle banche centrali rimarrà intatta nel prossimo futuro e cercando di utilizzare i tassi a breve termine come unico fattore determinante della parte lunga delle curve sovrane, la nostra modellizzazione implica che l'attuale prezzo di mercato, soprattutto negli Stati Uniti, sembra essere leggermente incoerente con i recenti movimenti nella parte breve della curva. Pertanto, prendendo sia le componenti strutturali che cicliche dei percorsi attuali e previsti della politica monetaria, l'UST a 10 anni e il Bund a 10 anni sembrano posizionarsi nella parte "ipervenduta". Per dirla in numeri, e riconoscendo la varianza intorno alla stima del nostro modello, i movimenti nella parte breve della curva UST suggeriscono un valore equo del 2,5% per l'UST a 10 anni, segnalando uno squilibrio vicino a 150 punti base rispetto all'attuale prezzo di mercato di ~ 4% (Figura 7).

Figura 7: UST modellato a 10 anni utilizzando i tassi dei Fed Fund (in %)*

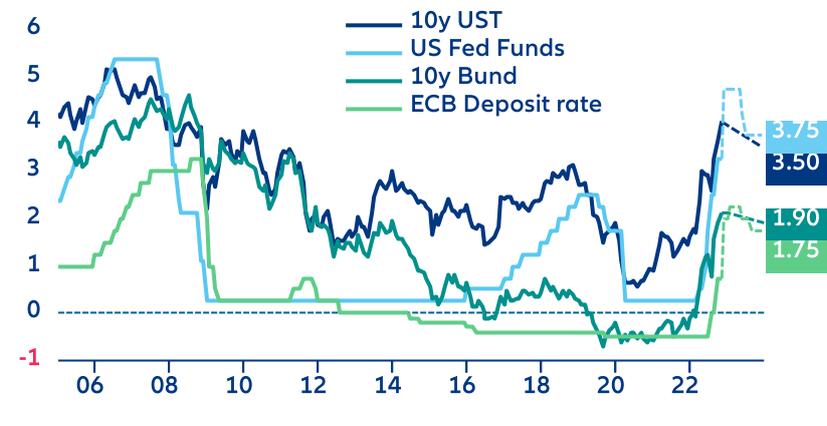


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

* Nota: rendimento UST a 10 anni modellato in funzione del tasso dei Fed Funds e del tasso dei Fed Funds esponenzialmente livellato; Stima in-sample fino al 2005.

Con questo in mente e seguendo il nostro scenario di politica economica e monetaria di una recessione economica più dura del previsto nel primo semestre 2023 che porterà a una svolta politica non appena entrati nel secondo semestre 2023, il perno politico storicamente timido ma considerevole dovrebbe esercitare pressioni al ribasso immediate su entrambe le estremità della curva dei rendimenti, portando a un riaggiustamento del mercato "positivo per i prezzi". Ciò dovrebbe invertire la serie di perdite del 2022 nel breve-medio periodo e potrebbe sostenere la premessa che le strategie di lunga durata potrebbero iniziare a sembrare interessanti ai livelli attuali (Figura 8).

Figura 8: Tassi delle banche centrali e sovrani a 10 anni (% - la linea tratteggiata è prevista dalle previsioni di AZ Research fino al 2023)



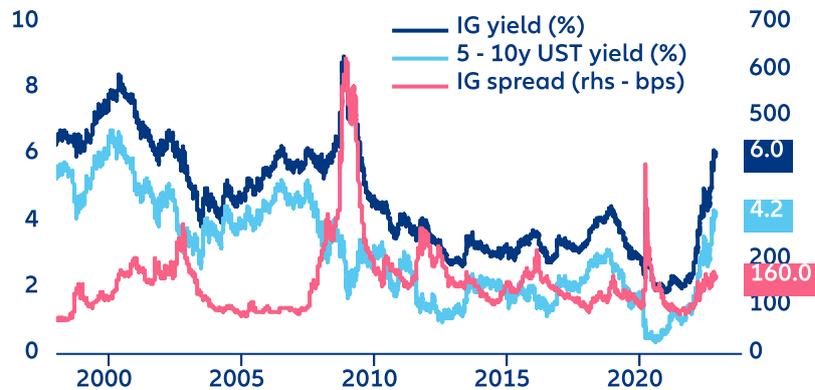
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Nel complesso, riconoscendo che la nostra attesa svolta politica deve ancora essere completamente scontata, il che dovrebbe consentire un'elevata volatilità a breve termine, i rendimenti al 4% e al 2% rispettivamente per gli UST e i Bund sembrano offrire una discreta ripresa per gli investitori sia hold-to-collect-and-sell che hold-to-maturity. Ma non tutto è positivo. Nei prossimi tre-sei mesi, l'elevata incertezza macroeconomica continuerà a esporre gli investitori tattici a un'elevata volatilità e a perdite di mercato a breve termine, rendendo così difficile un posizionamento completamente lungo. Nella seconda metà del 2023, tuttavia, i rendimenti a lungo termine dovrebbero iniziare a scendere verso il nostro obiettivo del 3,5% e dell'1,9% rispettivamente per gli UST e i Bund a 10 anni. Oltre il 2023, i rendimenti dovrebbero iniziare a stabilizzarsi e i fondamentali (componente di rischio) dovrebbero tornare a farsi sentire, con rendimenti che lentamente si avvicinano al 4-5% per il 10y UST e al 2-3% per il 10y Bund nel medio-lungo periodo..

Non si tratta solo di sovrani! Anche il credito alle imprese vuole rivendicare il suo posto nell'attuale contesto di mercato

In sincronia con i titoli sovrani, e a differenza di altri cicli di mercato, l'attuale andamento dei prezzi del credito societario, sia per investment grade (IG) che per high yield (HY), può essere attribuito in larga misura alla ripresa globale dei tassi sovrani. Isolando la mossa correlata al solo credito dal comportamento generale dei rendimenti del credito societario (vale a dire gli spread creditizi), è rivelatore che l'ampliamento degli spread societari è rimasto moderatamente contenuto e in una certa misura incoerente con il crollo del mercato azionario. Per questo motivo, e nonostante l'ampia sottoperformance del credito, i rendimenti societari sembrano iniziare a ricevere una certa attenzione, poiché gli operatori di mercato dovrebbero tornare al 2009 per trovare rendimenti vicini ai livelli attuali, in diretto contrasto con il contesto relativamente ristretto dello spread creditizio (ossia il rischio societario) (Figura 9).

Figura 9: Determinanti dei rendimenti societari IG statunitensi (in % e pb)

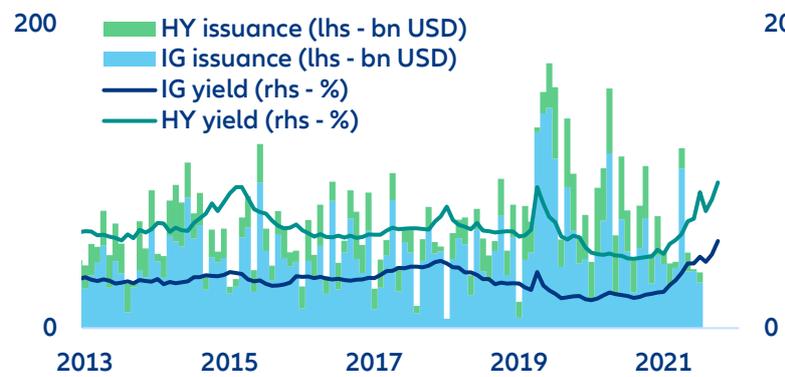


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Tuttavia, il quadro non è così favorevole nell'Eurozona. La vicinanza geografica dell'Eurozona al conflitto geopolitico ucraino e la sua elevata dipendenza dalle materie prime russe l'hanno messa in una posizione molto più difficile rispetto agli Stati Uniti. Sia il rischio di credito societario investment grade che quello high yield si sono ampliati in misura maggiore rispetto a quello delle controparti statunitensi. Ai livelli attuali, gli spread dell'EUR IG sono vicini ai livelli di Covid-19 e stanno lentamente strisciando verso i livelli della crisi dell'euro. Tuttavia, e nonostante questo forte picco del rischio di credito in EUR, l'aumento della parte lunga delle curve sovrane, e in particolare degli swap in EUR che si sono strutturalmente discostati dal Bund, rappresenta ancora oltre il 50% della sottoperformance del credito in EUR nel 2022.

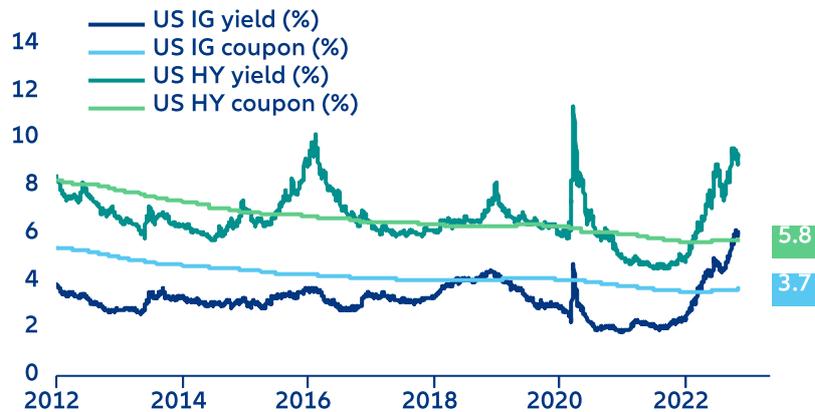
Nonostante gli spread societari relativamente ridotti, l'ampio aumento dei rendimenti del credito ha già mietuto le sue prime vittime. L'aumento complessivo dei rendimenti del credito societario e il conseguente aumento dei costi di finanziamento hanno portato a un rallentamento dei mercati primari, con le società, in particolare quelle con un rating high yield, che si sono astenute dal raccogliere liquidità nelle offerte pubbliche. In questo contesto, i CFO aziendali non sono disposti a bloccare costi di finanziamento più elevati e più lunghi a meno che non sia necessario, preferendo attendere una possibile svolta politica e maggiori aiuti fiscali. Di conseguenza, ciò ha innescato un forte rallentamento delle emissioni, che ha impedito che l'aumento dei costi di finanziamento passasse alle cedole (figure 10 e 11).

Grafico 10: Emissione di obbligazioni societarie statunitensi (miliardi di euro)



Fonti: FINIM, Refinitiv Datastream, Allianz Research

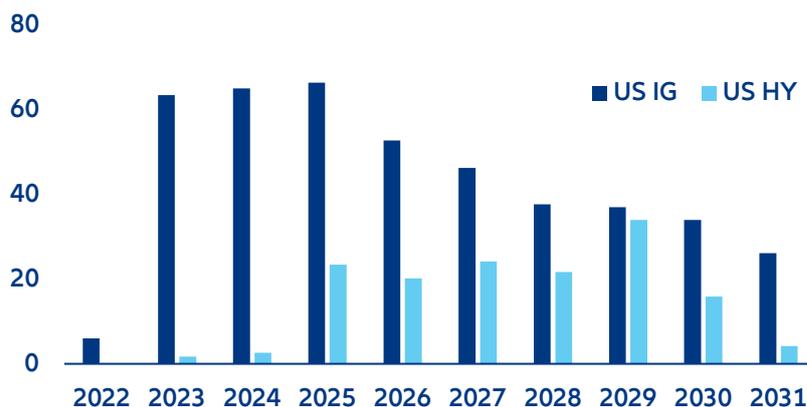
Figura 11: Rendimento societario USA vs cedole ponderate alla pari (in %)



Fonti: BofA, Refinitiv Datastream, Allianz Research

Grazie all'emissione sperimentata durante la fase iniziale di Covid-19, la maggior parte delle società ha già anticipato le proprie operazioni di rifinanziamento, bloccando costi di finanziamento estremamente bassi e di conseguenza spingendo la maggior parte delle loro esigenze di rifinanziamento verso il 2024-2025. Ciò consente un po' di respiro tanto necessario per i prossimi due o tre anni. Inoltre, e secondo i nostri calcoli e i profili di scadenza del debito societario, ci vorrebbero circa tre o quattro anni perché i mercati del credito generali sperimentino un notevole aumento delle spese per interessi, consentendo così un certo periodo di tempo per il riaggiustamento delle condizioni finanziarie (Figura 12). Tuttavia, se i costi di finanziamento non diminuiscono quando le imprese sono costrette a tornare sul mercato, inizieranno a comparire alcune pressioni attenuanti sulla capacità di rimborso del debito delle imprese, portando a una rapida ripresa dei prezzi di mercato.

Figura 12: Profilo delle scadenze del debito societario in essere negli Stati Uniti (in miliardi di USD)



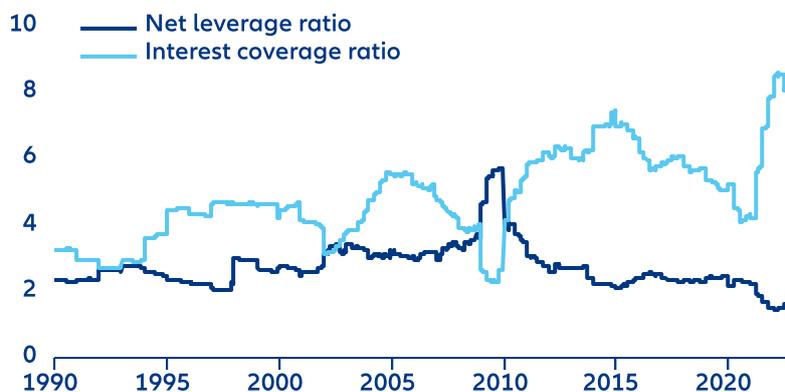
Fonti: Refinitiv Eikon, Allianz Research

* Nota: esclude il debito con scadenza dopo il 2031 e i perpetui

Tuttavia, le attuali condizioni fondamentali societarie sembrano ancora discrete. Ad oggi, e sia da una prospettiva di breve che di medio termine, i rapporti di rimborso del debito sono attualmente a un livello decente e dovrebbero fornire alle società un cuscinetto abbastanza

grande per affrontare qualsiasi volatilità a breve termine. Ciò dovrebbe portare a una performance intrinseca decente nei prossimi due anni e prevenire una grande ondata di downgrade e default (Figura 13).

Figura 13: Leva finanziaria netta statunitense e coefficienti di copertura degli interessi



Fonti: Refinitiv Datastream, Worldscope, Allianz Research

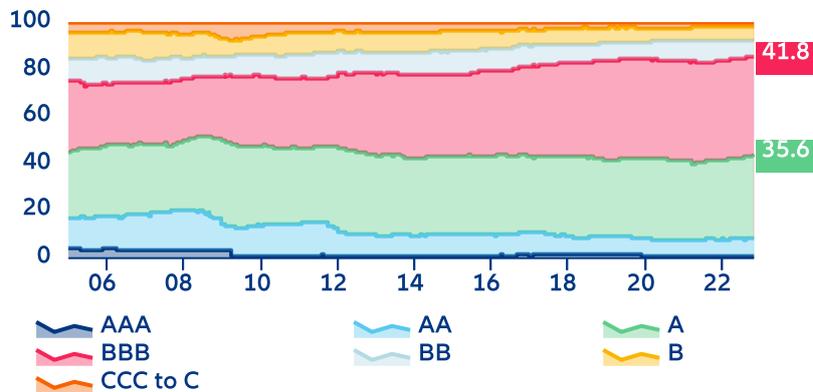
Tuttavia, il rischio di un'ondata consistente di angeli caduti (ossia di società declassate da investment grade ad high yield) sembra essere in aumento. A questo proposito, e secondo le metriche di mercato, il 12% del credito societario investment grade è scambiato a livelli coerenti con un declassamento del rating, il che implica che circa il 10-15% del credito BBB complessivo è a rischio di declassamento ad alto rendimento. Questo aumento del rischio di declassamento è importante in quanto la proliferazione del credito con rating BBB è stata piuttosto estenuante negli ultimi 15 anni, portando quasi la metà dell'universo creditizio a essere considerato appena al di sopra dell'high yield, aumentando così, in termini di volume, il numero di potenziali angeli caduti. Tuttavia, nonostante il rischio crescente di declassamenti di rating prezzato dal mercato, bisogna ammettere che nel 2020 i mercati hanno già sperimentato una grande ondata di angeli caduti. Di conseguenza, gli indici più ampi sembrano già abbastanza puliti, il che significa che l'ondata prevista di "fallen angels" potrebbe essere decisamente sopravvalutata (Figure 14 e 15).

Figura 14: Downgrade BBB scontati in % dei BBB



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research, Allianz Investment Management

Figura 15: Distribuzione del rating del debito societario statunitense (% del totale MV)



Fonti: Refinitiv Datastream, BofA, Allianz Research

Nel complesso, e in futuro, l'equilibrio tra venti contrari monetari e inflazionistici con fondamentali decenti e fattori favorevoli al perno della politica monetaria dovrebbe ancora fornire un certo cuscinetto per la performance del credito societario, aggiungendo alcune rilevanti pressioni di compressione a breve e medio termine sugli spread creditizi. Per questo motivo, rimaniamo costruttivi sul credito societario, ma riconosciamo che i prossimi sei mesi, caratterizzati da un'elevata volatilità, potrebbero ancora rappresentare un rischio a breve termine per la performance del credito societario, soprattutto per quanto riguarda l'high yield, giustificando quindi un'inclinazione verso la qualità (>BB). Dal punto di vista numerico, continuiamo a puntare a una compressione da piatta a timida sia per il credito investment-grade che per quello high-yield su entrambe le sponde dell'Atlantico, indipendentemente dal loro rating, e puntiamo a spread investment-grade di circa 160 pb e 190 pb entro la fine del 2022, rispettivamente per gli Stati Uniti e l'Eurozona. Prevediamo inoltre che la svolta politica e la tenuta economica generale innescheranno un'ulteriore compressione nel 2023, con gli spread di Stati Uniti ed Eurozona che si attesteranno su livelli prossimi a 130-140 pb. Per quanto riguarda l'high yield, prevediamo ulteriori pressioni fino al 1° trimestre 2023, con spread a 480 e 570 pb alla fine del 2022 rispettivamente per gli Stati Uniti e l'Eurozona. Successivamente, in sincronia con gli spread IG, prevediamo che gli spread ad alto rendimento si comprimano verso i 400-460 pb nel 2023 (Figura 16).

Figura 16: Previsioni sugli spread societari (in pb)

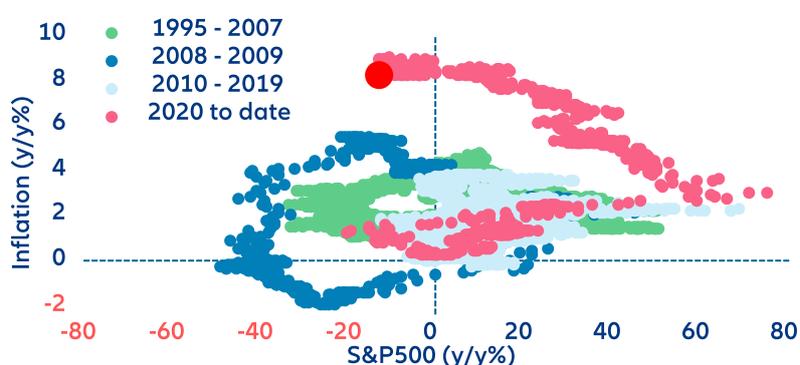


Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

I rischi a breve termine nelle azioni superano ancora il potenziale di rialzo rispetto al reddito fisso.

Insieme al credito societario e ai titoli sovrani, le azioni rimangono sotto pressione, con correzioni di mercato che raggiungono ribassi annuali massimi prossimi al 30%. A questo proposito, l'aumento dell'inflazione abbinato all'aumento dei rendimenti reali e dei tassi a breve termine è stato devastante per la performance azionaria e soprattutto per quei mercati con un'elevata propensione tecnologia/crescita (ad esempio il NASDAQ e l'S&P 500). La performance di quest'anno conferma l'idea che l'inflazione tenda a essere positiva per le azioni, purché non sia troppo elevata. A questo proposito, e secondo i nostri calcoli, un'inflazione inferiore o uguale al 4% tende ad essere positiva per la performance azionaria (Figura 17)

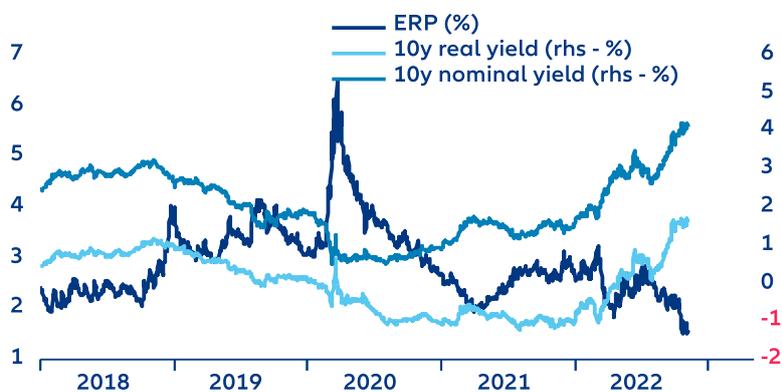
Figura 17: Inflazione USA - uragano azionario



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Dal punto di vista delle valutazioni e concentrandosi sui rapporti prezzo/utigli, il costante aumento dei tassi sovrani reali a lungo termine insieme a un appiattimento e alla stabilizzazione della curva delle aspettative di inflazione ha pesato sulle valutazioni azionarie e continua a farlo per il momento. A questo proposito, i mercati continuano a sottoperformare e rimangono, come nel caso del reddito fisso e attraverso effetti di secondo impatto, relativamente legati ai cambiamenti nelle aspettative di politica monetaria (Figura 18).

Figura 18: Premio per il rischio azionario statunitense (ERP) rispetto ai rendimenti reali a 10 anni



Fonti: IBES, Refinitiv Datastream, Allianz Research

Questo comportamento coincidente tra le valutazioni azionarie e la parte lunga della curva sovrana ha innescato un brusco aggiustamento del premio per il rischio azionario (ERP). Ma anche se il mondo ha sperimentato un crollo globale della propensione al rischio, la correzione ERP ha evidenziato alcune notevoli divergenze geografiche. Negli Stati Uniti, a differenza dell'Eurozona, l'ultima correzione azionaria ha portato l'ERP al di sotto della sua media di lungo termine, rendendo le azioni americane meno appetitose rispetto alle loro controparti europee. A questo proposito, la già severa correzione del mercato non sembra essere stata in grado di correggere tutte le valutazioni accumulate e gli squilibri di mercato negli ultimi 15 anni. Questo non è il caso dell'Eurozona e del Regno Unito, con l'ERP al di sopra delle medie di lungo termine e segnalando che i mercati azionari di quelle regioni potrebbero essere ipervenduti e potrebbero fornire un potenziale di rialzo rispetto al reddito fisso (Figura 19).

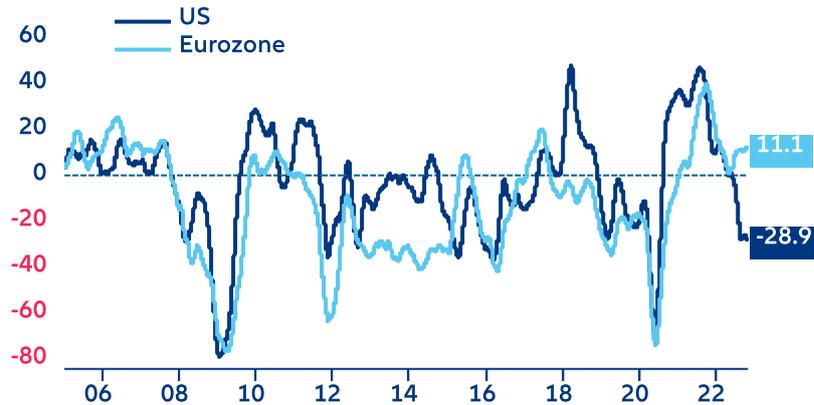
Figura 19: Premio al rischio azionario USA e Eurozona (ERP in % - le linee tratteggiate rappresentano medie a lungo termine)



Fonti: IBES, Refinitiv Datastream, Allianz Research

Dopo aver ammesso che le valutazioni azionarie sembrano discrete in alcune aree geografiche, va ribadito che la performance azionaria continua a essere fortemente trainata dai cambiamenti nelle aspettative politiche e, nel caso dell'Eurozona e del Regno Unito, è fortemente dipendente dal panorama geopolitico. Per questo motivo, e per cercare di vedere la foresta per gli alberi, è importante guardare ai fondamentali e alla tenuta prevista dei bilanci delle aziende rispetto all'attuale contesto economico e di mercato. A questo proposito, e guardando alla capacità di generare liquidità delle imprese, è evidente che il consenso del mercato continua a imprimere un'etichetta di sentimento ribassista alle aspettative sugli utili aziendali, esprimendo così un certo grado di sfiducia nella tenuta economica dei consumatori e delle imprese. È interessante notare che, a causa dell'elevata sensibilità dei mercati al flusso di notizie, i mancati guadagni sembrano portare a una correzione dei prezzi molto più severa che in altri casi. Come nel caso dell'ERP, l'Eurozona si separa dal resto del mondo, con il consenso del mercato che corregge il suo consenso sugli utili precedentemente "troppo negativo", riadattandosi a una resilienza europea superiore alle attese e, di conseguenza, portando a una sovraperformance relativa delle azioni EUR rispetto a quelle statunitensi. Una delle ragioni alla base della sovraperformance è stata l'indebolimento dell'euro che, nel complesso, ha favorito le imprese europee, spingendo così parzialmente al rialzo le revisioni a livello di singola impresa (Figura 20).

Figura 20: Ampiezza delle retribuzioni (in %)



Fonti: IBES, Refinitiv Datastream, Allianz Research

Nota: # delle revisioni al rialzo dell'utile per azione - # delle revisioni al ribasso dell'utile per azione in % del totale # delle stime

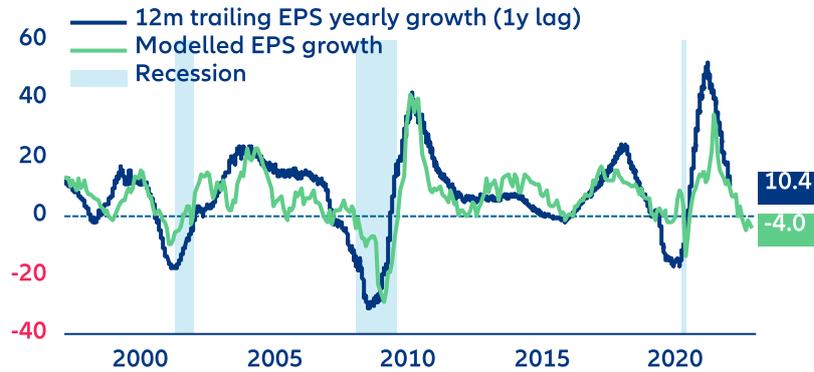
Ma anche se il consenso del mercato continua a diventare più ribassista, la crescita attesa degli utili continua a rappresentare un contesto lento ma ancora in divenire. Le aspettative di fondo delle società suggeriscono ancora uno scenario resiliente in quanto, in media, si prevede che genereranno afflussi positivi nei prossimi tre anni. Ciò indica una resilienza migliore del previsto rispetto a quella attualmente suggerita dagli indicatori macroeconomici e di sentiment. Tuttavia, e come tende ad accadere in periodi di elevata incertezza, le aspettative del mercato continuano a essere riadattate al ribasso man mano che vengono rilasciate ulteriori informazioni. A questo proposito, la revisione al rialzo del mercato per gli utili del 2022 è andata a scapito degli utili del 2023, dimostrando che i mercati si aspettano ancora una ripresa fondamentale peggiore del previsto per i mercati azionari nel 2023 (Figura 21). In effetti, il nostro modello di crescita degli utili per azione guidato dal macro implica che l'utile per azione dovrebbe contrarsi fino al -4% entro i prossimi 12 mesi, contrastando così con l'attuale consenso del mercato e dipingendo una prospettiva azionaria fondamentale peggiore del previsto per i prossimi 12 mesi (Figura 22).

Figura 21: Aspettative di crescita degli utili negli Stati Uniti (%)



Fonti: IBES, Refinitiv Datastream, Allianz Research

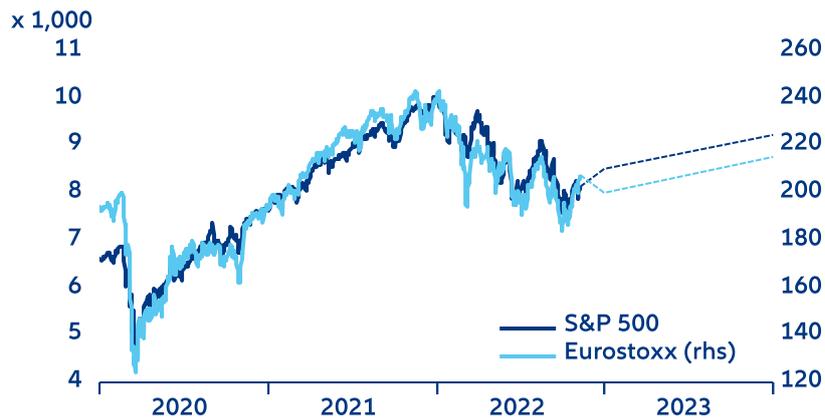
Figura 22: Modello di crescita dell'utile per azione USA (y/y%)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Nel complesso, prevediamo ancora che i mercati azionari rimarranno sotto pressione per i prossimi sei mesi, poiché l'incertezza sulle valutazioni, sui fondamentali e sull'effetto delle mosse della politica monetaria continuerà a pesare sulla propensione al rischio verso gli asset più rischiosi, bloccando una correzione complessiva del -15% sia per le azioni statunitensi che per quelle dell'Eurozona nel 2022. Ciononostante, e nonostante la volatilità prevista nel primo semestre 2023, i mercati azionari dovrebbero recuperare terreno nel secondo semestre 2023 sulla scia del calo dell'inflazione, del rinnovato slancio economico e dell'atteso cambiamento di politica monetaria che, a sua volta, dovrebbe portare a una performance superiore a una cifra nel 2023 e consentire una potenziale ripresa rispetto al reddito fisso. Tuttavia, e fino alla seconda metà del 2023, i mercati azionari non sembrano così interessanti come il reddito fisso poiché la loro attuale vulnerabilità ai cambiamenti del sentiment di mercato li rende più volatili (Figura 23).

Figura 23: Scenari azionari USA ed Eurozona



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Nel complesso, riteniamo che il reddito fisso abbia riacquisito una certa attrattiva dal punto di vista corretto per il rischio e possa rivelarsi un buon investimento nell'attuale contesto volatile e soprattutto nel 2023. Tuttavia, la volatilità del mercato a breve termine potrebbe ancora mettere in discussione la premessa di attrattiva a breve. Dopo la svolta politica prevista nel

2023, e da un punto di vista tattico, l'azionario e gli asset a rendimento più elevato dovrebbero sovraperformare tatticamente il resto del mercato, fornendo così ancora una volta una certa ripresa rispetto agli asset obbligazionari più sicuri.

L'attrattiva relativa del reddito fisso vale anche per i mercati emergenti?

Nelle precedenti ricerche¹, abbiamo identificato come l'attuale crisi colpirebbe i mercati emergenti più duramente di altre regioni, perché la Fed sarebbe costretta ad aumentare i tassi di interesse a un ritmo che non si vedeva dai tempi di Volcker. In questo contesto, i ME continuano a faticare a mantenere a galla le loro valute, con rendimenti sia in valuta locale che in valuta forte già a livelli che potrebbero rivelarsi insostenibili nel medio termine. Tuttavia, guardando agli episodi precedenti (ovvero i decenni persi in LatAm) o a ciò che sta accadendo attualmente nei paesi in via di sviluppo più piccoli (non estremamente rilevanti per il mercato obbligazionario globale, ma che ancora sollevano segnali di allarme), riteniamo improbabile che si verifichi un episodio di stress rilevante in qualsiasi grande mercato emergente².

Tuttavia, a differenza delle economie avanzate, riteniamo che da un punto di vista tattico il contesto attuale non sia ancora favorevole per il reddito fisso nei mercati emergenti. Per quanto riguarda i titoli sovrani in valuta forte, notiamo che tra i maggiori emittenti in USD (e ponderati negli indici EM), il boom delle materie prime ha fornito un po' di sollievo quest'anno, anche se destinato a peggiorare con il rallentamento della crescita economica, compensando il possibile rialzo derivante da un cambio di rotta della Fed statunitense. Nel caso delle obbligazioni sovrane in valuta locale, il forte aumento dei rendimenti potrebbe, da oggi, offrire alcune opportunità di ingresso, ma le continue pressioni derivanti da un dollaro forte manterranno alto il rischio di cambio, anche se lo si guarda da una prospettiva EUR. A questo proposito, l'intervento sul mercato dei cambi è stato importante e, sebbene la fine del ciclo di rialzi sembri vicina in molti paesi, questo era il caso anche tre mesi fa, quindi non può essere preso come una buona proxy per una svolta del cambio. Inoltre, il peso maggiore dei paesi asiatici, che inizialmente sembravano meno colpiti dalle pressioni inflazionistiche, non gioca a favore. Vediamo un margine più ampio per l'aumento dei rendimenti in questo gruppo di paesi, poiché le crescenti pressioni inflazionistiche e il riprezzamento delle politiche monetarie delle banche centrali, più aggressive, hanno raggiunto la regione più tardi rispetto al resto degli EM, dove i rendimenti si stanno già stabilizzando.

Nel complesso, e poiché la ripresa macroeconomica globale è destinata a raggiungere i mercati emergenti con un certo ritardo, e le società dei mercati emergenti tendono ad essere più esposte alle variazioni dei tassi d'interesse, riteniamo che non sia ancora il momento di puntare al reddito fisso dei mercati emergenti da una prospettiva tattica. Ciononostante, e dal punto di vista del carry potrebbero esserci ancora alcune sacche di valore sia nei titoli sovrani che nei titoli sovrani dei mercati emergenti che potrebbero rivelarsi interessanti ai livelli attuali, sebbene sia giustificato un elevato grado di selettività e controllo. Ciò è particolarmente vero nel caso delle società dei mercati emergenti, poiché i tassi di default sono attualmente elevati – in parte a causa della particolare situazione delle società immobiliari russe e cinesi – e in caso di tassi d'interesse superiori alle attese, non godranno delle stesse linee di sicurezza degli emittenti sovrani. Trattandosi di un'asset class ampia, la sua attrattiva relativa potrebbe migliorare alla fine del 2023 e oltre a causa dell'effetto di recupero macroeconomico dei paesi emergenti.

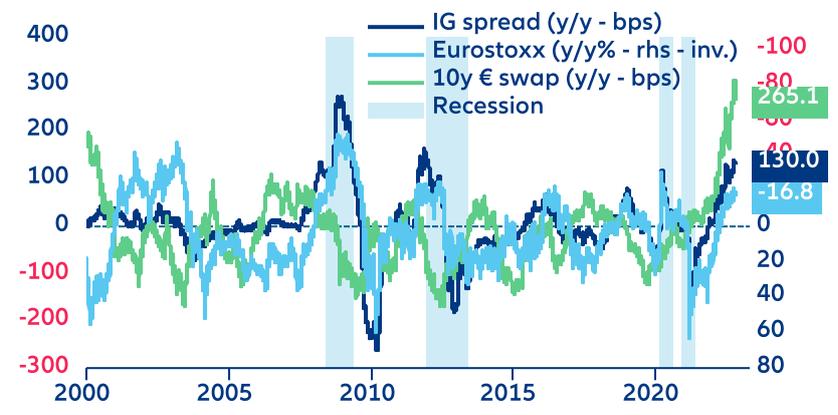
¹ Leggete il nostro rapporto *Emerging Markets: turbulent times ahead*, dove spieghiamo anche i driver dei nostri modelli.

² In *Reverse currency war puts emerging markets at risk* aggiorniamo la nostra valutazione dei grandi paesi a rischio di sofferenza a causa dell'aumento dell'USD.

In sintesi, le opportunità di rendimento nel debito dei mercati emergenti sono migliori rispetto agli ultimi anni, ma la turbolenza richiederà più tempo per dissiparsi. I danni del rallentamento globale e dei tassi della Fed non sono finiti e la volatilità nei prossimi mesi rimarrà elevata.

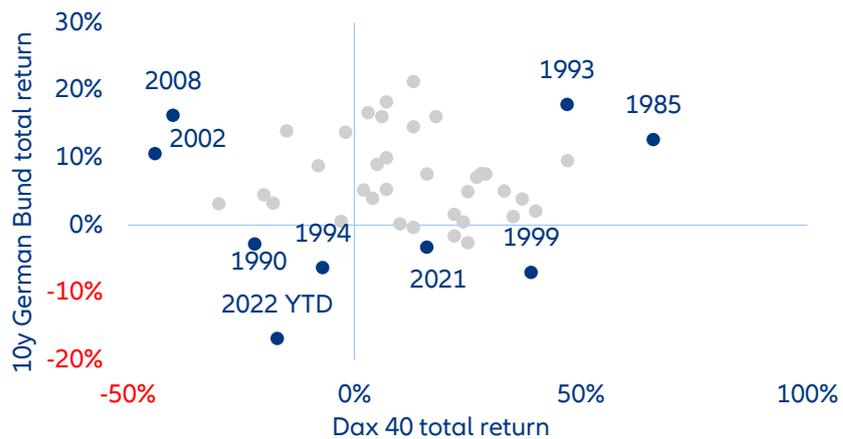
APPENDICE- CARNET EUROPEO

Figura 25: Confronto della performance del reddito fisso in EUR rispetto alle azioni (a/a in % e pb)



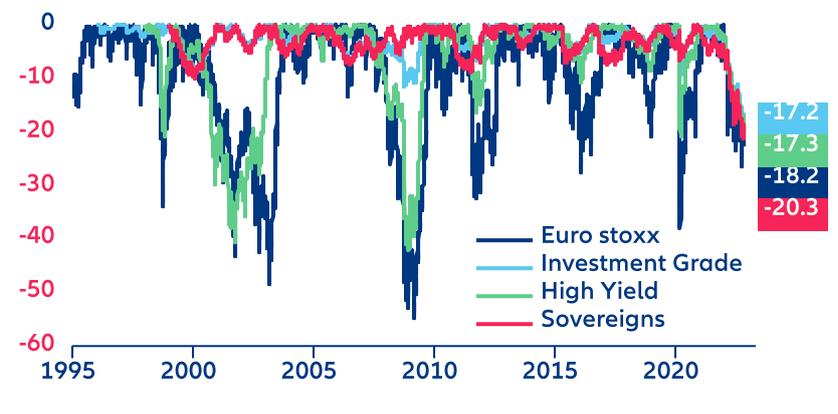
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 26: Rendimenti totali annui delle azioni tedesche rispetto ai titoli di Stato a 10 anni (%)



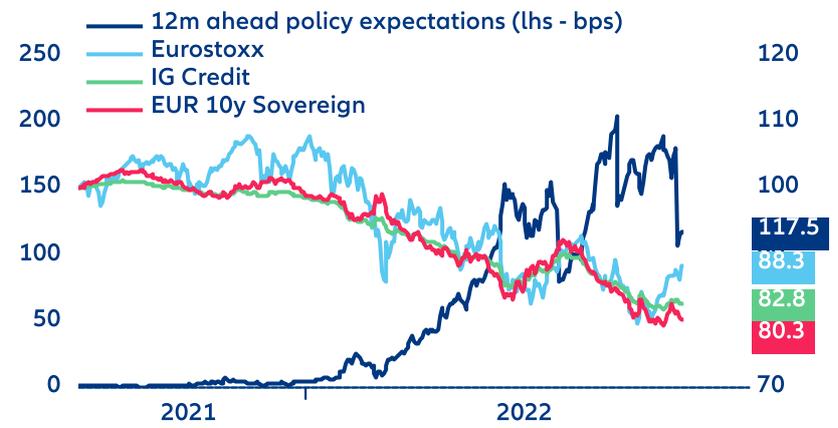
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 27: Discesa a 1 anno per le classi di attività in EUR (%)



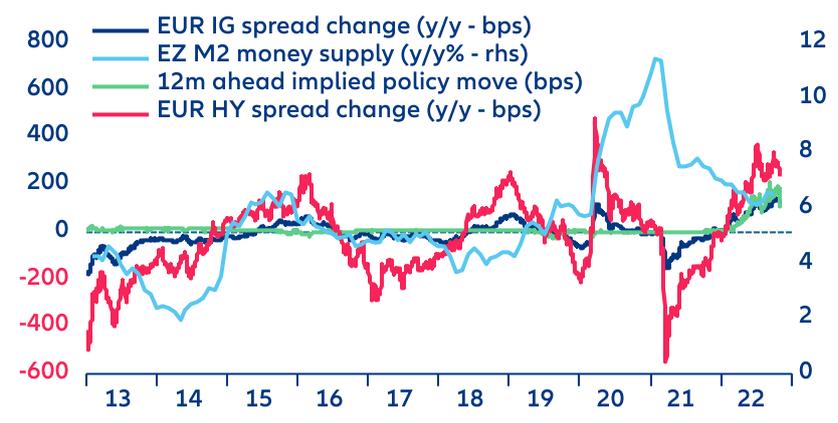
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 28: Reddito fisso e azioni in EUR rispetto alle aspettative di politica monetaria (ricalcolato a 100)



Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 29: Credito societario dell'Eurozona rispetto alle aspettative di politica monetaria



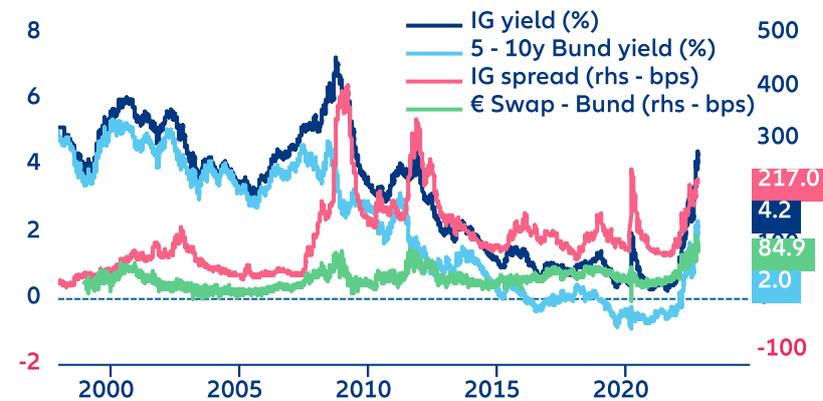
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 30: Scomposizione del Bund a 10 anni (in %)



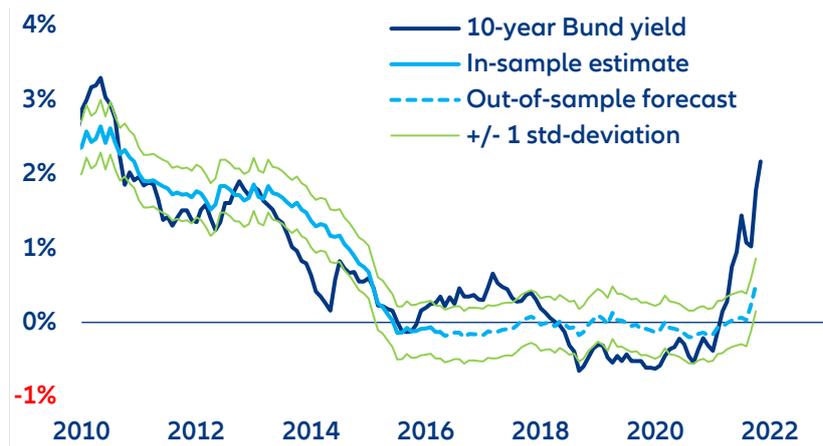
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 31: Credito societario dell'Eurozona vs Bund e EUR Swap



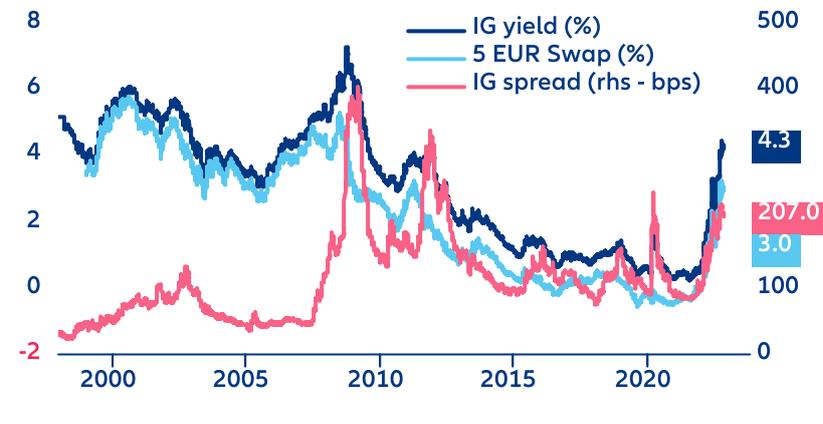
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 32: Bund modellato a 10 anni (in %)



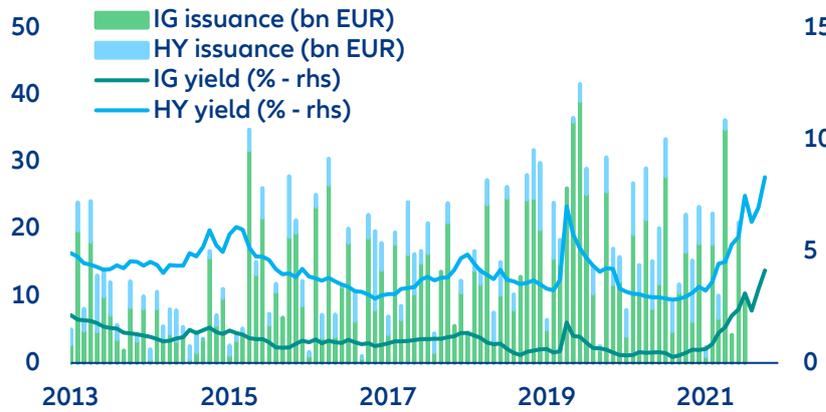
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 33: Determinanti dei rendimenti societari EUR IG (in % e pb)



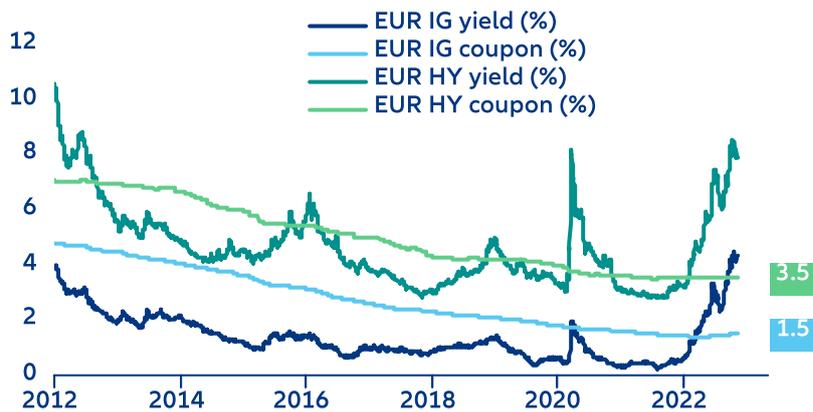
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Grafico 34: Emissione di obbligazioni societarie in euro (miliardi di euro)



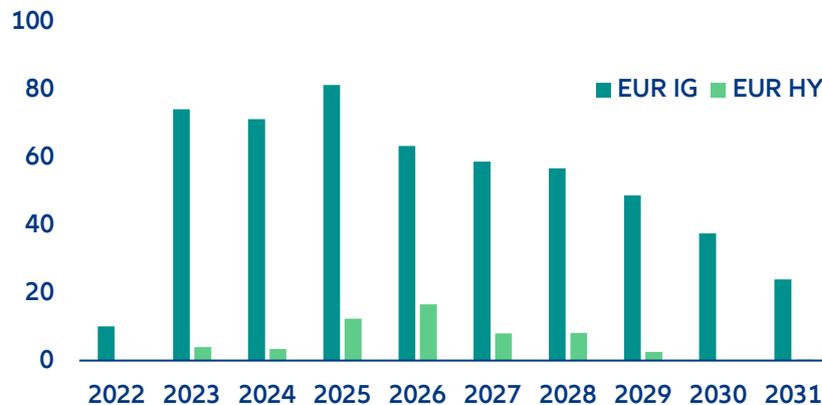
Fonti: FINIM, Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 35: Rendimento societario USA vs cedole ponderate alla pari (in %)



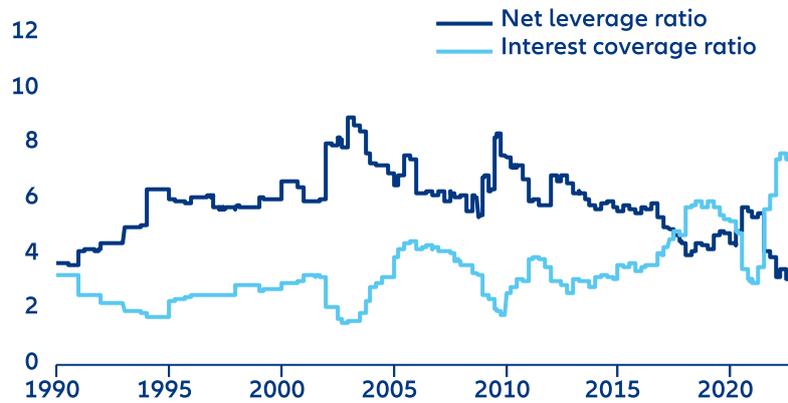
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 36 EZ: Profilo delle scadenze del debito societario in essere in EUR (in USD miliardi)



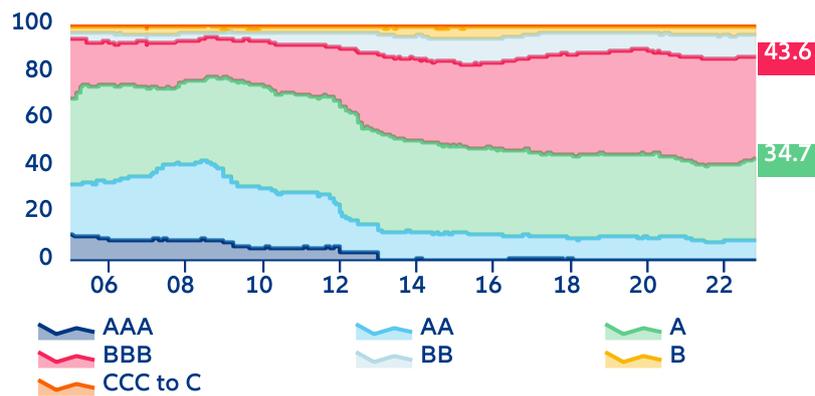
Fonti: Refinitiv Eikon, Allianz Research *Nota: Esclude il debito in scadenza dopo il 2031 e i perpetui

Grafico 37: Leva finanziaria netta in EUR e coefficienti di copertura degli interessi



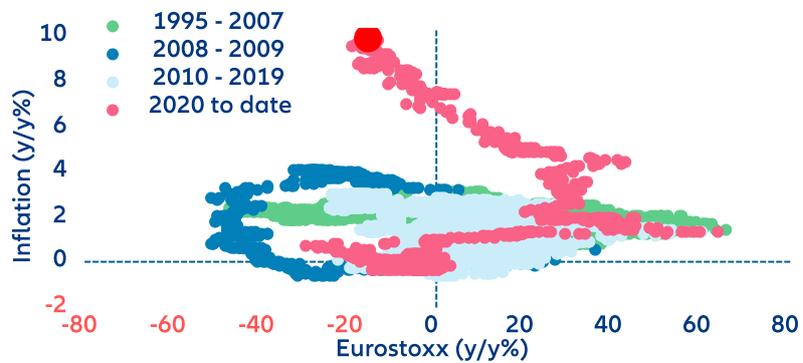
Fonti: Worldscope, Refinitiv Eikon, Allianz Research

Figura 38: Distribuzione del rating del debito societario in EUR (% del totale MV)



Fonti: Refinitiv Datastream, BofA, Allianz Research

Figura 39: Inflazione in EUR - uragano azionario



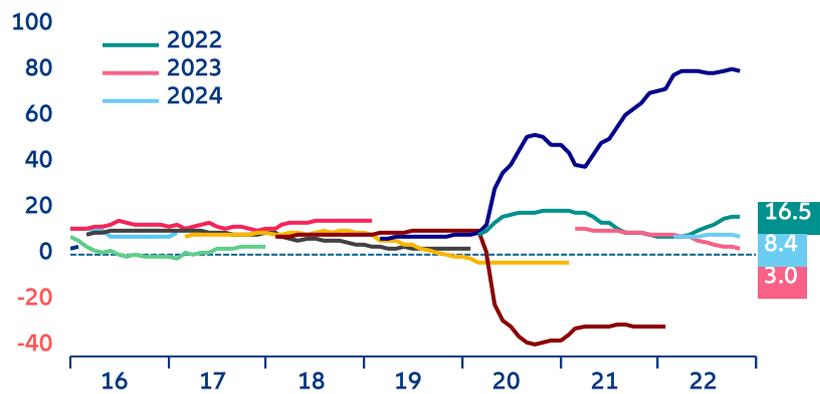
Fonti: Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 40: Premio per il rischio azionario (ERP) in EUR rispetto ai rendimenti reali a 10 anni



Fonti: IBES, Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 41: Aspettative di crescita degli utili in euro (%)



Fonti: IBES, Refinitiv Datastream, Allianz Research

Figura 42: Modello di crescita dell'utile per azione in EUR (y/y%)



Fonti: IBES, Refinitiv Datastream, Allianz Research

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla dichiarazione di non responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni contenute nel presente documento possono includere prospettive, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali che si basano su opinioni e ipotesi attuali della direzione e comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati, le prestazioni o gli eventi reali possono differire materialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono sorgere a causa, a titolo esemplificativo, (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nei mercati del Gruppo Allianz e non, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità del mercato, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità degli eventi di perdita assicurata, anche derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità, (v) livelli di persistenza dei fenomeni osservati, (vi) entità delle inadempienze creditizie, in particolare nel settore bancario, (vii) livelli dei tassi di interesse, (viii) tassi di cambio tra cui il tasso di cambio Euro / Dollaro, (ix) modifiche delle leggi e dei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) impatto delle acquisizioni, inclusi i relativi problemi di integrazione, comprese le misure di riorganizzazione e (xi) fattori competitivi generali, da considerarsi su base locale, regionale, nazionale e / o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o avere conseguenze più accentuate a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non assume alcun obbligo di aggiornare le informazioni o dichiarazioni previsionali contenute nel presente documento, salvo eventuali informazioni che devono essere divulgate dalla legge.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una serie di servizi forniti da Euler Hermes.