



Outlook 2015 Global View

Sintesi

- *Il 2014 è stato il settimo anno dallo scoppio della Grande Crisi Finanziaria (GCF). Eppure, gli investitori in euro devono ancora affrontare difficili sfide. La crescita nella zona euro ha perso nuovamente slancio, e l'inflazione è diminuita a tal punto da lasciare spazio ai timori di deflazione. Inoltre, rischi non trascurabili di instabilità geopolitica si sono aggiunti alla volatilità dei mercati finanziari.*
- *A seguito di tutto ciò, le principali banche centrali hanno accentuato una politica già fortemente accomodante. Questo ha incrementato il ritorno sugli investimenti già in essere ma a ciò si contrappone un ulteriore restringimento delle opportunità di nuovi investimenti.*
- *Per il 2015, ci aspettiamo che l'ambito degli investimenti rimanga impegnativo. In termini di macro globale, vediamo segni convincenti di una ripresa economica solo negli Stati Uniti. Sul lato investimenti, ci attendiamo una bassa redditività a livello globale, con picchi periodici nella volatilità dei mercati finanziari.*

2014: quello che è successo

Il 2014 è stato il settimo anno dallo scoppio della **Grande Crisi Finanziaria**. Eppure, nonostante i notevoli progressi in settori come gli squilibri delle partite correnti o le riforme istituzionali (ad es. la vigilanza bancaria e il *fiscal compact*), le sfide che l'investitore in euro deve affrontare sono rimaste impegnative, soprattutto a causa della nuova fase di rallentamento dell'attività nell'euro zona, la terza dall'inizio della GCF. L'Italia è entrata nuovamente in recessione mentre l'attività economica in Francia è stagnante. Anche in Germania, che finora è stata la spina dorsale dell'economia dell'euro zona, si assiste ad un rallentamento. Al contempo l'inflazione

ha rallentato significativamente. Spinto dalla riduzione dei prezzi energetici (da giugno il prezzo del petrolio al barile è sceso di 30 dollari US) e una domanda fiacca, il tasso d'inflazione al consumo nell'area dell'euro è sceso dallo 0,8% anno su anno, all'inizio del 2014, allo 0,3% nel mese di settembre. Il tasso core, che è calcolato escludendo i prezzi volatili dei generi alimentari e dell'energia, è rimasto su livelli più alti, poco sotto all'1%, ma i timori di deflazione nella zona euro sono aumentati. Il PIL nominale totale è aumentato di appena l'1,3% nel 2014, ben al di sotto del tasso tendenziale "normale" del 3,5% (obiettivo di inflazione del 2% e potenziale di crescita reale dell'1,5%). Quindi, a parte le **preoccupazioni** circa la **stagnazione secolare** o **addirittura la deflazione**, c'è il timore che, in alcuni paesi membri, i livelli di debito possano rivelarsi insostenibili, nonostante i rendimenti dei titoli di stato siano molto più bassi dopo l'introduzione dell'OMT della BCE a metà del 2012.

Nel frattempo in alcuni paesi membri i **rischi geopolitici** sono fortemente aumentati. Non solo il conflitto ucraino ha portato alla messa in atto di sanzioni commerciali, ma la fiducia degli investitori è stata compromessa dal conflitto palestinese, dalla lotta contro il gruppo terroristico islamico dell'IS e dalla diffusione dell'Ebola. In questo contesto, le principali banche centrali hanno mantenuto, se non addirittura aumentato, la loro posizione accomodante. In particolare, ciò è da imputare alle azione della Banca del Giappone e della BCE. Perfino la Fed ha ridotto il suo programma di acquisto di *asset* molto lentamente, continuando ad espandere il suo bilancio fino al mese di ottobre. La combinazione di crescita debole e abbondante liquidità delle banche centrali ha avuto quattro conseguenze. In primo luogo, i rendimenti dei titoli di stato core hanno toccato nuovi minimi storici (ad es. il tasso dei Bund a 10 anni è sceso allo 0,72%). In secondo luogo, gli spread governativi e del mercato obbligazionario privato hanno subito una forte compressione (75 punti



© iStock.com/wip.plus

PERFORMANCE DELLE CLASSI DI ASSET CHIAVE

Performance delle classi di asset chiave

| Obbligazioni | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| US | 6,1% | 9,9% | 2,2% | -3,4% | 5,1% |
| - base € | 13,5% | 13,6% | 0,6% | -7,6% | 16,7% |
| Area Euro | | | | | |
| - titoli di stato | 1,2% | 1,8% | 11,4% | 2,4% | 11,4% |
| - Periferia EA | -5,0% | -6,8% | 18,5% | 9,0% | 13,4% |
| - obbligazioni societarie | 5,1% | 3,9% | 10,5% | 1,7% | 8,0% |
| Azioni ordinarie* | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
| S&P500 | 15,1% | 2,1% | 16,0% | 32,4% | 13,7% |
| DJ STOXX | -1,9% | -13,2% | 19,6% | 22,7% | 6,3% |
| DAX | 16,1% | -14,7% | 29,1% | 25,5% | 1,9% |
| Topix | -3,0% | -17,3% | 22,9% | 56,7% | 9,6% |
| Periferia EA | -13,7% | -14,2% | 6,4% | 22,5% | 9,0% |
| MSCI BRIC | 9,8% | -22,7% | 14,9% | -3,3% | 2,7% |

* Indici di prestazione; valute locali; data: 24.11.14

base per la media ponderata dello spread periferico, dopo i 132 punti base dell'anno precedente). I primi due portano a **performance straordinarie del rendimento totale nell'area obbligazionaria**, nonostante rendimenti nominali bassi (vedere tabella). In terzo luogo, dopo anni di euro forte, è iniziata una fase di indebolimento della divisa europea (meno 4,3% in termini effettivi). Da ultimo, la volatilità dei mercati azionari è aumentata e i rendimenti, pur rimanendo positivi, non hanno replicato le ottime prestazioni messe a segno nel 2012 e 2013.

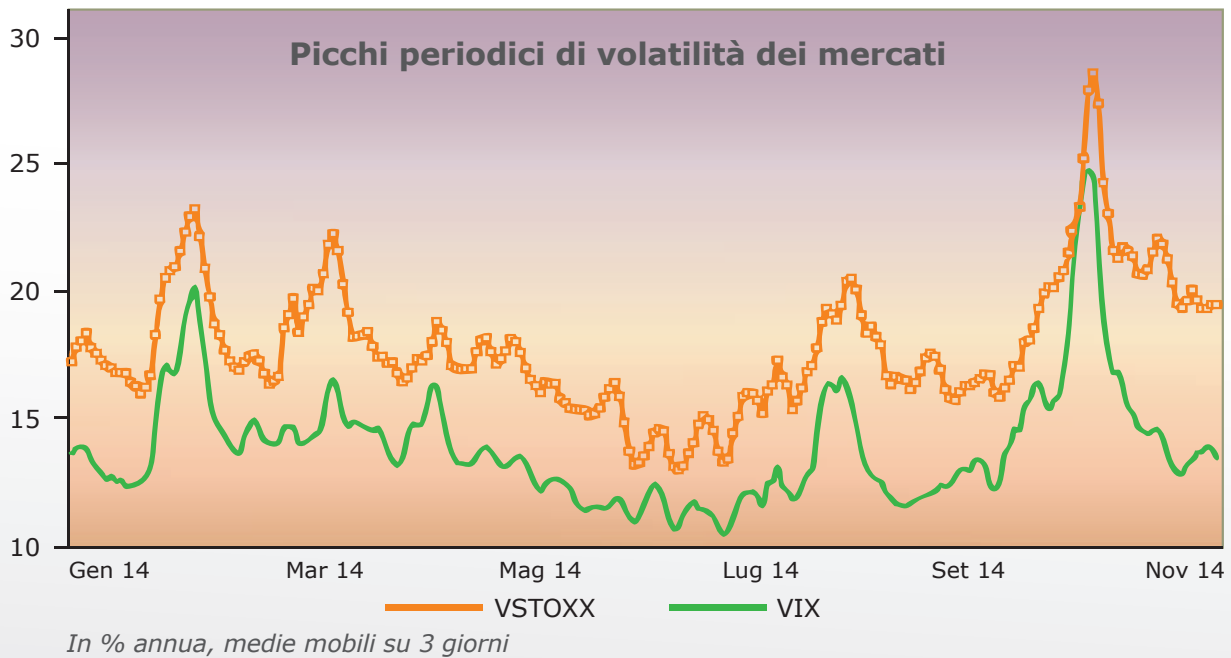
2015: marciare a un cilindro

Per il 2015, prevediamo che i **mercati finanziari** pongano ulteriori **sfide** agli investitori. Molto probabilmente l'economia degli Stati Uniti andrà bene. Data la forte crescita di posti di lavoro, l'aumento dei prestiti bancari e i prezzi del petrolio strutturalmente più bassi, la ripresa dovrebbe allargarsi. Ma non sarà così in tutto il mondo. I paesi in via di sviluppo, che tanto hanno contribuito in questi ultimi anni alla crescita globale, non avranno vita facile. Questo è vero soprattutto per la Russia e il Brasile. Ma anche in Cina, dove i funzionari cercano di spostare l'economia verso una domanda interna più forte, sarà difficile mantenere tassi di crescita superiori al 7%. In India, l'ultimo dei quattro paesi del "BRIC", i progressi sul piano delle riforme sotto il nuovo primo ministro Modi sono stati lenti e limitati finora. Le conseguenze per il mondo industrializzato sono che la domanda di importazioni da questi paesi continuerà a essere debole: lo è stata nel corso degli ultimi due anni ed è improbabile che tale scenario cambi nel 2015. Tutto ciò metterà ulteriormente sotto pressione la zona euro, dove le esportazioni sono state finora l'unico motore di crescita. Quindi, secondo quanto ci è dato capire, il mondo marcerà a un solo cilindro, gli Stati Uniti.

Gli ostacoli principali alla crescita della zona euro continuano a essere la bassa crescita del credito e i pochi investimenti. A dire il vero, le condizioni per i prestiti bancari sono migliorate dopo la verifica della qualità degli attivi terminata dalla BCE questo autunno e delle altre misure non ortodosse adottate da giugno (ABS/programma di obbligazioni bancarie garantite, TLTRO, tassi di deposito negativi, procedura di piena aggiudicazione). Tuttavia, se da una parte le condizioni di erogazione sono migliorate, dall'altra la domanda di credito non è migliorata. Le aziende sono ancora afflitte da grandi incertezze che, a nostro avviso, spiegano la scarsità della domanda e degli investimenti. L'incertezza più destabilizzante riguarda la domanda interna, alla quale si aggiunge la minaccia incombente di oneri fiscali più elevati, dal momento che i governi possono ancora essere tentati di inasprire le tasse invece di ridurre la spesa pubblica per risolvere i problemi di bilancio. Almeno nei paesi fiscalmente più forti, come la Germania, a nostro avviso sarebbe auspicabile un segnale chiaro di riduzione delle imposte per risollevarne la fiducia di famiglie e imprese. Purtroppo, tale auspicio non sembra avere riscontri nella realtà. Inoltre, gli interventi messi in atto dalle principali economie per affrontare le loro carenze strutturali continuano a procedere a rilento. Esemplificativi, a tale proposito, sono i casi di Francia e Italia. Anche in Germania tuttavia è cresciuto il criticismo nei confronti delle politiche economiche, perché tutte le misure adottate dalla "Grande coalizione" nel 2014 puntano nella direzione di un maggiore consumo sponsorizzato dal governo (ad es., il regime di prepensionamento, il pagamento di pensioni più alte per le madri con bambini nati prima del 1992) o con nuovi regolamenti (ad es., l'introduzione dei salari minimi). Manca ancora uno schema convincente per superare il basso livello di investimenti pubblici nelle infrastrutture, che è stato negativo su base netta per anni. Esiste quindi un rischio non trascurabile che il tasso di crescita della Germania scenda ulteriormente nel 2015. Al momento, prevediamo una crescita dell'1% circa. Ma non possiamo escludere a priori valori inferiori all'1%.

A prescindere dalla debolezza dello scenario macroeconomico, ci aspettiamo che la **politica monetaria** dovrà tenere conto e affrontare un altro **difficile anno sul fronte investimenti nella zona euro**. Con un'inflazione bassa e aspettative di inflazione e crescita economica al più modeste, prevediamo che la BCE annunci un programma di *Quantitative Easing* nel 2015. Probabilmente all'inizio sarà concentrato sulle obbligazioni societarie, ma non si possono più escludere anche acquisti diretti di titoli di stato. Da sola, questa prospettiva manterrà estremamente bassi i rendimenti a lungo termine delle obbligazioni sovrane. Attualmente, ad esempio, in Germania i rendimenti per scadenze fino a tre anni sono negativi. In Spagna, per la prima volta in assoluto, i rendimenti sono scesi al di sotto del 2% nel segmento dei 10 anni. Questo scenario di tassi estremamente bassi non cambierà in maniera significativa il prossimo





anno. Con i tassi dei titoli di stato a livelli così bassi, anche i rendimenti nel settore credito non potranno che rimanere depressi. In realtà, a causa della mancanza di alternative di investimento, sembra sempre più probabile che i rendimenti sul credito pubblico e privato continuino a scendere nel corso del 2015. In questo momento, il rendimento medio delle obbligazioni societarie *Investment Grade* nella zona euro è solo dell'1,4%. Per il 2015 ci aspettiamo che scendano all'1,3%. Di conseguenza, gli investitori faticeranno nel trovare investimenti interessanti nei principali mercati obbligazionari.

Un mondo a basso rendimento totale

I proventi dei nuovi investimenti obbligazionari soffriranno a causa dei rendimenti *core* estremamente bassi e degli spread creditizi molto stretti nel 2015. Per di più, dato il poco spazio di manovra per un ulteriore abbassamento del rendimento, i rendimenti totali non potranno eguagliare quelli registrati quest'anno. La questione sarà capire quali tipologie di investimento forniranno rendimenti migliori, in modo che gli investitori in euro possano beneficiare, almeno in parte, di una strategia di diversificazione. Vediamo cinque possibili aree di interesse:

- 1) **Dollaro USA:** nel 2014, il dollaro USA è salito di quasi il 10% nei confronti dell'euro. I fondamentali e la storia suggeriscono che la ripresa del dollaro non sia ancora finita. Dal lato fondamentale, assistiamo a un ulteriore sostegno al dollaro proveniente dal dinamismo della ripresa negli Stati Uniti, dal restringimento della politica monetaria della Fed e della probabile attuazione del *Quantitative Easing* della BCE. Sulla base di esperienze passate sappiamo che, in presenza di una svolta nel rapporto dollaro/euro, movimenti dal 20% al 30% tendono a essere

la norma piuttosto che l'eccezione. Anticipiamo quindi che il dollaro raggiungerà quota 1,15 sull'euro a fine 2015.

- 2) **Azioni:** nonostante periodiche esplosioni di volatilità, ci aspettiamo che le azioni, sia negli Stati Uniti sia nella zona euro, forniscano rendimenti positivi per il prossimo anno. Negli Stati Uniti dovrebbero continuare ad essere sostenute da un miglioramento dell'economia, che si tradurrà in maggiori profitti delle imprese. Nella zona euro, le azioni potrebbero subire la pressione derivante da una modesta ripresa economica, ma l'allentamento operato dalla BCE dovrebbe sostenere le borse. A questo proposito vale la pena notare che negli Stati Uniti l'effetto positivo sulle azioni è proseguito anche dopo l'annuncio del *Quantitative Easing*. Dopo la sua attuazione, infatti, le borse sono salite con decisione. In termini di euro, ci aspettiamo che i rendimenti delle azioni statunitensi superino di un buon margine quelle della zona euro.
- 3) **Obbligazioni dei mercati emergenti:** a differenza di quanto accade negli Stati Uniti o nella zona euro, in molti mercati emergenti i rendimenti sono piuttosto alti. Al momento, ad esempio, in Brasile i rendimenti sui titoli a tre anni sono del 12%. Inoltre, molte valute emergenti hanno già sofferto in previsione di un atteggiamento di minor espansione della Fed. La pressione sulle valute dei mercati emergenti potrebbe durare più a lungo, in particolare nel periodo precedente il primo rialzo della Fed, a metà del 2015. A nostro avviso, in caso di un ulteriore deprezzamento delle valute emergenti dai livelli attuali, la seconda metà del 2015 potrebbe rivelarsi un buon punto d'ingresso per una strategia di diversificazione del portafoglio in obbligazioni emergenti.
- 4) **Obbligazioni europee High Yield:** spinti da bassi tassi di default, politiche monetarie accomodanti e la mancanza di alternative di investimento, gli spread delle obbligazioni societarie *High Yield* sono diminuiti in misura significativa negli ultimi anni. Tuttavia, gli spread si sono riallargati in risposta alle previste restrizioni della Fed e all'indebolimento della ripresa nella zona euro nella seconda metà del 2014. Ai livelli attuali, riteniamo che le obbligazioni High yield nella zona euro rappresentino un'opportunità interessante. Motivo principale è l'ancor più flessibile orientamento della politica della BCE nel 2015. Ciò aumenterà ancora

di più la liquidità nei mercati finanziari e diminuirà la probabilità di un nuovo ciclo di default nel breve termine.

- 5) **Ripartizione tattica degli investimenti:** il 2015 sarà probabilmente l'anno in cui la volatilità nelle classi di attività ad alto rendimento, come le azioni o il credito, saranno soggette a picchi periodici. Questa è stata la lezione già appresa nel 2014. A nostro avviso, cercare di capitalizzare su tendenze mutevoli ma stabili migliorerà i rendimenti. A tale riguardo si consiglia di prestare attenzione al periodo precedente e successivo al primo rialzo dei tassi imposto dalla Fed a metà del 2015, perché è probabile che produrrà reazioni di mercato significative.

Una buona dose di rischi

Inutile dire che **i rischi non mancheranno**. Dal punto di vista politico, siamo preoccupati per le prossime elezioni in Grecia, Spagna e Portogallo, dove i partiti di opposizione cercano di sfruttare il clima di crescente frustrazione tra l'elettorato. Il 2015 sarà un anno in cui gli investitori globali guarderanno con attenzione il progresso delle riforme in Italia e Francia, due delle più grandi economie della zona euro. Esiste inoltre il rischio non trascurabile di un nuove tensioni sulle materie fiscali negli Stati Uniti, dovuto alla presenza della maggioranza repubblicana al Congresso. Non da ultimo, i rischi geopolitici rimarranno elevati. Potrebbero non avere l'effetto spesso sopravvalutato sull'economia globale, ma certamente hanno il potenziale di aumentare la volatilità del mercato anche nel 2015.



Klaus Wiener

Head of Tactical Asset Allocation

Generali Investments Europe Research ha condotto un'attenta ricerca e verificato le informazioni contenute in questa pubblicazione. Tuttavia, Generali Investments Europe Research non si assume alcuna responsabilità per la correttezza e la completezza delle informazioni.

Le informazioni e le opinioni contenute in questo documento sono considerate attendibili da Generali Investments Europe, ma non viene rilasciata alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, in merito alla loro accuratezza o completezza. Le opinioni costituiscono solo il giudizio di Generali Investments Europe e possono essere soggette a variazioni senza preavviso. Non devono essere considerate come base di valutazione di strategie o investimenti in strumenti finanziari. Il presente documento non costituisce un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari. Qualsiasi riproduzione, totale o parziale, di questo documento è vietata senza previa autorizzazione.