

Allianz Research | 12 Settembre 2024

Fed: la svolta che tutti aspettavamo

Nel sommario

Ludovic Subran
Chief Economist

ludovic.subran@allianz.com

Maxime Darmet
Senior Economist US-UK-France
maxime.darmet@allianz-trade.com

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

Bjoern Griesbach
Senior Investment Strategist and
Eurozone Economist
bjoern.griesbach@allianz.com

Manfred Stamer
Senior Economist Emerging
Europe
manfred.stamer@allianz-trade.com

Questa settimana esaminiamo quattro questioni critiche:

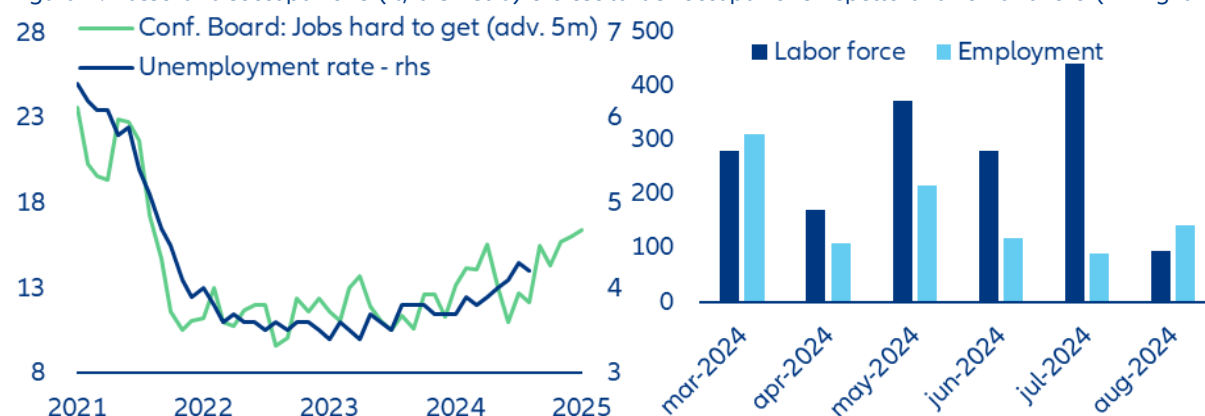
- **Fed: la svolta che tutti aspettavamo.** Dopo la più forte stretta monetaria degli ultimi decenni, la Fed si appresta a tagliare i tassi di interesse di 25 punti percentuali la prossima settimana. La stampa dell'IPC di agosto ha indicato che l'inflazione continua ad attenuarsi, mentre il tasso di disoccupazione è in decisa ascesa verso il 5% nei prossimi mesi, dal 4,2% di agosto. L'economia statunitense è rimasta straordinariamente resistente finora, grazie alla politica fiscale allentata e alla forte immigrazione, oltre che alla solidità dei bilanci aziendali. Sebbene i rischi di recessione siano aumentati, continuiamo a prevedere un "atterraggio morbido". In questo contesto, la Fed deve muoversi con cautela tra il rischio di rimanere indietro rispetto alla curva e il rischio di riscaldare nuovamente l'economia. Prevediamo un approccio equilibrato con tagli dei tassi di interesse di 25 punti percentuali in ogni riunione a partire dalla prossima settimana, che porterebbe il tasso dei Fed funds (fascia superiore) al 3,5% nel luglio 2025 dal 5,5% attuale.
- **Banca d'Inghilterra (BoE): in pausa in un contesto di solido slancio.** Dopo aver effettuato il primo taglio dei tassi ad agosto, ci aspettiamo che la BoE metta in pausa il suo ciclo di allentamento nella riunione della prossima settimana, poiché l'inflazione è destinata a risalire a +2,8% a/a a novembre, grazie agli effetti base sfavorevoli e all'aumento del tetto dei prezzi dell'energia da parte dell'Ofgem del +10% a ottobre. Le prospettive dell'inflazione dovrebbero migliorare nuovamente a partire da dicembre e ci aspettiamo che l'obiettivo del 2% venga raggiunto in modo sostenibile prima della metà del 2025. In questo contesto, è probabile che la BoE tagli il tasso bancario di 25 pb a novembre, salti a dicembre e poi tagli di 25 pb in ogni riunione del 2025, fermandosi a settembre 2025 una volta raggiunto il 3,25%.
- **Polonia: Privilegiare la crescita rispetto al consolidamento fiscale comporta dei rischi.** La crescita economica della Polonia dovrebbe rimanere robusta, trainata dalla domanda interna grazie alla politica fiscale espansiva (2024: +3%, 2025: +3,8%). Tuttavia, la proposta di bilancio per il 2025 mette in discussione il consolidamento fiscale e comporta rischi fiscali a medio termine. Ci aspettiamo che il governo inizi a consolidare il bilancio a partire dal 2026, stabilizzando così il rapporto debito pubblico/PIL intorno al 56%. In uno scenario negativo, senza consolidamento fiscale, il debito pubblico continuerebbe a crescere e supererebbe il 60% entro il 2027. Nel breve termine, la proposta di bilancio polacca presenta rischi inflazionistici e probabilmente ritarderà i tagli dei tassi d'interesse fino al secondo trimestre del 2025.
- **Fine dell'inversione della curva dei rendimenti negli Stati Uniti: e adesso?** Dopo la più lunga inversione della storia, la curva dei rendimenti statunitense è tornata ad avere una pendenza positiva. Questo significa che si profila una recessione? Non proprio, perché crediamo ancora in un atterraggio morbido senza un forte sell-off degli asset rischiosi. Tuttavia, in questo

momento preferiamo le obbligazioni alle azioni. L'evidenza storica mostra che i flussi di capitale si sono tipicamente mossi nella direzione opposta in questa fase di spostamento della curva dei rendimenti; il senno di poi rivela che spesso questa non è stata la scelta finanziaria ottimale.

Fed: la svolta che tutti stavamo aspettando

Dopo la più forte stretta monetaria degli ultimi decenni, il tanto atteso cambio di rotta è finalmente arrivato: La Federal Reserve statunitense è pronta a tagliare i tassi di interesse per la prima volta dal marzo 2022. In un contesto di inflazione in calo e di indebolimento del mercato del lavoro, la Fed dovrebbe dare il via a un ciclo di allentamento nella prossima riunione del 17-18 settembre. La stampa dell'IPC di agosto ha indicato che l'inflazione è ora saldamente al di sotto del 3% su base annua (al +2,5%). Nel frattempo, il tasso di disoccupazione si trova su una traiettoria saldamente al rialzo e l'indagine "Jobs hard to get" del Conference Board suggerisce che aumenterà ulteriormente nei prossimi mesi, avvicinandosi al 5% dal 4,2% di agosto (Figura 1, a sinistra). Il taglio della prossima settimana sarà il primo dopo che la Fed ha aumentato i tassi di interesse in modo aggressivo tra marzo 2022 e luglio 2023, mantenendo i tassi elevati da allora. Con un aumento del tasso sui Fed Funds di +10 punti percentuali da marzo 2022 in termini corretti per l'inflazione, questo è stato il ciclo di inasprimento più rapido della storia, ben al di sopra dei precedenti record del 2004 e del 1972 (Figura 1, a sinistra). Ciononostante, l'economia statunitense è rimasta straordinariamente resistente fino ad oggi. Infatti, a parte l'indebolimento del mercato del lavoro, l'economia non mostra ancora segni di debolezza su larga scala, grazie alla politica fiscale allentata e alla forte immigrazione, nonché alla solidità dei bilanci aziendali. Il rapporto tra pagamenti netti per interessi e utili al netto delle imposte è addirittura diminuito per le società non finanziarie nonostante i tassi di interesse elevati, una tendenza che si discosta dai passati episodi di stretta monetaria (Figura 2, destra)¹. Nel complesso, prevediamo una solida crescita del PIL statunitense pari al +2,3% annualizzato nel terzo trimestre 2024 (dopo il +3,0% del secondo trimestre 2024).

Figura 1: Tasso di disoccupazione (% a sinistra) e crescita dell'occupazione rispetto alla forza lavoro (in migliaia, mensile)



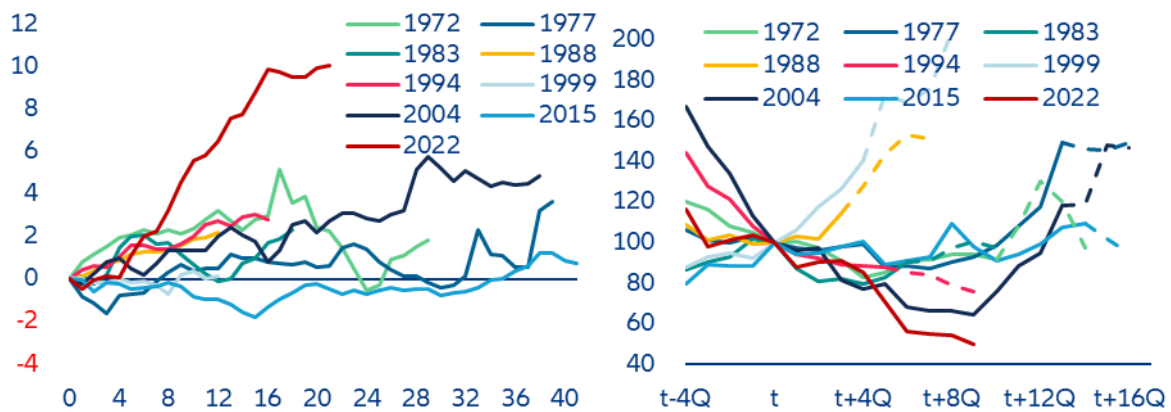
Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Prevediamo una serie di tagli dei tassi di interesse di 25 punti percentuali in ogni riunione a partire dalla prossima settimana, in quanto la Fed si troverà a bilanciare un mercato del lavoro che si sta ammorbidendo e un'economia ancora resistente. Il tasso dei Fed Funds dovrebbe raggiungere il 3,5% nel luglio 2025. L'indebolimento del mercato del lavoro e il calo dell'inflazione potrebbero indurre alcuni funzionari del FOMC a premere sempre di più per tagli dei tassi di 50 punti percentuali, invece dei 25 punti percentuali che prevediamo in ogni riunione fino a luglio 2025. Tuttavia, il mercato del lavoro non è così debole come sembra a prima vista. Il tasso di licenziamento privato rimane molto basso, mentre le richieste iniziali di disoccupazione settimanali non sono particolarmente elevate (intorno alle 230-250 mila unità) rispetto al 2023. In breve, le aziende statunitensi non

¹ La maggior parte delle società statunitensi è stata in grado di estinguere il proprio debito pre-Covid 19 con scadenze lunghe e tassi d'interesse fissi, mentre le loro ingenti disponibilità liquide sono state investite in attività ad alto rendimento come i T-bills del governo statunitense. Di conseguenza, le spese per interessi sono diminuite in modo sostanziale.

stanno licenziando lavoratori, il che sarebbe un segnale preoccupante per gli effetti negativi sulla fiducia e la riduzione della spesa. Inoltre, la crescita dell'occupazione è morbida ma non del tutto debole, secondo l'indagine sugli stabilimenti (Figura 1, a destra). E la crescita della forza lavoro² è stata forte, in parte alimentata dall'ondata di immigrazione. Ciò ha contribuito a far salire il tasso di disoccupazione. Tutto ciò suggerisce che l'aumento del tasso di disoccupazione si spiega soprattutto con l'ingresso di nuove persone nella forza lavoro piuttosto che con i lavoratori licenziati e l'indebolimento della domanda. In questo contesto, la Fed deve muoversi con cautela tra il rischio di rimanere indietro rispetto alla curva (restringendo troppo a lungo) e il rischio di riscaldare nuovamente l'economia e di allentare eccessivamente le condizioni finanziarie in un contesto di bilanci aziendali solidi, allentando troppo rapidamente. Per questo motivo ci aspettiamo un approccio equilibrato con tagli dei tassi di interesse di 25 punti percentuali in ogni riunione a partire dalla prossima settimana, che porterebbe il tasso dei Fed funds (fascia superiore) al 3,5% nel luglio 2025³.

Figura 2: Tasso sui Fed Funds corretto per l'inflazione (sinistra) e pagamenti di interessi netti/profitti al netto delle imposte (destra)



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research. *Grafico a sinistra: 0 = mese del primo rialzo dei tassi d'interesse, scostamento del tasso d'interesse reale in punti percentuali; grafico a destra: t = trimestre del primo rialzo dei tassi d'interesse, indicizzato a 100, scostamento del rapporto tra pagamenti netti e interessi. Le linee tratteggiate mostrano la variabile oltre il ciclo di inasprimento (quando la Fed inizia a tagliare i tassi di interesse).

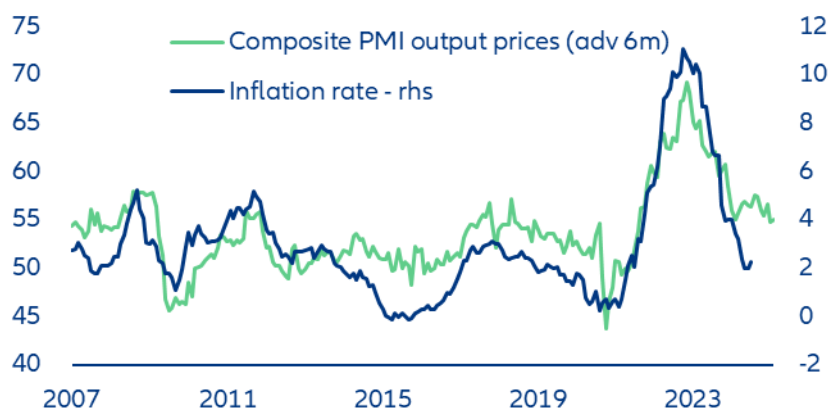
La Banca d'Inghilterra: in pausa in un contesto di solido slancio

Dopo il primo taglio dei tassi ad agosto, ci aspettiamo che la Banca d'Inghilterra (BoE) sospenda il suo ciclo di allentamento nella riunione della prossima settimana, poiché l'inflazione è destinata a risalire. La BoE ha abbassato il tasso bancario di 25 pb, portandolo al 5%, in agosto, sulla scorta della moderazione delle pressioni inflazionistiche, con l'inflazione CPI su base annua (a/a) che ha raggiunto l'obiettivo del 2% sia in giugno che in luglio, e la crescita dei salari che continua a diminuire. Tuttavia, la Banca ha anche messo in guardia dal rischio di un riaccendersi dell'inflazione nel medio termine e la decisione è stata combattuta, con una stretta maggioranza di cinque membri del MPC che hanno votato a favore del taglio dei tassi bancari contro quattro contrari. Nei prossimi mesi, ci aspettiamo che l'inflazione annuale salga a circa +2,8% annuo a novembre, poiché i) gli effetti base sfavorevoli continueranno a manifestarsi negli ultimi mesi del 2024 e all'inizio del 2025 e ii) il tetto dei prezzi energetici dell'Ofgem aumenterà del +10% (da 1.568 a 1.717 sterline all'anno) a ottobre. Questa previsione è in linea con le indagini sui prezzi alla produzione condotte dalle imprese (Figura 3).

² Consideriamo una versione "corretta" della forza lavoro che somma l'occupazione dell'indagine sugli stabilimenti con la disoccupazione dell'indagine sulle famiglie, a causa del recente sottoconteggio dell'aumento dell'immigrazione nei dati sull'occupazione.

³ Questo è vicino alla nostra stima del tasso di interesse neutrale, che probabilmente è molto più alto rispetto agli anni 2010 a causa di i) una maggiore volatilità dell'inflazione, ii) deficit pubblici più ampi e iii) bilanci solidi del settore privato.

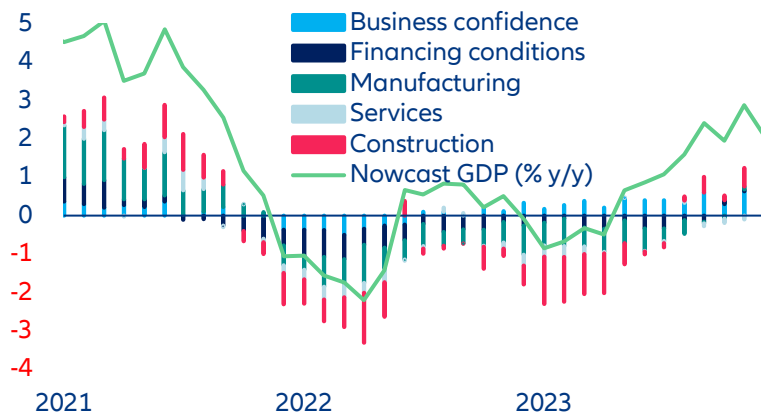
Figura 3: Inflazione CPI nel Regno Unito e prezzi alla produzione PMI compositi



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

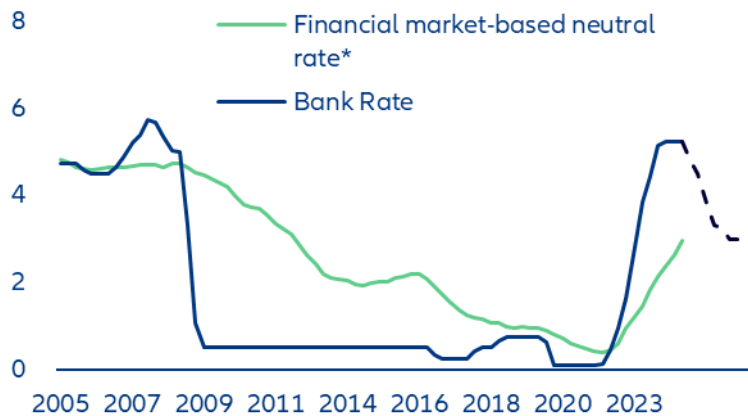
In questo contesto, prevediamo un taglio dei tassi a novembre e il raggiungimento di un tasso terminale del 3,25% entro settembre 2025. Le prospettive dell'inflazione dovrebbero ricominciare a migliorare a partire dalla fine del 2024/inizio 2025 e ci aspettiamo che l'obiettivo del 2% venga raggiunto in modo sostenibile da marzo/aprile 2025. In particolare, la crescita dei salari si è notevolmente attenuata di recente, con la media mobile a tre mesi delle retribuzioni settimanali che si è ridotta al +4,0% annuo a luglio, rispetto al +4,6% di giugno. Inoltre, con il +5,2% annuo a luglio, l'inflazione dei servizi rimane troppo elevata per i gusti della BoE, ma le indagini sulle imprese indicano che le aspettative sui prezzi di vendita delle aziende hanno raggiunto il loro intervallo storico; l'inflazione dei servizi dovrebbe normalizzarsi rapidamente fino alla fine del 2024 e alla prima metà del 2025, poiché la domanda di servizi al consumo dovrebbe continuare a rallentare. Nel complesso, lo slancio economico è stato solido quest'anno (dopo un debole 2023), sostenuto dalla ripresa del settore delle costruzioni e dall'aumento della fiducia delle imprese (Figura 4). In effetti, le condizioni di finanziamento si sono allentate prima che la BoE iniziasse il ciclo di allentamento. L'impulso creditizio, che misura la variazione dei flussi di credito privato e ha un vantaggio di un anno sulla crescita del PIL, ha iniziato a riprendersi, diventando positivo da aprile per la prima volta da marzo 2021. Infine, la BoE sarà certamente cauta sulle prospettive di crescita dei salari, vista la recente serie di aumenti salariali del settore pubblico superiori all'inflazione decisi dal governo durante l'estate. In questo contesto, riteniamo che la BoE adotterà un ciclo di allentamento lento, bilanciando la normalizzazione dell'inflazione e il rischio di surriscaldamento delle condizioni finanziarie. Prevediamo che taglierà il tasso bancario di 25 pb a novembre, salterà a dicembre e poi taglierà di 25 pb in ogni riunione del 2025, fermandosi a settembre 2025 una volta raggiunto il 3,25%, che è la misura basata sul mercato finanziario del tasso neutrale del Regno Unito (Figura 5).

Figura 4: previsioni sul PIL del Regno Unito e componenti di Allianz Research



Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research

Figura 5: Previsioni di Allianz Research sui tassi bancari (%)

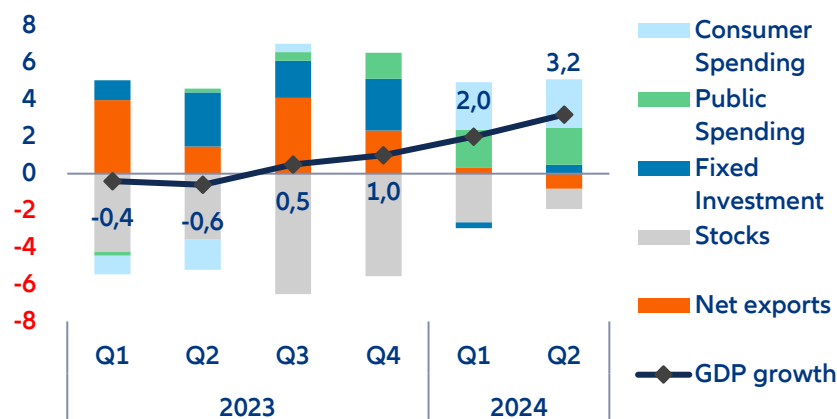


Fonti: LSEG Workspace, Allianz Research. * media mobile triennale del tasso a termine a tre anni, tasso a un anno

Polonia: Privilegiare la crescita rispetto al consolidamento fiscale comporta dei rischi

La crescita economica dovrebbe rimanere robusta nei prossimi trimestri, dopo una ripresa sorprendentemente forte nella prima metà dell'anno, trainata dalla domanda interna grazie alla politica fiscale espansiva. La crescita del PIL reale della Polonia è accelerata al +3,2% annuo nel 2° trimestre dal +2% del 1° trimestre. La spesa pubblica è diventata un motore di crescita fondamentale negli ultimi trimestri, con un'impennata di quasi +11% annuo nella prima metà dell'anno (H1), in parte grazie all'aumento dei salari del settore pubblico. Quest'ultimo, insieme alla generale solidità del mercato del lavoro e al calo dell'inflazione, ha spinto la crescita della spesa per consumi a una media del +4,7% nel 1° semestre. Nel frattempo, il contributo delle esportazioni nette è diventato negativo nel 2° trimestre, riflettendo la continua debolezza dell'Eurozona, soprattutto in Germania. D'altra parte, il calo dei nuovi ordini ha ridotto il calo delle scorte, diminuendo così il loro impatto negativo sulla crescita complessiva (Figura 6). In prospettiva, ci aspettiamo che lo slancio della spesa interna continui nei prossimi trimestri. Inoltre, la crescita degli investimenti dovrebbe aumentare in quanto il governo polacco mira a spendere tutti i fondi UE precedentemente congelati nei prossimi due anni. Le esportazioni dovrebbero migliorare gradualmente a partire dalla fine del 2024, grazie a una moderata ripresa dell'Eurozona. Nel complesso, abbiamo alzato le nostre previsioni di crescita del PIL reale su base annua al +3% nel 2024 e al +3,8% nel 2025.

Figura 6: Crescita del PIL reale (% a/a) e contributi (pps)

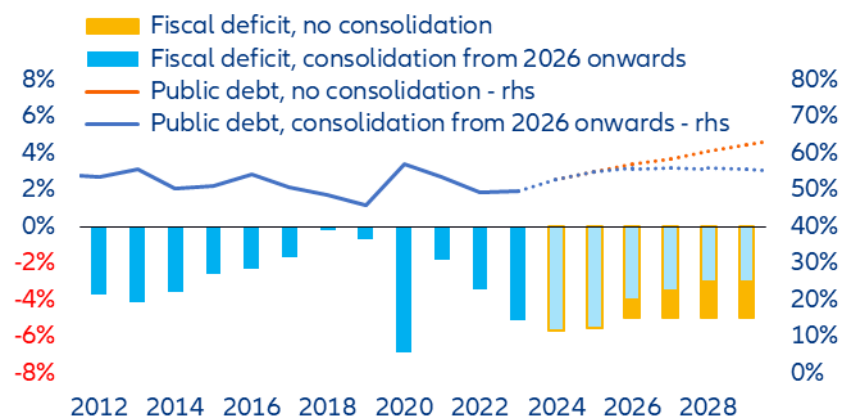


Fonti: Statistyczne Polonia, Allianz Research

La proposta di bilancio della Polonia per il 2025 mette in discussione il consolidamento fiscale e presenta rischi di bilancio a medio termine.

Il prossimo anno la politica fiscale sarà più espansiva di quanto previsto in precedenza. La bozza di bilancio annunciata dal governo polacco a fine agosto prevede un disavanzo fiscale del -5,5% del PIL nel 2025, mentre il disavanzo stimato per il 2024 è stato rivisto al rialzo al -5,7% del PIL. Questo dato si confronta con le nostre previsioni di agosto, rispettivamente di -4,3% e -5% (leggermente inferiori al consenso). La generosa spesa sociale per sostenere i consumi e l'aumento della spesa per la difesa al 4,7% del PIL nel 2025 (dal 3,3% del 2023 e dal 4,2% stimato per il 2024) sono le ragioni principali dell'aumento del deficit. La proposta deve ancora essere approvata dal Parlamento e firmata dal Presidente, ma è probabile che venga ampiamente approvata. La reazione del mercato all'annuncio è stata molto attenuata, forse riflettendo l'opinione che il rischio del debito sovrano rimarrà probabilmente moderato nel breve termine. Tuttavia, i politici e gli investitori stanno sottovalutando i rischi fiscali a medio termine, poiché il debito pubblico è ora destinato ad aumentare dal 50% del PIL nel 2023 a circa il 55% nel 2025, e supererà il 60% nel 2027 senza un futuro consolidamento (Figura 7). In questo contesto, va notato che la Polonia ha un profilo di scadenze relativamente breve per il suo debito sovrano (con titoli di Stato che scadono in media a oltre l'8% del PIL nel 2024-2025, rispetto a una media dei mercati emergenti del 4,4%) e un rapporto tra interessi e ricavi di circa il 5%. L'avvio della procedura per deficit eccessivo nei confronti della Polonia da parte della Commissione europea a giugno, prima ancora della proposta di bilancio, significa che il Paese dovrà impegnarsi in un percorso di riduzione del deficit. Il nostro scenario di base ipotizza quindi che la Polonia inizi a consolidare il proprio bilancio a partire dal 2026. Di conseguenza, il rapporto debito pubblico/PIL dovrebbe stabilizzarsi intorno al 56% dopo il 2026 (Figura 7). Tuttavia, questo scenario priva il governo di un significativo margine di manovra fiscale nel caso di un potenziale shock economico dopo il 2025.

Figura 7: Scenari di finanza pubblica (% del PIL)

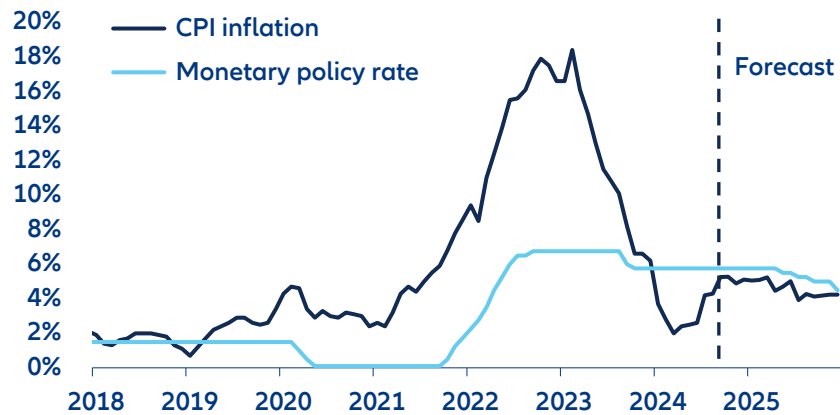


Fonti: Eurostat, Ministero delle Finanze polacco, Allianz Research

Nel breve termine, la proposta di bilancio polacca presenta rischi inflazionistici e probabilmente ritarderà i tagli dei tassi di interesse. L'inflazione complessiva è salita dal recente minimo del 2% a/a di marzo 2024 al 4,3% di

agosto, trainata dall'aumento dei prezzi dei generi alimentari e dell'energia. Tenendo conto dell'ulteriore pressione inflazionistica derivante dagli aumenti ora previsti degli assegni familiari, delle pensioni e dei salari del settore pubblico, abbiamo alzato le nostre previsioni di inflazione media annua al 3,8% nel 2024 e al 4,5% nel 2025 (dal 3,6% e 3,8% rispettivamente di giugno). Prevediamo inoltre che la banca centrale polacca, che ha mantenuto il tasso di interesse di riferimento invariato al 5,75% dall'ottobre 2023, rinvii il prossimo taglio dei tassi al secondo trimestre del 2025, rispetto alla nostra precedente previsione di un taglio nel dicembre 2024 (Figura 8).

Figura 8: Prospettive dell'inflazione e dei tassi di interesse



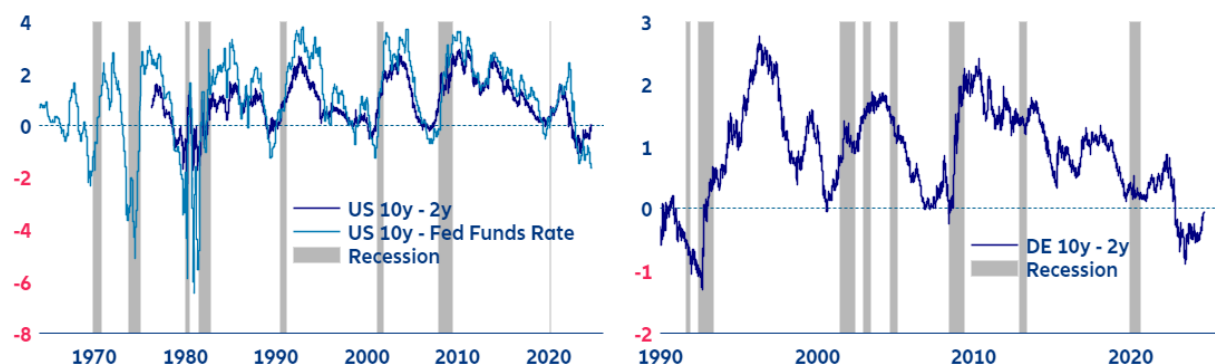
Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

La fine dell'inversione della curva dei rendimenti negli Stati Uniti: cosa succede ora?

La curva dei rendimenti statunitense è finalmente tornata alla sua "normale" inclinazione positiva dopo essere stata invertita per oltre due anni, il periodo più lungo della storia. Di fronte al più alto tasso di inflazione degli ultimi decenni, la Fed è stata costretta ad aumentare massicciamente il suo tasso di policy (overnight) nel 2022, facendo così salire anche i tassi di interesse a breve termine (2y). Anche i tassi di interesse a lungo termine (10 anni) sono aumentati, ma in misura minore, poiché gli investitori si aspettavano un rallentamento dell'economia che avrebbe portato a una riduzione dei tassi più avanti nel tempo. Di conseguenza, fino alla scorsa settimana, la ricompensa per il prestito di denaro al governo a lungo termine era inferiore a quella a breve termine, con conseguente inversione della curva dei rendimenti. Ma ora la differenza tra i rendimenti statunitensi a 10 anni e quelli a 2 anni (2y10y), la misura della curva dei rendimenti più osservata, è passata nuovamente da negativa a positiva, il che implica che gli investitori ottengono una ricompensa maggiore per il prestito di denaro al governo se investono a lungo termine.

Storicamente, la fine di un'inversione segna l'inizio di una recessione, almeno negli Stati Uniti. L'inversione della curva dei rendimenti è stata un buon indicatore di recessione negli Stati Uniti (Figura 9). Tuttavia, in questo ciclo gli analisti hanno iniziato a dubitare del modello, poiché la curva dei rendimenti è rimasta invertita per un periodo prolungato senza alcuna recessione in vista. A dire il vero, in passato una recessione sarebbe arrivata solo quando la curva dei rendimenti avesse terminato la sua inversione, ovvero in questo momento. Pertanto, l'oracolo della curva dei rendimenti non si è ancora sbagliato. Tuttavia, come sottolineato nel primo articolo di questo rapporto, non ci aspettiamo che una recessione si materializzi negli Stati Uniti. Al di fuori degli Stati Uniti, il potere di previsione è inferiore. In Germania, ad esempio, dove la curva rimane invertita, le precedenti recessioni non sono state chiaramente indicate dalla curva dei rendimenti. Tuttavia, la Germania è ovviamente un caso particolare, poiché i rendimenti a lungo e a breve termine sono mescolati da fattori interni ed esterni alla Germania (BCE, Europa, domanda di beni rifugio).

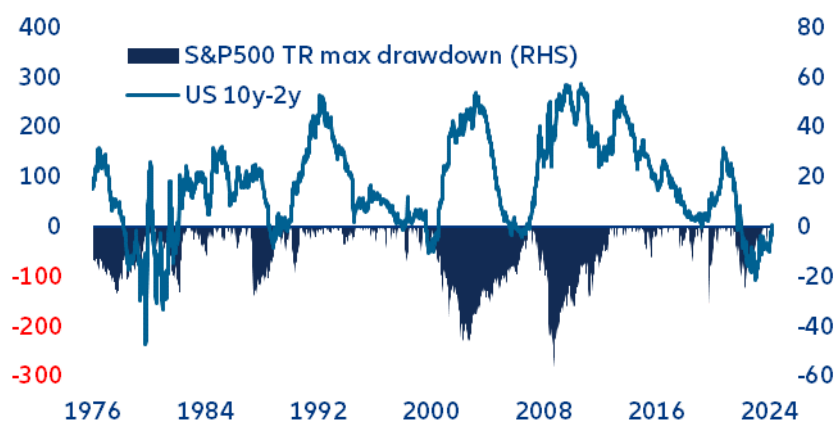
Figura 9: Curve dei rendimenti statunitensi e tedesche (2y10y) e recessioni



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

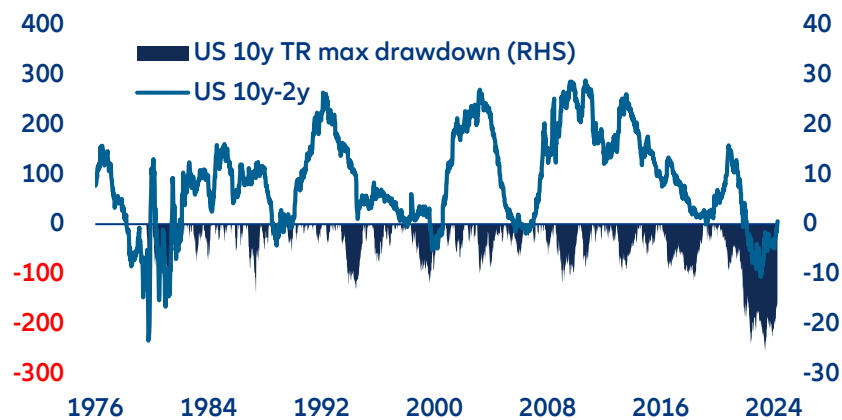
Per gli investitori, la fine dell'inversione della curva dei rendimenti è storicamente un segnale di cautela nei confronti degli asset rischiosi. Date le attuali valutazioni elevate, non vediamo motivi per mettere in discussione questo avvertimento. Il grafico 10 mostra i disavanzi massimi che gli investitori hanno sperimentato investendo in azioni. Durante la maggior parte delle ultime normalizzazioni della curva dei rendimenti, tra cui la bolla dotcom e la grande crisi finanziaria, i mercati azionari hanno registrato perdite significative. Altre classi di attività, come i titoli di Stato o le obbligazioni societarie, sono state relativamente meno soggette a tali ribassi e potrebbero rappresentare una buona alternativa di investimento in questa fase (Figura Z311). Tali previsioni devono essere prese con cautela, poiché il numero di osservazioni non è sufficiente per fare un'affermazione statisticamente significativa. Tuttavia, date le valutazioni relativamente elevate dei mercati azionari statunitensi e i livelli ancora interessanti dei rendimenti dei titoli di Stato, la normalizzazione della curva dei rendimenti è un ulteriore argomento a favore di un aumento del peso delle obbligazioni a scapito delle azioni in un portafoglio misto in questa fase.

Figura 10: Curva dei rendimenti USA e discese massime per le azioni, bps (LHS), % (RHS)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

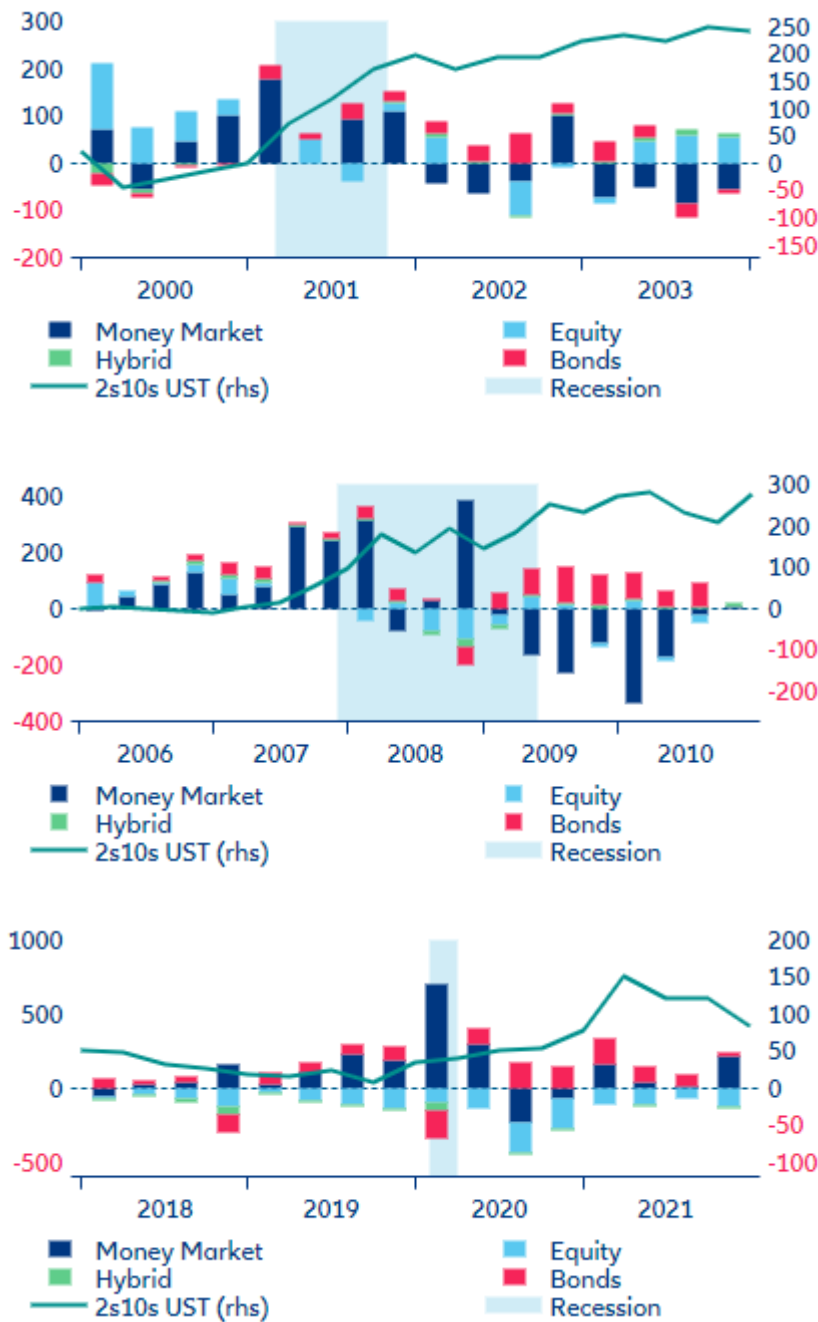
Figura 11: Curva dei rendimenti USA e discese massime per i rendimenti totali dei titoli di Stato a 10 anni, bps (LHS), % (RHS)



Fonti: LSEG Datastream, Allianz Research

L'evidenza dei flussi di capitale suggerisce che gli investitori tendono a essere prociclici e quindi hanno faticato a prendere decisioni ottimali con il senno di poi. I flussi di capitale tra i mercati - azionari, monetari o obbligazionari - tendono a riflettere il comportamento prociclico degli investitori, soprattutto quando la curva dei rendimenti inizia a invertirsi. Durante un'inversione della curva, spesso si assiste a notevoli afflussi verso gli asset più rischiosi come le azioni (Figura 12-14). Tuttavia, quando la curva si normalizza e si verifica una recessione, gli investitori cambiano rapidamente marcia. La loro propensione al rischio diminuisce, inducendoli a spostare il capitale verso investimenti più sicuri, come i fondi del mercato monetario o le obbligazioni a breve scadenza. Questo spostamento è determinato dalla paura e quindi dal desiderio di orientarsi verso titoli di Stato sicuri a breve termine. Quando la crisi economica inizia a stabilizzarsi e i mercati percepiscono che il peggio è passato, si assiste a una parziale inversione di questi flussi avversi al rischio. Gli investitori, pur rimanendo cauti, iniziano ad allungare la duration dei loro portafogli obbligazionari. In questa fase, i capitali iniziano ad affluire non solo verso i titoli di Stato, ma anche verso le obbligazioni societarie di alto livello, in quanto considerate relativamente sicure e con un premio rispetto alle controparti governative. Tuttavia, nonostante l'acquisto di obbligazioni, gli investitori esitano a tornare con decisione verso asset più rischiosi come le azioni, riflettendo una persistente riluttanza ad accettare il rischio in questa fase del ciclo. Infine, quando la ripresa economica prende slancio, i portafogli tendono a spostarsi verso un profilo di rischio più equilibrato. Questa fase di ri-rischio comprende l'aggiunta di azioni e obbligazioni societarie con rating più basso, a testimonianza della crescente fiducia nella ripresa più ampia e nel potenziale di crescita futuro (Figure Z4-Z6). Tuttavia, queste mosse di solito arrivano dopo che i guadagni dei prezzi sono già passati e, col senno di poi, non sono ovviamente ottimali. Questa volta, tuttavia, lo scenario potrebbe svolgersi in modo diverso, poiché prevediamo un atterraggio morbido dell'economia e quindi una versione più moderata del tipico ciclo dei flussi di fondi. Gli investitori potrebbero riallocare alcuni fondi dagli strumenti del mercato monetario alle obbligazioni a più lungo termine per ottenere rendimenti interessanti. Tuttavia, non prevediamo un allontanamento sostanziale o prolungato dalle azioni e dalle obbligazioni societarie.

Figura 12 – 14: Nuovo flusso di cassa netto statunitense dei fondi comuni di investimento rispetto alla curva dei rendimenti statunitense (miliardi di dollari – periodi diversi)



Fonti: LSEG Workspace, ICI, Allianz Research

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità di cui sotto.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

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

o implicite in tali dichiarazioni previsionali.

Tali scostamenti possono essere dovuti, a titolo esemplificativo e non esaustivo, a (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati principali del Gruppo Allianz, (ii) andamento dei mercati finanziari (in particolare volatilità dei mercati, liquidità ed eventi creditizi), (iii) frequenza e gravità dei sinistri assicurati, compresi quelli derivanti da catastrofi naturali, e sviluppo delle spese per sinistri, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbilità,

(v) i livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità delle inadempienze creditizie, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio delle valute, compreso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) i cambiamenti nelle leggi e nei regolamenti, comprese le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, compresi i relativi problemi di integrazione, e le misure di riorganizzazione,

e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori possono essere più probabili o più pronunciati a seguito di attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN OBBLIGO DI AGGIORNAMENTO

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

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