APRILE 2021

Outlook Mensile

Mercati inflazionati, timori inflazionistici o semplicemente inflazione?

Con l'inizio della primavera si profila all'orizzonte una sensibile accelerazione dell'economia mondiale. Diversi fattori depongono infatti a favore di un incremento del tasso di crescita oltre il potenziale nel secondo e nel terzo trimestre del 2021: il calo dei casi di Covid grazie ai costanti progressi delle campagne vaccinali (benché con tempistiche diverse fra un Paese e l'altro) e le temperature più miti nell'emisfero settentrionale, il graduale allentamento delle restrizioni imposte dalla pandemia e le politiche monetarie ancora accomodanti. Le tracce della peggiore recessione globale del secondo dopoguerra stanno cominciando a svanire.

Di per sé la prevista svolta ciclica che supporta gli utili aziendali e quindi anche i mercati azionari, alimenta l'ottimismo degli investitori. Soprattutto dopo il netto rialzo dei corsi dei mesi passati, l'andamento degli utili è un importante barometro per le borse.

In tale quadro l'"eccezionalismo degli Stati Uniti" (US exceptionalism) è sempre più evidente sotto diversi punti di vista. La Cina ha recuperato da tempo le perdite di inizio 2020 e gli indicatori sul sentiment ora segnalano un rallentamento della ripresa. Nell'area euro, i dati sui nuovi casi di coronavirus e una campagna vaccinale zoppicante frenano le attese di una "primavera congiunturale". Per contro, negli Stati Uniti i rapidi progressi nella somministrazione dei vaccini e il pacchetto fiscale multi miliardario proposto dal Presidente Joe Biden alimentano le più rosee speranze di ripresa economica. Nell'ambito di un contesto economico globale nel complesso positivo, prevediamo che nei prossimi trimestri gli USA registrino una crescita più robusta rispetto agli altri membri del G4 e a molti Paesi emergenti. La Federal Reserve stima per il 2021 un'espansione pari al 6,5%, la più consistente dal 1984.

Non senza qualche timore, gli investitori si stanno chiedendo insistentemente se anche l'inflazione si ridesterà dal suo lungo letargo. Durante la pandemia di Covid-19, le pressioni inflazionistiche sono nettamente diminuite in tutto il mondo per effetto del calo del prezzo del petrolio e della forte flessione della domanda. Tuttavia, attorno alla metà del 2021 il tasso di inflazione potrebbe superare il 3% negli USA e il 2% nell'area euro.

Ann-Katrin Petersen
Investment Strategist, Global Economics & Strategy

In passato le banche centrali non hanno dato peso ai rialzi temporanei dell'inflazione

26/03/2021

Indici azionari		Tassi d'interesse (%)		
FTSE MIB	24,393	**USA**	3 mesi	0,19
Euro Stoxx 50	3,872		2 anni	0,13
S&P 500	3,975		10 anni	1,61
Nasdaq	13,139	**Eurolandia**	3 mesi	-0,54
Nikkei 225	29,385		2 anni	-0,70
Hang Seng	28,338		10 anni	-0,43
KOSPI	3,041	**Giappone**	3 mesi	0,08
Bovespa	114,781		2 anni	-0,13
Materie prime			10 anni	0,08
Petrolio (Brent, USD/barile)	64,6	**Cambi** USD/EUR		1,178

I crescenti rischi inflazionistici potrebbero costringere le banche centrali a mettere prematuramente fine, a sorpresa, alle politiche monetarie ultra-accomodanti. E il moltiplicarsi delle voci di una riduzione degli acquisti di asset da parte della Fed potrebbe penalizzare i mercati obbligazionari nei prossimi mesi.

Per le asset class rischiose, un moderato incremento dei rendimenti per effetto della crescita economica è positivo, un repentino e consistente aumento dei tassi di interesse (reali) no.

Ma è importante considerare che nel breve periodo sono soprattutto i fattori temporanei eccezionali a suggerire un sensibile rialzo dell'inflazione nei prossimi mesi. Tra questi figurano importanti effetti base (rispetto al crollo economico dell'anno scorso), l'aumento dei prezzi delle materie prime, il rimbalzo dei consumi privati e possibili strozzature nel settore dei servizi in seguito all'allentamento del distanziamento sociale e delle restrizioni. In passato le banche centrali non hanno dato peso ai rialzi temporanei dell'inflazione.

Il reflation trade di quest'anno potrebbe anche interrompersi. La Fed stima che nel corso del 2022 il suo parametro preferito di misurazione dell'inflazione tornerà al 2,0% e non prevede inasprimenti dei tassi prima del 2023. Per quanto riguarda l'area euro, il prossimo anno l'inflazione dovrebbe rimanere decisamente al di sotto del target della Banca Centrale Europea (previsioni della BCE: 1,2%). Non si attende una repentina svolta della politica monetaria.

Vi sono quindi due forze opposte che trainano i mercati, a partire da quello statunitense: da un lato il contesto macroeconomico favorevole e dall'altro i crescenti timori per una prossima riduzione degli stimoli monetari.

Cordialmente,

Ann-Katrin Petersen

Allianz Global Investors

Focus sui mercati

Allocazione tattica azioni e obbligazioni

- Con l'arrivo della primavera, emergono segnali di una forte accelerazione del momentum sull'economia mondiale, soprattutto negli Stati Uniti, con tassi di crescita superiori al potenziale nel secondo e terzo trimestre. Nel settore dei servizi, gravemente penalizzato dalla crisi, si attende una ripresa che dovrebbe ridurre il gap di crescita rispetto al settore industriale.
- I conseguenti timori inflazionistici dovrebbero pesare più sulle obbligazioni governative che sui titoli azionari – in fin dei conti le azioni comportano una partecipazione a beni produttivi reali che in un contesto inflazionistico aumentano di valore. Tuttavia, i segmenti dei mercati azionari che recentemente hanno evidenziato forti rialzi, come ad esempio le giovani società tecnologiche USA, potrebbero tendere al ribasso.
- In ambito azionario vi sono segmenti specifici che evidenziano valutazioni eccessive, mentre i mercati globali delle obbligazioni governative risultano sopravvalutati a livello generalizzato.
- Nel complesso risulta ragionevole continuare a sovrappesare le azioni rispetto alle obbligazioni, usando sempre la dovuta cautela.

Azioni

- Il mercato azionario USA presenta valutazioni più elevate e in alcuni segmenti decisamente eccessive. Occorre monitorare l'aumento dei volumi di trading e delle emissioni di veicoli di investimento non trasparenti come le SPAC (Special Purpose Acquisition Companies). Tuttavia, l'insieme dei mercati azionari globali non mostra ancora segni inequivocabili della formazione di una bolla.
- Più successo avranno le campagne vaccinali, più reali saranno le prospettive di una riapertura delle attività economiche, più gli investitori con ogni probabilità guarderanno con maggiore interesse alle società duramente colpite dalla pandemia. Le aziende favorite dal lockdown (cioè i beneficiari del trend "stay at home") dovrebbero quindi perdere slancio.
- Gli investitori in azioni dovrebbero prepararsi mentalmente ad un aumento dell'inflazione, e soprattutto a maggiori oscillazioni nei tassi inflazionistici. Di norma un incremento della volatilità dei prezzi penalizza le valutazioni azionarie. Le società con un pricing power più elevato dovrebbero riuscire a compensare in parte tale fenomeno tramite un miglior andamento degli utili.
- Nel lungo periodo non sarà più possibile ignorare il tema della sostenibilità. Gli investitori dovrebbero considerare i principi ESG (Environment, Social, Governance) nelle proprie decisioni di investimento.

Obbligazioni

- Se inizialmente il rialzo dei rendimenti dei titoli governativi era riconducibile alla normalizzazione delle attese inflazionistiche (aumento dei tassi breakeven), di recente abbiamo assistito anche ad un incremento dei tassi reali. Gli obbligazionisti inoltre sono tornati a esigere un premio leggermente più elevato per i rischi legati alle oscillazioni dei tassi.
- Nel complesso tuttavia i rendimenti USA sono tuttora modesti rispetto alle medie storiche e risultano vulnerabili a una rapida riapertura delle economie, a fluttuazioni più accentuate dell'inflazione e alle voci di una riduzione degli acquisti di asset da parte della Fed. In ogni caso, le autorità monetarie non hanno interesse che si verifichi un deterioramento delle condizioni finanziarie eccessivo o troppo veloce. È probabile che intervengano per impedirlo, e non solo a parole. E infatti in occasione della riunione di marzo, la Banca Centrale Europea ha deciso di aumentare il ritmo degli acquisti di obbligazioni.
- I fattori ciclici lasciano presagire un'inclinazione ancora più marcata delle curve dei rendimenti dei titoli governativi negli USA e nell'area euro, a partire dal tratto a lunga scadenza.
- Le obbligazioni governative dei Paesi periferici beneficiano tuttora dei consistenti acquisti della BCE e dei primi passi verso una politica fiscale comunitaria ("Recovery Fund"). Positiva, inoltre, la formazione di un nuovo governo in Italia, sebbene la ripresa congiunturale sia ancora stentata.
- Nel corso dell'anno non si escludono nuovi progressi dei fondamentali delle obbligazioni societarie, sia investment grade che high yield. Più solida sarà la prospettiva di una prossima riapertura, più favorevoli saranno le valutazioni sul rischio di credito. I titoli investment grade beneficiano tuttora degli acquisti su larga scala delle banche centrali, ma potrebbero essere maggiormente penalizzati dall'aumento dei rendimenti delle obbligazioni governative.
- Le obbligazioni dei Paesi emergenti, tanto in valuta locale quanto in valuta forte (p.e. USD), dovrebbero beneficiare ancora della "ricerca di rendimento", ma rimangono vulnerabili all'aumento dei rendimenti reali dei Treasury USA. In termini congiunturali i Paesi in via di sviluppo dell'Asia dovrebbero dare prova di ulteriore solidità. Si prevede un miglioramento delle condizioni finanziarie per i Paesi esportatori di materie prime.

Valute

- In un contesto di maggior propensione al rischio e accelerazione della crescita globale, c'è ancora margine per una lieve flessione del dollaro USA. I nuovi stimoli fiscali potrebbero aggravare ulteriormente il deficit pubblico degli Stati Uniti e alimentare l'inflazione interna, due elementi che di norma penalizzano una valuta.
- Tuttavia, le probabilità di un temporaneo apprezzamento del dollaro USA sono aumentate sulla scia dell'attuale eccezionalismo americano (miglior dinamica congiunturale in termini relativi, differenziale dei tassi di interesse più elevato in previsione dei primi passi della Fed verso la normalizzazione). In tale quadro meno omogeneo, appare giustificato un posizionamento più selettivo relativamente ad un calo del dollaro USA, ad esempio contro il dollaro canadese.
- L'incremento dei prezzi delle commodity aumenta l'attrattività di valute come la corona norvegese e il dollaro australiano.
- Di recente la sterlina britannica si è apprezzata sulla scia dei rapidi progressi nella campagna di vaccinazione nel Regno Unito e delle minori probabilità di introduzione di tassi negativi da parte della Bank of England. La valuta resta comunque moderatamente sottovalutata e nel corso dell'anno potrebbe risentire ancora dei persistenti effetti collaterali della Brexit.

Materie prime

- Ultimamente diverse materie prime, e in particolare i metalli industriali, hanno beneficiato del contesto reflazionistico. Nello specifico, il rame è sostenuto dall'aumento della domanda cinese, da sporadici problemi sul fronte dell'offerta e dalla prospettiva di un incremento strutturale della produzione di veicoli elettrici.
- Le speranze di un aumento della domanda di greggio dopo la riapertura delle economie hanno determinato un rally sul mercato petrolifero. Tuttavia, i continui ritardi nella somministrazione dei vaccini in alcune regioni grandi importatrici di questa commodity, come l'Europa, potrebbero incidere sulla domanda.
- Sul fronte dell'offerta si registra inoltre un aumento della produzione da parte di Paesi come Libia e Iran. È quindi probabile che l'OPEC+ prolunghi i tagli alla produzione sino a maggio.
- Nell'ultimo periodo l'oro ha risentito della maggiore propensione al rischio degli investitori. Nel corso dell'anno non escludiamo comunque un rimbalzo di questo metallo prezioso considerato un "bene rifugio", vista l'incertezza sull'andamento dell'inflazione.
- In generale, la svalutazione del dollaro USA è positiva per le materie prime che, essendo scambiate in USD, dovrebbero raggiungere prezzi più elevati in dollari.

Tema di investimento: L'onda verde della crescita

- L'ambiente stesso è ormai diventato una merce rara. Non c'è solo il cambiamento climatico a ricordarcelo. Secondo i calcoli del "Global Footprint Network" l'impronta biologica dell'uomo supera la nuova biocapacità a sua disposizione ogni anno sin dai primi anni '70.
- Le Nazioni Unite stimano siano necessari investimenti per 5.000-7.000 miliardi di dollari USA l'anno per conseguire i 17 Obiettivi di sviluppo sostenibile entro il 2030.
- Raggiungere questa mole di investimenti non sembra un'impresa impossibile. Facciamo un esempio: i 3.038 firmatari dell'iniziativa PRI (Principles for Responsible Investment) gestiscono complessivamente 103.000 miliardi di USD. Queste società di investimento si sono impegnate a basare le proprie decisioni di investimento su principi di sostenibilità.
- Il trend è quindi investire contro il cambiamento climatico e a favore della sostenibilità. Crescita, innovazione e #FinanceForFuture possono consentirci di fermare il cambiamento climatico

L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe non ricevere l'importo originariamente investito. L'investimento in titoli a reddito fisso può esporre l'investitore a diverse tipologie di rischio, fra le quali ad esempio il rischio di credito, il rischio di tasso e il rischio liquidità. Cambiamenti nello scenario economico e nelle condizioni di mercato possono influenzare tali rischi ed aver un effetto negativo sul valore dell'investimento. Il rischio liquidità (dell'emittente) potrebbe essere all'origine di ritardi o sospensioni nel pagamento dei proventi di un investimento. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Se la valuta in cui sono espressi i rendimenti passati differisce dalla valuta del paese di residenza dell'investitore, quest'ultimo potrebbe essere penalizzato dalle fluttuazioni dei tassi di cambio fra la propria valuta e quella di denominazione dei rendimenti al momento di un'eventuale conversione. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variare senza preavviso nel tempo, sono quelle della società che lo ha redatto o delle società collegate, al momento della redazione del documento medesimo. Si applicano con prevalenza le condizioni di un'eventuale offerta o contratto che sia stato o che sarà stipulato o sottoscritto.
Il presente documento è una comunicazione di marketing emessa da Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.it, una società di gestione a responsabilità limitata di diritto tedesco, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francoforte sul Meno, iscritta al Registro Commerciale presso la Corte di Francoforte sul Meno col numero HRB 9340, autorizzata dalla BaFin (www.bafin.de). Allianz Global Investors GmbH ha stabilito una succursale in Italia, Allianz Global Investors GmbH, Succursale in Italia, via Durini 1 - 20122 Milano, soggetta alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa comunitaria. È vietata la duplicazione, pubblicazione o trasmissione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma; salvo consenso esplicito da parte di Allianz Global Investors GmbH. 1582177

Documento illustrativo di approfondimento che non costituisce offerta al pubblico di prodotti/servizi finanziari.