

Outlook Mensile

“Slowflation”

Già nell'autunno dello scorso anno avevamo parlato di un “mix pericoloso” di crescita in decelerazione e inflazione in aumento. Ancora oggi questa combinazione tiene in scacco i mercati finanziari. Nelle prossime settimane dove potrebbero concentrarsi le opportunità e i rischi?

L'inflazione esercita pressioni sempre più forti sulle economie. Ad esempio, i dati di inflazione degli USA più recenti mostrano che la cosiddetta inflazione core (che esclude le componenti più volatili di energia e alimentari) sorprende ancora al rialzo e si attesta a oltre il 6% rispetto ad un anno fa, il triplo rispetto al target di inflazione del 2%. Sempre negli Stati Uniti, nel primo trimestre il costo del lavoro ha fatto segnare un rialzo record del 4,5%. Anche in altri Paesi si registrano sorprese negative sul fronte dell'inflazione, sebbene i rialzi non siano tanto marcati quanto in precedenza. Non da ultimo, le pressioni sui prezzi di produzione si confermano estremamente elevate.

Tale situazione dovrebbe continuare a preoccupare le banche centrali. Serviranno grande determinazione e ancora qualche rialzo dei tassi “per far rientrare il genio dell'inflazione nella proverbiale lampada”. Presto o tardi la lotta all'inflazione avviata dalle autorità monetarie innescherà un rallentamento della crescita economica, che comunque almeno per il momento non dovrebbe entrare in una fase di stallo. Nel contesto attuale possiamo parlare di “slowflation” invece che di “stagflation” – vale a dire di una crescita più contenuta in presenza di un'inflazione più alta. I primi segnali di un rallentamento sono causati dagli stessi tassi di inflazione elevati, come nel caso della fiducia dei consumatori. L'aumento dei tassi sui mutui potrebbe comportare un progressivo raffreddamento nel segmento dell'edilizia, così come il rialzo dei prezzi degli immobili.

Oltre alle politiche delle banche centrali, due fattori esterni



Stefan Rondorf
Senior Investment
Strategist
Global Economics &
Strategy

Serviranno grande determinazione e ancora qualche rialzo dei tassi “per far rientrare il genio dell'inflazione nella proverbiale lampada”.

30/05/2022

Indici azionari		Tassi d'interesse (%)		
FTSE MIB	24.809	USA	3 mesi	1,60
Euro Stoxx 50	3.822		2 anni	2,47
S&P 500	4.158		10 anni	2,76
Nasdaq	12.131	Eurolandia	3 mesi	-0,37
Nikkei 225	27.280		2 anni	0,20
Hang Seng	21.415		10 anni	0,96
KOSPI	2.670	Giappone	3 mesi	0,07
Bovespa	111.032		2 anni	-0,06
			10 anni	0,22
Materie prime		Cambi		
Petrolio		USD/EUR		1,076
(Brent, USD/barile)	121,9			

pesano sulla crescita e al contempo alimentano l'inflazione: l'invasione dell'Ucraina e la diffusione della variante Omicron della Covid-19, difficile da arginare, in Cina. L'economia mondiale risente soprattutto delle ripercussioni della politica “zero Covid” di Pechino. La Cina - che per anni è stata il motore della crescita - è difficile da sostituire. In ogni caso la Cina non è parte solo del problema, ma probabilmente anche della soluzione. Per raggiungere un tasso di crescita superiore al 5% nel 2022 (come prospettato dal governo cinese) serviranno maggiori stimoli. Al di là delle promesse delle autorità governative di investimenti nelle infrastrutture pubbliche e di sgravi fiscali, in particolare per le aziende, sul fronte monetario la mossa più recente è stata il taglio sorprendentemente ampio dei tassi sui mutui a 5 anni per sostenere il mercato immobiliare.

In generale, il contesto di “slowflation” dovrebbe confermarsi sfidante per i mercati finanziari, dati i crescenti timori per la crescita in presenza di tassi di inflazione elevati rispetto alle medie storiche.

Gradualmente, le azioni colpite da forti ribassi emesse da società resilienti e di alta qualità potrebbero offrire delle opportunità agli investitori di lungo periodo.

Resilienza e perseveranza, ecco quel che serve per percorrere la strada di fronte a noi.

Stefan Rondorf

Focus sui mercati

Allocazione tattica: azioni e obbligazioni

- Il termine “slowflation” indica una situazione in cui la decelerazione del momentum sulla crescita si accompagna ad un’inflazione persistente; in ogni caso, non si tratta di stagflazione. In molti Paesi industriali la crescita è sostenuta da volumi di ordinativi consistenti e da una forte domanda di servizi. Il rischio di recessione nei mesi a venire appare tuttora contenuto.
- L’inflazione persistente costringe le banche centrali a inasprire la politica monetaria nel tentativo di rallentare la crescita. Di conseguenza è probabile che a dominare sui mercati finanziari sarà ancora l’instabilità. Risulta quindi preferibile una sottoesposizione tattica alle azioni. Finché i timori per la crescita non prenderanno il sopravvento, le materie prime dovrebbero godere di un sostegno.
- Le obbligazioni governative (in quanto titoli nominali), continuano a risentire dell’inflazione alta. In ogni caso, il mercato USA sconta già sufficienti rialzi dei tassi per i prossimi mesi; nell’Area Euro invece le attese potrebbero registrare un ulteriore moderato aumento.
- Gli investitori con un orientamento strategico/di lungo periodo si concentrano sulla conservazione del potere d’acquisto al fine di proteggere gli investimenti finanziari. Al contempo guardano agli asset reali, tra cui le azioni (di elevata qualità), che consentono di acquisire partecipazioni in aziende.

Azioni

- Sui mercati azionari il contesto di “slowflation” ha effetti sfavorevoli soprattutto sulle valutazioni. Nel frattempo, in diversi mercati i rapporti prezzo/utile basati sulle stime di utili per i prossimi 12 mesi si attestano sotto le medie decennali.
- Tuttavia, nel caso degli USA il P/E di Shiller - che compara le quotazioni attuali con gli utili medi degli ultimi 10 anni - appare ancora leggermente elevato.
- Nel complesso gli utili per il primo trimestre si sono rivelati robusti. Per le società USA la crescita degli utili rispetto allo stesso periodo dell’anno precedente è stata del 9%, mentre nel caso delle aziende europee dello Stoxx 600 ha persino superato il 40%. In ottica futura, le stime di utili a livello di indici appaiono sorprendentemente stabili. Da un’analisi più approfondita emerge che queste ultime ricevono un forte sostegno dal settore energetico, mentre nel caso dei beni di consumo di recente si è assistito a significative revisioni al ribasso.
- In generale gli analisti sono più fiduciosi circa la crescita del fatturato che circa la crescita degli utili. Diverse aziende si apprestano ad affrontare un contesto più critico, dove potrebbe essere più difficoltoso difendere margini storicamente a livelli elevati.
- I fattori ESG, criteri di valutazione della sostenibilità delle società, acquisiranno probabilmente grande rilevanza ai fini della selezione dei singoli titoli nel lungo periodo.

Obbligazioni

- Al fine di combattere l’inflazione, la Federal Reserve (Fed) USA intende alzare il più velocemente possibile i tassi al livello cosiddetto “neutrale”, vale a dire a un livello a cui l’economia non viene né frenata né stimolata. Non è chiaro ex ante quale sia effettivamente il livello “neutrale”. Secondo la Fed al momento dovrebbe attestarsi al 2,5% circa, ma tale stima potrebbe essere troppo contenuta.
- Nell’ultimo periodo anche la Banca Centrale Europea (BCE) ha annunciato un’accelerazione nell’inasprimento della politica monetaria. Il mercato monetario si attende dai tre ai quattro rialzi dei tassi di 25pb ciascuno da qui a fine 2022.
- Nonostante i rendimenti più alti, con ogni probabilità risulta ancora molto difficile generare rendimenti reali positivi investendo in titoli di Stato con scadenze a 2-3 anni. Il rischio di duration e il rischio di tasso restano elevati.
- Gli spread delle emissioni high yield sono saliti di recente, ma non risultano ancora abbastanza elevati, tenuto conto del possibile aumento del rischio di credito in caso di decelerazione congiunturale più marcata.
- Le obbligazioni in valuta forte e in valuta locale dei mercati emergenti dovrebbero risentire ancora del rialzo dei tassi di inflazione e del potenziale incremento dei rendimenti (reali) USA.

Valute

- A parità di potere d’acquisto il dollaro USA appare tuttora sopravvalutato.
- La valuta statunitense dovrebbe comunque rimanere supportata, considerata la divergenza tra la politica monetaria della Fed e quelle di BCE e Bank of Japan (BoJ). Tanto più che anche il livello dei rendimenti delle obbligazioni governative USA (Treasury) risulta relativamente attraente.
- Infine, l’USD dovrebbe trarre vantaggio dallo status di “porto sicuro” del mercato finanziario statunitense nelle fasi di instabilità.

Materie prime

- Nel contesto odierno, caratterizzato da un’inflazione elevata, le materie prime sono una asset class ricercata. Sembra però che molti investitori abbiano già assunto un posizionamento sufficiente.
- Dopo anni di investimenti modesti nell’ampliamento della capacità, diverse materie prime scarseggiano, mentre la domanda è robusta. Molti metalli, ad esempio il rame, potrebbero beneficiare ancora per qualche tempo della domanda associata all’elettrificazione della mobilità e al necessario rafforzamento della rete elettrica.
- Al momento l’invasione dell’Ucraina getta alcune ombre sul mercato energetico: sono molti coloro che non vogliono più acquistare materie prime dalla Russia, d’altro canto non è possibile aumentare rapidamente la capacità in altre aree.
- Sul fronte della domanda, occorrerà anche monitorare la politica “zero Covid” della Cina che pesa sull’espansione economica.

Tema di investimento: entrare sul mercato o aspettare?

- Anche in presenza di rendimenti reali prevalentemente negativi vale la solita regola: per ottenere performance più elevate bisogna essere disposti a correre più rischi sotto forma di oscillazioni più marcate dei corsi. Ad esempio investendo in azioni.
- La storia insegna che, nonostante tutti gli alti e bassi e periodi davvero difficili, simili investimenti alla fine premiano.
- Ma allora conviene investire nel mercato azionario o è meglio attendere ancora? L'incertezza è tanta. L'invasione dell'Ucraina ha esacerbato dubbi e timori. Non dimentichiamo poi l'incremento dell'inflazione e il rialzo dei tassi da parte delle banche centrali.
- Dunque, meglio entrare sul mercato o aspettare? Questo è il dilemma. In termini di finanza comportamentale non si tratta di una decisione facile, poiché, data la generale avversione al rischio che di norma prevale in simili contesti, gli investitori potrebbero restare in attesa troppo a lungo. L'avversione alle perdite è troppo forte. E potrebbe continuare a frenare i rendimenti.
- Proviamo a spiegarlo con un esempio concreto: chi avesse investito nel mercato azionario globale, qui rappresentato dall'MSCI World, negli ultimi 25 anni, ma si fosse perso i 20 giorni migliori delle borse, avrebbe ottenuto un rendimento medio annuo del 2,7%. Chi avesse mancato i 40 giorni migliori avrebbe perso in media lo 0,6% annuo. Chi invece avesse mantenuto gli investimenti per tutto il periodo avrebbe potuto ottenere un rendimento di poco meno dell'8% all'anno.
- Naturalmente si tratta di un'analisi riferita al passato. Difficilmente la storia si ripete in maniera identica, ma si può sempre imparare qualcosa, perché mostra quanto costa aspettare.
- Potrebbe valere la pena investire gradualmente, procedere a piccoli passi. Si decide l'importo da investire, ma non si investe tutto subito, bensì si suddivide l'importo in parti uguali da investire poco a poco, ad esempio nell'arco di sei mesi.
- In termini di psicologia comportamentale, l'impegno a seguire una determinata strategia viene associato ai piani di accumulo del capitale propri dei piani di risparmio.

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 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). Allianz Global Investors GmbH ha stabilito una succursale in Italia, Allianz Global Investors GmbH, Succursale in Italia, via Durini 1 - 20122 Milano, soggetta alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa comunitaria. Per informazioni in inglese sulla Sintesi dei [diritti degli investitori](#) (www.regulatory.allianzgi.com).

È vietata la duplicazione, pubblicazione o trasmissione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma; salvo consenso esplicito da parte di Allianz Global Investors GmbH. AdMaster 1745136

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