

Outlook Mensile

Un mix complicato

A quasi due anni dallo scoppio della pandemia i mercati finanziari devono fare i conti con una combinazione di fattori abbastanza delicata: i dati economici si stanno indebolendo rispetto ai livelli estremamente elevati dovuti alle riaperture, mentre i tassi di inflazione continuano a salire e risultano ancora superiori alle previsioni.

Questi due sviluppi hanno un fattore comune: i problemi legati ai "colli di bottiglia". A causa della carenza di beni intermedi – di cui i semiconduttori sono solo l'esempio più eclatante – l'utilizzo della capacità degli impianti produttivi sta diminuendo. Le carenze sul fronte dei trasporti allungano i tempi di consegna di molte merci. Questo significa che ci sono meno beni da fornire ai consumatori, siano essi disposti a pagare di più o costretti a farlo in quanto pensano di non avere altra scelta.

I colli di bottiglia sono particolarmente evidenti nei mercati dell'energia. Negli ultimi tempi i prezzi del gas naturale sono saliti parecchio e anche quelli del petrolio tendono al rialzo. Un aumento che si riflette nel generale incremento dei costi di riscaldamento e della benzina, e quindi dei costi di trasporto.

Tali trend secondo alcuni riporterebbero alla mente la stagflazione degli anni '70. Ma si tratta di una prospettiva plausibile per la situazione attuale? Noi pensiamo di no, in particolare per due motivi:

- L'espansione economica è ben lontana dalla stagnazione. Sicuramente la crescita è in rallentamento, ma resta robusta, e in base ai modelli di previsione i rischi di recessione al momento sono pressoché assenti.
- Lo shock sul fronte dell'offerta di petrolio è decisamente più moderato rispetto a quello degli anni '70. A metà di quel decennio il tasso di variazione del prezzo del greggio a 2 anni sfiorava il 150%, mentre oggi si attesta nell'ordine del 20-25%.

Si può ancora supporre che nel corso del 2022 la maggior parte dei fattori alla base degli attuali incrementi inflazionistici tornerà alla normalità. Tuttavia, recentemente anche le componenti più rilevanti del paniere hanno evidenziato tassi di



Stefan Rondorf
Senior Investment
Strategist
Global Economics &
Strategy

Non crediamo che la situazione attuale sfocerà in una stagflazione simile a quella degli anni '70 – oggi la crescita è lontana dalla stagnazione e il rincaro del petrolio è molto meno marcato.

29/10/2021

Indici azionari		Tassi d'interesse (%)		
FTSE MIB	26.876	USA	3 mesi	0,13
Euro Stoxx 50	4.278		2 anni	0,47
S&P 500	4.605		10 anni	1,57
Nasdaq	15.498	Eurolandia	3 mesi	-0,56
Nikkei 225	29.647		2 anni	-0,63
Hang Seng	25.377		10 anni	-0,15
KOSPI	2.971	Giappone	3 mesi	0,06
Bovespa	103.501		2 anni	-0,11
			10 anni	0,08
Materie prime		Cambi		
Petrolio		USD/EUR		1,165
(Brent, USD/barile)	84,4			

crescita elevati. Vale la pena di citare in particolare i canoni di affitto negli Stati Uniti. Negli USA anche i salari destano attenzione, mentre su questo fronte l'area euro per il momento mostra ancora dinamiche contenute. Detto ciò, in passato le rivendicazioni salariali si sono spesso basate sull'osservazione diretta dei tassi di inflazione. Considerata la carenza di forza lavoro in un numero sempre maggiore di settori, anche in Europa si prospetta un rialzo dei salari nei prossimi trimestri.

Tutto ciò crea una situazione delicata per le banche centrali. L'inflazione sembra più elevata e più tenace di quanto sperato in un primo momento. Molti si attendono un ridimensionamento dei programmi di acquisto titoli avviato durante la pandemia. Tuttavia, i mercati dei tassi di interesse stanno facendo un ulteriore passo avanti: nelle ultime settimane gli investitori hanno iniziato a scontare almeno tre rialzi dei tassi da parte della Federal Reserve entro fine 2023, mentre sino a poco tempo prima ne attendevano uno o poco più. La Bank of England dovrebbe operare un primo inasprimento dei tassi già nel corso di quest'anno. Benché il livello dei tassi resti modesto, soprattutto rispetto all'attività economica, le incertezze in questi segmenti del mercato aumentano.

Sinora il contesto per i mercati azionari non si è ancora rivelato particolarmente complesso. Possono continuare a beneficiare di risultati aziendali solidi, mentre le valutazioni a volte molto elevate sono giustificate da tassi reali decisamente contenuti. Tuttavia, nell'immediato, anche per le azioni la situazione potrebbe complicarsi.

Stefan Rondorf

Focus sui mercati

Allocazione tattica azioni e obbligazioni

- Al momento il delicato mix di rallentamento della crescita e aumento dei tassi di inflazione è la prima causa delle oscillazioni nei prezzi, soprattutto sui mercati obbligazionari. Gli investitori sono consapevoli del fatto che la Federal Reserve, da quando ha introdotto il nuovo obiettivo di inflazione media, non ha ancora testato nella pratica la capacità di rispondere a tassi di inflazione in aumento.
- Durante l'estate i titoli governativi statunitensi hanno beneficiato di una dinamica domanda/offerta favorevole. Ma tale sostegno rischia ora di venir meno, poiché la Federal Reserve potrebbe ridurre gli acquisti di asset (tapering) e l'amministrazione USA potrebbe emettere più obbligazioni (ad esempio per finanziare la spesa per le infrastrutture). Insieme al rialzo dell'inflazione, questo indica un rialzo dei rendimenti (e un calo dei prezzi).
- In quanto rappresentativi di asset reali, storicamente i titoli azionari dei mercati avanzati sono stati in grado di assorbire abbastanza bene tassi di inflazione sino al 4% circa. Per contro le obbligazioni, che rappresentano asset nominali, risentono dell'aumento dell'inflazione.
- I flussi in ingresso nei fondi azionari proseguono, favoriti soprattutto dal contesto di tassi di interesse ancora bassi e/o negativi.

Azioni

- I mercati azionari globali finora hanno retto bene al contesto di rallentamento della crescita. Questo perché i tassi di espansione si stanno semplicemente normalizzando rispetto ai livelli di boom registrati nella prima fase delle riaperture. In termini assoluti la crescita globale rimane comunque solida e non si rilevano rischi di recessione.
- Inoltre, i timori di una possibile crisi finanziaria trainata dalle traversie del mercato immobiliare cinese si sono per il momento attenuati. A livello geografico, il motore della crescita cinese è ancora ingolfato, mentre negli USA i dati economici evidenziano una ripresa dopo la flessione causata dalla variante Delta.
- Le valutazioni azionarie restano elevate. Sono tuttavia sostenute da tassi di interesse reali
- (tassi del mercato monetario meno l'inflazione) molto bassi per l'attuale contesto economico. Inoltre praticamente non esistono alternative fra gli asset reali – in molte aree gli immobili sono molto più onerosi.
- Sinora i dati di bilancio relativi al terzo trimestre sono risultati convincenti. Le aziende USA hanno sorpreso ancora con utili sopra la media, benché inferiori ai livelli eccezionali dei passati trimestri di boom. Diverse società sono riuscite ad alzare i prezzi grazie a una domanda più robusta. In alcuni settori il minore utilizzo della capacità produttiva dovuto alla carenza di prodotti intermedi sta creando una serie di problemi.

Obbligazioni

- Per le obbligazioni, in quanto asset class nominale, il trend rialzista dei tassi di inflazione risulta particolarmente critico. Ai rendimenti in molti casi negativi ora si aggiunge la flessione del valore reale di cedole e rimborsi (fissi) dovuta all'inflazione.
- Il rialzo dell'inflazione potrebbe accrescere le pressioni per le banche centrali: diverse autorità monetarie, anche dei Paesi sviluppati, hanno deciso di porre fine prima del previsto alle misure di sostegno adottate durante la pandemia; l'ultimo esempio è quello del Canada.
- I mercati monetari di Paesi come Gran Bretagna e Canada scontano al momento un brusco inasprimento dei tassi. Anche dalla Federal Reserve gli investitori si attendono più rialzi di quanti indicati dai membri del Federal Open Market Committee (FOMC) a settembre. Per contro la Banca Centrale Europea (BCE) smentisce le voci di un incremento dei tassi dell'Eurozona nel 2022. Al momento riscontriamo pochi argomenti a favore di una decisione in tal senso. La BCE porta avanti una linea espansiva, così come la banca centrale giapponese.

- Gli investitori alla ricerca di rendimento continueranno probabilmente a puntare sui mercati del credito. Tuttavia, alla luce dell'imminente riduzione degli stimoli monetari e delle valutazioni ambiziose, questo segmento resta vulnerabile a correzioni, soprattutto nel caso di un potenziale aumento della volatilità su altri mercati. In presenza di differenziali di rendimento (spread) bassi rispetto ai livelli storici tanto nel segmento investment grade quanto nel segmento high yield, il maggiore rendimento rispetto alle obbligazioni governative dovrebbe dipendere per lo più dal livello più elevato dei tassi correnti ("carry"). E' opportuno adottare un approccio selettivo.
- Nonostante il recente rialzo, nel medio periodo i rendimenti statunitensi potrebbero evidenziare un ulteriore incremento, che invece i titoli governativi dell'area euro dovrebbero riuscire almeno in parte a evitare, poiché con ogni probabilità la BCE manterrà i tassi bassi ancora per qualche tempo.

Valute

- A fronte della crescente divergenza delle politiche delle banche centrali e delle attese circa i tassi, nonché di un possibile calo della propensione al rischio nell'attuale contesto delicato, il dollaro USA si conferma per il momento ben supportato, anche se in base ai nostri modelli proprietari risulta sopravvalutato rispetto alle principali valute dei Paesi avanzati e anche di quelli emergenti.
- Sussistono tuttavia dei fattori negativi per l'USD a medio termine. Al di là delle valutazioni elevate, gli Stati Uniti presentano tuttora "deficit gemelli": il disavanzo pubblico verrà alimentato ulteriormente dagli imminenti nuovi stimoli fiscali, e il deficit della bilancia delle partite correnti si può già definire degno di nota.

Materie prime

- Da sempre le commodity sono la miglior protezione contro l'inflazione, seguite dalle azioni.
- Di recente il prezzo del gas naturale è salito. E alle soglie della stagione fredda molti Paesi dispongono di riserve limitate dopo la rigidità dell'inverno 2020/21. Inoltre il gas è stato utilizzato anche durante l'estate come fonte di energia: in parte perché la produzione di energia eolica e solare in molte aree è stata inferiore alla media, e in parte perché nel Mediterraneo e in alcune zone dell'America le elevate temperature estive hanno fatto salire i consumi legati al condizionamento dell'aria. Qualora l'inverno non fosse troppo rigido i prezzi potrebbero tornare a scendere a partire dalla primavera 2022.
- Anche il petrolio risulta da qualche tempo più caro. Tuttavia, considerando gli ultimi due anni (tenendo quindi conto del crollo all'inizio della pandemia) il rincaro può dirsi ancora moderato.
- I metalli industriali come il rame sono tuttora molto richiesti in Cina nonostante il rallentamento della crescita, benché ultimamente il prezzo del rame sia rimasto piuttosto stabile. Poche oscillazioni anche per l'oro.

Tema di investimento: #FinanceForFuture con gli ESG

- La conferenza mondiale sul clima COP26, che inizia questo mese, porterà l'attenzione generale sulla tutela del clima.
- Secondo i calcoli del Global Footprint Network quest'anno l'Earth Overshoot Day (letteralmente il giorno del sovrasfruttamento della Terra) è caduto il 29 luglio 2021. È il giorno in cui la biocapacità utilizzata dall'uomo supera quella che il pianeta è in grado di mettere a sua disposizione. Questa data ci ricorda cioè che viviamo al di sopra delle nostre possibilità.
- In base alle stime della Banca Europea degli Investimenti (BEI) occorrono ogni anno investimenti per 175-270 miliardi di euro per raggiungere entro il 2030 tre obiettivi in tema di clima ed energia solo nell'Unione Europea: riduzione delle emissioni di CO2 del 40% rispetto ai livelli del 1990, risparmio energetico di un terzo rispetto ai consumi odierni in uno scenario "business as usual" e copertura del fabbisogno energetico con energia da fonti rinnovabili per almeno il 32%.
- Raggiungere simili volumi di investimento non è impresa così impossibile. Basti pensare che gli oltre 3.800 aderenti all'iniziativa PRI (Principles for Responsible Investment) amministrano nel complesso circa 120 migliaia di miliardi di USD e tutti si sono impegnati a prendere decisioni di investimento basate sui principi ESG. L'acronimo ESG sta per Environmental (ambiente), Social (sociale) e Governance.
- Sempre più fondi integrano i principi ESG. Quindi gli investimenti sostenibili sono ormai alla portata di tutti. Questa è #FinanceForFuture.

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.