

Con stagflazione e tapering arriva il riordino dei premi al rischio

di Pascal Blanqué*

Negli ultimi 12 mesi le performance degli investitori sono state stellari. Un tradizionale portafoglio bilanciato 60/40 ha reso all'incirca il 19% su base annua, con una ripresa dalla depressione economica prodotta dal Covid che è andata al di là di ogni più rosea aspettativa. In questo periodo dell'anno notiamo una maggiore incertezza sui mercati non solo per via delle recenti notizie sulla variante Delta ma, soprattutto, perché stanno emergendo nuovi elementi nella battaglia delle narrative che supportano i mercati finanziari. Potrebbe ora mancare solo una narrativa alla nuova, grande svolta, ovvero il riconoscimento che l'inflazione non è un fenomeno temporaneo, bensì più strutturale di quanto il mercato stia scontando attualmente. Ciò risveglierà il fantasma della stagflazione (crescita più bassa abbinata a un'inflazione tendenziale più alta). Sebbene questo scenario non appaia imminente, è importante notare che è dagli anni Settanta che gli investitori non si trovano di fronte a una simile combinazione e che quindi, secondo noi, farebbero bene a prepararsi. Le banche centrali sono gli altri attori da tener d'occhio, perché sono intrappolate nel ciclo della dinamica crescita-virus (che spinge per un allentamento) e il dilemma sull'inflazione, determinando un'attenzione maggiore nei confronti del tapering. Camminano su una corda tesa, cercano di trovare un equilibrio tra queste due forze. Da un lato c'è il rischio di un ritiro prematuro delle misure monetarie accomodanti. Dall'altro il pericolo di non lasciare margini di manovra laddove si presentino future situazioni

di emergenza e di rimanere bloccati con tutti i motori già in funzione proprio quando l'inflazione si rivelerà più strutturale del previsto. Alla luce delle sequenze appena delineate, individuamo tre principali conseguenze per gli investitori.

1) Non esistono alternative valide alle azioni. La fiducia nell'atteggiamento accomodante delle banche centrali è stata spinta agli estremi, con le valutazioni di obbligazioni e azioni al di là di ciò che può essere giustificato dai trend a lungo termine di crescita, inflazione e utili. Ciò potrebbe rendere il mercato vulnerabile dopo la corsa rialzista. Non appena sarà chiaro che l'attuale crescita dei margini è insostenibile e che non tutte le aziende riusciranno a trasferire i costi più alti degli input sui consumatori, l'outlook sugli utili diventerà meno positivo. Tuttavia, nella transizione verso il nuovo regime, le banche centrali prenderanno tempo mettendo un limite de-facto sui rendimenti nominali delle obbligazioni nonostante un'inflazione elevata. Come in un gioco a somma zero, a pagare il conto saranno i risparmiatori e gli investitori obbligazionari. La selezione delle società nell'ambito azionario, così come in quello obbligazionario, in grado di far fronte al rialzo dell'inflazione sarà un tema cruciale nel prossimo futuro. Tuttavia, il fatto che le azioni offrano un buon valore relativo rispetto alle obbligazioni è solo un lato della medaglia. Il fascino del valore relativo, per gli investitori che rinunciano in contemporanea alle valutazioni assolute, apparirà come il segnale di una bolla che indica un cambiamento.

2) La duration breve è una preferenza di tipo strutturale e non tattico. L'aumento dei rendimenti obbligazionari dei Treasury nella prima parte è stato seguito da un nuovo periodo di calo che riflette la storia dell'inflazione temporanea e, più di recente, dalle aspettative di un raffreddamento della ripresa. La prossima sequenza della stagflazione non è scontata dal mercato e determinerà un aumento dei rendimenti obbligazionari che non appare molto giustificato alla luce dei fondamentali perché la domanda di attività liquide e sicure rimane molto alta e l'offerta è scarsa. All'interno di una visione strategica ciò richiede un approccio prudente alla duration perché i principali benchmark obbligazionari ora hanno il problema della duration e una variazione minima dei tassi di interesse potrebbe causare una perdita per gli investitori. Viste le previsioni di un progressivo avvicinamento a un regime con un'inflazione più alta, ha senso mantenere prudenza sulla duration.

3) Gli aggiustamenti al nuovo regime di mercato saranno accompagnati da frequenti rotazioni. Non tutte le aree seguiranno la stessa traiettoria di decelerazione: la Cina, dopo mesi di stretta monetaria, si trova già in una fase di decelerazione. Gli Stati Uniti seguiranno a ruota, mentre l'Europa beneficerà ancora di sorprese positive per uno-due trimestri, soprattutto tra i Paesi periferici grazie al denaro immesso dal Recovery plan dell'Ue e da un atteggiamento ancora accomodante della Bce. I mercati emergenti presentano differenze marcate tra di loro. Queste traiettorie divergenti della dinamica economica, e di conseguenza delle politiche, suppor-

teranno nei prossimi mesi le opportunità relative value. Gli aggiustamenti tattici sulla duration e sull'allocation al rischio diventeranno più frequenti, rendendo appetibili gli Etf in quanto strumenti efficaci per riequilibrare rapidamente le allocazioni. In uno scenario di aggiustamento dei modelli crescita-inflazione, le valute saranno uno strumento importante per gli investitori che intendono aggiungere valore ai loro portafogli in un mondo dove le valutazioni dei titoli azionari e obbligazionari sono molto elevate.

In conclusione, il minimo che gli investitori dovrebbero aspettarsi da un cambio di regime è un riordino dei premi al rischio sul fronte obbligazionario e su quello azionario. Le banche centrali probabilmente continueranno ad avere un ruolo dominante nei prossimi mesi e supporteranno il relative value delle azioni rispetto alle obbligazioni. Non è ancora arrivato il momento di un derisking strutturale. Al contempo, l'illusione di un cambiamento strutturale della produttività sta venendo meno, mentre la narrativa sulla stagflazione sta ritornando in auge e ricalca le orme degli anni Settanta. Quest'ultima probabilmente è destinata a prendere piede negli anni a venire e a sfidare le costose valutazioni assolute azionarie e obbligazionarie. In un tale contesto si dovrà cercare di ridurre il rischio, di individuare fonti non correlate di rendimento e anche degli attivi reali in grado di resistere alla tempesta della stagflazione. (riproduzione riservata)

*group chief investment officer di Amundi

