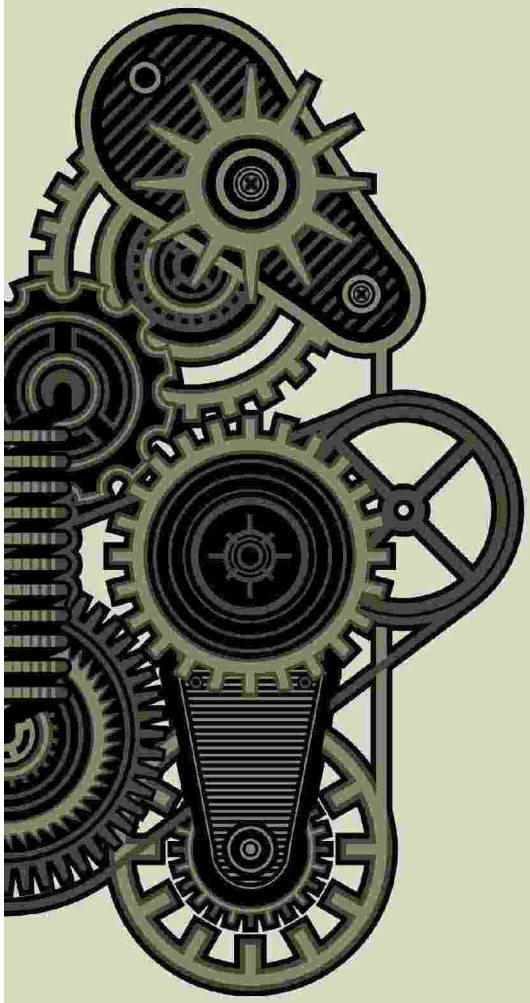
INVESTIRE DOPO "LA FINE DELLA GRANDE SINCRONIA"



Il mondo in cui Banche centrali e governi andavano a braccetto elargendo politiche monetarie e fiscali espansive è ormai irrimediabilmente alle nostre spalle, secondo Pascal Blanqué, presidente di Amundi Institute. "Nel nuovo regime", avverte, "non aspettatevi più pasti gratis, ma non significa che non esistano opportunità per investire". Questo a patto di sapere come individuare i nuovi punti di equilibrio del mutato contesto macro-economico

"Dobbiamo sempre tenere a mente che l'inflazione è fortemente influenzata da forze psicologiche. Possiamo arrivare a dire che c'è inflazione nel momento in cui si parla di inflazione". Pascal Blanqué, presidente di Amundi Institute, ha certamente la capacità di creare immagini in grado di catturare l'attenzione. Non solo, però; anche di gettare uno sguardo in un futuro in divenire e dai contorni per molti investitori e risparmiatori ancora velato da profonda incertezza.

Fu tra i primi a livello internazionale, già a partire dal 2019, a parlare in modo chiaro e risoluto di un'inflazione destinata a tornare, quando il mondo non conosceva ancora né pandemia né crisi energetiche causate dal drammatico inasprirsi di tensioni geopolitiche. In questa fase di cambiamento, FocusRisparmio ha deciso quindi di incontralo per approfondire i temi macroeconomici per un'analisi del presente, ma soprattutto dei possibili scenari che si aprono all'orizzonte.

Immaginiamo che non sia possibile spiegare l'inflazione solo con la psicologia, considerando quanto sta accadendo dentro e fuori dal contesto strettamente finanziario.

Certo che no. Lo scenario è complesso, ma il potenziale di auto-sostegno della dinamica inflattiva non deve essere sottovalutato, bensì tenuto in grande considerazione nel momento in cui si ragiona di Banche centrali e scelte dei governi.

064954
Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.
Amundi

PASCAL BLANQUE >
Amundi

Partiamo allora proprio da questi due aspetti su cui si concentrano gran parte delle tensioni di questo complicato 2022.
Il panorama della spesa fiscale a livello globale mostra sì un significativo livello di debito, ma è altrettanto vero che siamo di fronte alla necessità di investire e i tassi sono ancora sufficientemente bassi per garantire uno spazio in tal senso. Non saranno però operazioni a costo zero come nel recente passato. Ci sarà un prezzo da pagare, in particolare in termini di inflazione. Si dovrà arrivare ad un compromesso sociale, inevitabile, come concretizzazione di un cambio di regime macroeconomico ormai già avvenuto.

Quali scenari si aprono quindi?
Siamo in una fase di passaggio in cui ci si presentano a livello teorico tre possibilità. La prima è uno scenario simile a Goldilocks, in cui le Banche centrali sono credibili e quindi in grado di gestire un passaggio soft dal regime macroeconomico precedente all'attuale e l'inflazione scende in maniera naturale senza particolari necessità di essere contenuta. Per gli investitori questo scenario significherebbe tornare ai fondamentali così come li abbiamo conosciuti in un passato ormai non così prossimo. Un ritorno a dove eravamo, ma sfortunatamente questo non è uno scenario molto probabile. Tra i vari fattori che lo ostacolano, ancora una volta da non sottovalutare, l'immagine delle Banche centrali, sedimentata negli ultimi vent'anni, che le identifica come portatrici di politiche ultra-accomodanti.
La seconda possibilità vede Banche centrali meno credibili di quanto pensino che hanno bisogno di agire in modo netto per riportare l'inflazione all'interno dei target, qualunque sia il costo in termini di crescita di questa operazione. Per gli investitori questo si tradurrebbe in forti tensioni sul sistema economico-finanziario prima di ristabilire un equilibrio e poter tornare ai fondamentali.
Nel terzo scenario, l'inflazione non se ne va da sola. Le Banche centrali spingono sui tassi ma ad un certo punto si rendono conto di dover accettare un compromesso, fermandosi prima di aver raggiunto la meta sulla via verso la normalizzazione e, grazie all'utilizzo della leva fiscale, si acquista tempo.

Quale dei tre è secondo le vostre analisi il più vicino a quanto accadrà?
Senza dubbio il terzo, con significative analogie con quanto accaduto alla metà degli anni '70 e con il rischio, come in effetti avvenne allora, di cadere nella trappola della stagflazione.

Quali saranno le conseguenze attese per gli investitori, al netto dei pericoli più drastici come quello citato?
La più grande conseguenza per gli investitori chiamati a convivere con più alti tassi e più alta inflazione è che è necessario correggere le matrici dei ritorni aggiustati per il rischio, così come le valutazioni. Questo perché con il cambio di regime macroeconomico è necessario ripensare tutti i punti di equilibrio ed i concetti di 'costoso' e 'a sconto'. Se guardiamo, ad esempio, al rapporto prezzo-utili con le lenti degli ultimi vent'anni corriamo un rischio molto rilevante: quello cioè di considerare alto un prezzo che in realtà non lo è in un nuovo contesto.

Ad esempio?
Oggi in Europa il rapporto prezzo-utili è compreso tra 11 e 12. Paragonato a quello degli ultimi otto anni, l'azionario europeo appare incredibilmente a sconto. Eppure, se prendiamo l'intervallo dal 1973 al 1981 troviamo un rapporto prezzo-utili medio pari a 10. Non esiste nella storia nessun esempio di un periodo di ripresa dell'inflazione che non abbia portato ad un abbassamento del punto di equilibrio nel rapporto prezzo-utili.

Stiamo quindi attraversando un processo di repricing globale?
Assolutamente sì. Sull'azionario ha colpito prevalentemente il lato growth ed in particolare i tecnologici, passando poi al credito mentre ancora deve arrivare nello spazio degli illiquidi.

Quale approccio devono adottare gli investitori?
Ottenere ritorni reali positivi al netto dell'inflazione in questo momento non è certamente un compito semplice. Ci sono opportunità nel mercato obbligazionario, in particolare emergente, dovute alla frammentazione nei comportamenti delle Banche centrali. Nell'oasi cinese, inoltre, il livello di inflazione è ancora significativamente minore. Un'ulteriore possibilità è quella di cercare una correlazione con l'inflazione, ma ciò che è molto rilevante in ottica di investimento è comprendere a livello generale che le differenze per regione sono tornate prepotentemente, sia sull'azionario che sull'obbligazionario. Oggi il modo più semplice e anche il migliore per diversificare è una varia esposizione internazionale. Un secondo fattore molto importante riguarda il passaggio da un regime in cui a comandare era il capitale finanziario ad un regime in cui a pesare maggiormente è il capitale fisico.

Che cosa intende esattamente?
Negli ultimi 35 anni tassi bassi e bassa inflazione hanno determinato un costo del capitale molto contenuto che si è tradotto in attività come fusioni e acquisizioni o buyback da parte delle aziende, che hanno privilegiato un utilizzo interno alla sfera finanziaria, piuttosto che l'investimento in asset tangibili legati allo specifico business dell'azienda. La globalizzazione e la produzione asiatica, cinese in particolare, non lo rendevano necessario, alimentando una fase deflazionistica durata decenni. Un intervallo lungo ma pur sempre con una fine. Oggi anche questo è cambiato. Il capitale del futuro è quello fisico.

064954
Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.
Amundi