

L'eccessivo ottimismo dei mercati

Nonostante i crescenti rischi macroeconomici



Fabiana Fedeli, CIO Equities and Multi Asset
5 aprile 2022

Il valore e il reddito degli asset del fondo potrebbero diminuire così come aumentare, determinando movimenti al rialzo o al ribasso del valore dell'investimento. Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo del fondo verrà realizzato ed è possibile che non si riesca a recuperare l'importo iniziale investito. Le performance, laddove riportate, non sono indicative dei risultati futuri. Le opinioni espresse nel presente documento non sono da intendersi come raccomandazioni, consigli o previsioni.

Il contesto di mercato in evoluzione

Da inizio marzo i **mercati azionari** hanno dato prova di un certo **recupero**: l'indice MSCI AC World segna un calo inferiore al 6% in termini di dollari statunitensi da inizio anno. A nostro avviso, gli **investitori** sono decisamente troppo ottimisti circa i rischi prospettici e **dovrebbero essere più prudenti** per quel che concerne la loro **esposizione azionaria**.

Il **contesto dei mercati è profondamente mutato** dall'inizio dell'**invasione russa** dell'Ucraina, che ha avuto luogo l'ultima settimana di febbraio. Prima di allora, l'**inflazione** era **elevata** e sembrava più ostinata di quanto inizialmente anticipato dai mercati, ma le **prospettive** per la **domanda globale** e la **crescita economica** restavano **positive**. La tesi a favore del segmento azionario non era salda come a inizio 2021, ma l'asset class restava a nostro avviso allettante da un punto di vista delle valutazioni relative.

A inizio 2022, la **volatilità di mercato** rappresentava un'**opportunità di acquisto** ed è stata una decisione opportuna quella di tenersi pronti a trarre vantaggio da inefficienze di prezzo ingiustificate. Data la variabile esposizione delle società all'inflazione dei costi e alla pressione dei rendimenti sul bilancio, la **selettività** è stata l'**elemento chiave**.

Da fine febbraio, gli investitori si sono trovati di fronte a una situazione ben diversa: le **conseguenze dell'invasione dell'Ucraina e le successive sanzioni russe** avranno probabilmente **effetti più duraturi** di altri eventi geopolitici degli ultimi anni.

È importante che, nel discutere le implicazioni più ampie della guerra, non si dimentichi la portata della tragedia umana: il nostro pensiero va al popolo ucraino e a tutti coloro che sono stati colpiti dal conflitto.

Due esiti

Da un punto di vista **macroeconomico**, è probabile che gli attuali eventi conducano a due possibili esiti: un **perdurare del conflitto** e delle relative **sanzioni** per il prossimo futuro o una **risoluzione rapida**.

Nel primo caso, ci troveremo di fronte a una **spirale inflazionistica**, che potrebbe **gravare sull'economia globale**, con **prezzi elevati delle materie prime** a incidere sulla catena di fornitura e a **frenare la domanda**. Ciò andrebbe ad aggiungersi ai problemi già esistenti dal lato dell'offerta e a generare potenzialmente una **recessione** in grado di estendersi oltre i confini europei.

Stiamo assistendo ai primi segnali di **erosione della domanda**, se non proprio di distruzione. Nelle recenti pubblicazioni sugli utili trimestrali, le società di consumo nel Regno Unito, in Europa e negli Stati Uniti hanno segnalato una **domanda più debole per i primi tre mesi dell'anno**. Dalle aziende di arredamento per la casa ai rivenditori di articoli sportivi e di moda, le aziende hanno citato l'affievolirsi del sentiment dei consumatori come un fattore di riduzione dei volumi di vendita, e stanno prevedendo un aumento della pressione sulla spesa dei consumatori nel 2022, quando i contributi di stimolo legati al COVID, ormai in fase calante, l'inflazione e i prezzi più elevati inizieranno a comprimere i bilanci familiari.

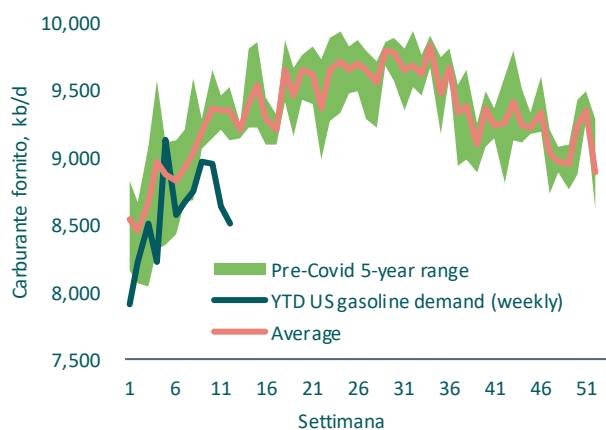
Il presidente della Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC), l'indicatore di tendenza dell'industria dei semiconduttori, ha anche commentato la scorsa settimana che l'azienda stava vedendo i segni di un **rallentamento della domanda** di elettronica di consumo (ad esempio, smartphone, PC e TV) in un ambiente di incertezze geopolitiche e lockdown dettati dal COVID in Cina¹.

¹ Fonte: <https://asia.nikkei.com/Spotlight/Supply-Chain/TSMC-says-demand-for-smartphones-PCs-starting-to-slow>

Osservando i dati settimanali della domanda di carburante dagli Stati Uniti, è possibile iniziare a notare gli inizi della distruzione della domanda anche lì.

Nel Grafico 1 di seguito, l'area ombreggiata in verde rappresenta l'**intervallo pre-covid di cinque anni** e la linea rossa la **media**. La **domanda statunitense di carburante da inizio anno** è rappresentata dalla linea blu scuro, dove abbiamo iniziato a notare una **tendenza al ribasso** mentre i **prezzi del carburante sono aumentati** nelle ultime settimane, al di sopra del picco dei prezzi raggiunto a metà del 2008 (Grafico 2).

Grafico 1 | Forniture di carburante statunitensi



Fonte: Bloomberg, marzo 2022

Grafico 2 | Carburante statunitense: prezzi medi



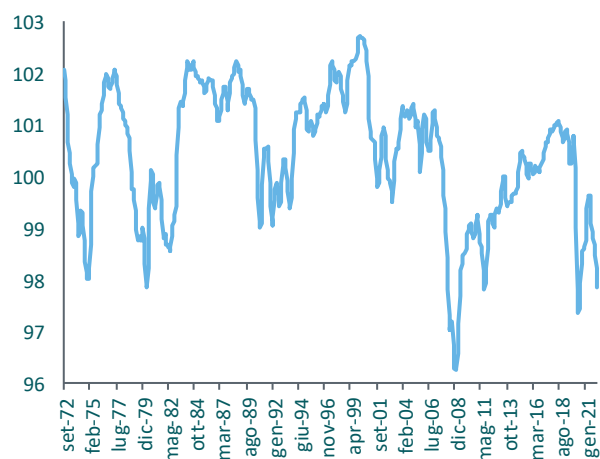
Fonte: Bloomberg, marzo 2022

Se il **conflitto** persistesse, i **prezzi energetici si manterrebbero con ogni probabilità elevati**, intaccando ulteriormente i **redditi dei consumatori**. L'annuncio di un ulteriore rilascio di riserve di petrolio statunitensi il 31 marzo potrebbe avere un **impatto a breve termine** sui **prezzi del petrolio**, ma è improbabile che abbia un peso nel più lungo periodo, data la natura temporanea dell'offerta. I due tentativi di rilasciare le riserve strategiche nell'ultimo anno non hanno avuto un successo duraturo nel contenere i prezzi che, invece, stanno reagendo all'elevata domanda globale, ai disagi delle forniture, alle scorte modeste e alle

limitate aggiunte di offerta. Anche se l'amministrazione Biden sta incoraggiando l'industria dello scisto statunitense a maggiori trivellazioni, è necessario molto tempo per portare fisicamente la produzione a regime. Dovrebbe in ultima analisi condurre a un **aumento della produzione**, ma è improbabile che una maggiore offerta statunitense sia regolarmente in funzione prima del quarto trimestre del 2022.

A livello aggregato, l'indice di fiducia dei consumatori dell'OCSE era già in calo dalla metà dell'anno scorso, quando il sostegno fiscale legato al COVID ha cominciato a diminuire e l'**incertezza macroeconomica è aumentata**. Ci aspettiamo che il calo prosegua.

Grafico 3 | Indice di fiducia dei consumatori OCSE



Fonte: Refinitiv DataStream, febbraio 2022

D'altra parte, una **risoluzione a breve termine della guerra** in Ucraina potrebbe **invertire** parte delle **pressioni inflazionistiche** e apportare anche un po' di **sollevio ai mercati globali**. Tuttavia, va stabilito il significato di "risoluzione", poiché un **miglioramento** dal punto di vista dell'intensità del conflitto, chiaramente molto auspicato da una **prospettiva umanitaria**, **non porterebbe necessariamente a un'immediata revoca delle sanzioni**. Questo punto di vista è condiviso dai funzionari del Regno Unito, degli Stati Uniti e dell'Unione europea che hanno voluto tenere la riduzione delle sanzioni fuori dai programmi durante i colloqui di pace.

Anche se le azioni recenti sono state accolte con scetticismo in alcuni ambienti, i **mercati hanno risposto positivamente** alle notizie di una **de-escalation delle operazioni militari russe** (in particolare intorno alla capitale ucraina Kiev) e ai cessate il fuoco concordati per consentire corridoi umanitari per evacuare i civili dalle zone di conflitto. In pratica, qualsiasi attenuazione rappresenterebbe una **svolta favorevole** e potrebbe condurre a una **tregua a breve termine sui mercati azionari**, **ma non necessariamente per l'economia globale**.

Come dovrebbero rispondere gli investitori?

In futuro, la variabile chiave da monitorare sarà l'**inflazione: cosa la sta determinando e come stanno rispondendo le banche centrali**. Il rischio di errore di politica monetaria rimane reale, tra ulteriori possibili shock a breve termine, e con punti di dati multipli e contrastanti che alimentano il processo decisionale.

In un mondo di **inflazione elevata**, storicamente, l'oro e le materie prime hanno generato sovraperformance. Tuttavia, vista la corsa dei prezzi delle materie prime fino ad oggi (a marzo, il greggio Brent ha raggiunto i livelli più alti dalla metà del 2008, e il più ampio indice Refinitiv CRB Commodities ha raggiunto massime mai viste in oltre un decennio) una **risoluzione del conflitto** potrebbe vedere un **brusco calo dei prezzi delle materie prime** dai livelli attuali, anche se forse ancora elevati rispetto ai livelli pre-conflitto, a seconda della **durata delle sanzioni** e di quanto tempo permarranno i **timori geopolitici**.

Non dimentichiamo che una delle conseguenze chiave del conflitto Russia-Ucraina sarà probabilmente il **riprezzamento del rischio geopolitico**. Mentre le **banche centrali** a livello globale **tentano di domare l'inflazione** e la pressione sui prezzi porta a un'ulteriore distruzione della domanda, il **rischio di stagflazione e/o di una recessione aumenta**.

In fasi di **recessione**, l'**azionario tende ad arrancare**. In questo contesto, ci aspetteremmo che il mercato azionario statunitense sovraperformi su base regionale, vista la percezione che esso possa offrire una qualità superiore e maggiori caratteristiche difensive, ed è anche sostenuto dai flussi di capitale verso il dollaro USA.

In un tale scenario, ci aspetteremmo che l'Europa e i Mercati Emergenti arranchino rispetto agli Stati Uniti, ma i mercati costituenti potrebbero reagire diversamente. I **mercati emergenti non sono un'asset class omogenea** e occorre quindi fare distinzione tra i vari paesi.

Quelli che dipendono dalle **importazioni di materie prime**, come l'India, subiranno un **impatto negativo** in caso di **perdurare del conflitto**. In alternativa, i **paesi esportatori di materie prime e quelli che hanno bilanci relativamente solidi** (dove il "relativo" è la considerazione chiave), come il Sudafrica e il Medio Oriente, probabilmente **sovraperformerebbero in caso di un conflitto prolungato**, a nostro avviso.

In uno scenario di **risoluzione a breve termine del conflitto** (in cui le pressioni inflazionistiche non hanno avuto il tempo di incidere permanentemente sulla domanda e di determinare una recessione per l'economia globale) ci aspettiamo che il **mercato azionario statunitense risulti relativamente meno attraente rispetto al resto del mondo**, viste le **valutazioni più elevate**.

Il 2022 si sta profilando come un anno altamente imprevedibile. Vista la possibilità di due esiti, ci sono **tre modi chiave** in cui gli **investitori possono cercare di proteggersi**:

- Mantenere un **portafoglio diversificato**
- Rimanere **selettivi** e concentrarsi sulle **società in grado di gestire meglio la pressione dei costi** e con **bilanci solidi**
- In ambito **azionario**, **privilegiare** i temi di **lungo periodo** che dovrebbero continuare a prevalere, indipendentemente dagli esiti a breve termine. Ad esempio, le **infrastrutture** e l'**ecosistema a basse emissioni di carbonio**.

Nel **breve periodo**, con le crescenti **tensioni geopolitiche** che contribuiscono a un **contesto già incerto**, i **lockdown** in Cina a sollevare preoccupazioni per l'**indebolimento della produzione e della domanda**, le persistenti **pressioni inflazionistiche** a mettere in **difficoltà le banche centrali** e l'**aumento dei prezzi** che inizia a **pesare sui bilanci familiari**, i **mercati sono forse eccessivamente ottimisti di fronte ai rischi crescenti**. La risposta, per noi, è **restare selettivi e mantenere elevata la diversificazione**.