

Un approccio multi-asset per far fronte alla conclusione del 2022

Maria Municchi, Multi Asset Team

Settembre 2022

È stato un **anno finora difficile** per i **mercati**, e il recente rimbalzo da “tregua estiva” sulle piazze **azionarie** e **creditizie** sta generando più domande che risposte per gli **investitori** alle prese con il **posizionamento** dei loro **portafogli** ora che il 2022 sta volgendo al termine.

Il valore e il reddito degli asset del fondo potrebbe 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 passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fondamentali

Il **quadro macroeconomico** resta estremamente **complesso**, con elementi della **pandemia** ancora in atto, e l’emergere di **nuove tendenze** in diverse aree del mondo.

Le **pressioni inflazionistiche** restano **elevate** e, sebbene il **picco dell’inflazione** potrebbe essere **ormai alle nostre spalle**, visto il continuo **miglioramento** delle strozzature della **filiera di approvvigionamento**, il **costo dell’energia** continua a essere **fortemente volatile**, mentre i **costi dei generi alimentari**, degli **alloggi** e del **lavoro** rimangono **elevati**. Pertanto, le **banche centrali** continuano a **concentrarsi** sulla **lotta all’inflazione** (laddove possibile) con l’**obiettivo di mantenere ancorate le aspettative d’inflazione**.

È difficile stabilire se i **livelli elevati di inflazione** e i **tassi di interesse** ancora più **elevati** stiano già avendo un **impatto** sull’**attività economica** e in che misura. Gli **utili** sono **rimasti solidi**, ma le **prospettive di crescita** stanno iniziando a **deteriorarsi**. I **deboli dati del PIL statunitense** sono stati **influenzati** da **diversi fattori** (tra cui le scorte e i cambiamenti direzionali in termini di bilancio), ma gli **indicatori anticipatori** stanno iniziando a diventare più **negativi** in tutte le regioni (ISM, PMI, dati anticipatori della FED, ecc.).

Grafico 1 | Gli indicatori principali iniziano a peggiorare

Composite PMIs for the US, UK and Eurozone



Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: Bloomberg, 31 agosto 2022.

Al contempo, il **mercato del lavoro** negli **Stati Uniti** rimane particolarmente **contratto**, con i dati sull'occupazione e le richieste iniziali di sussidi disoccupazione che indicano ancora un **trend molto solido** (mentre il tasso di partecipazione è sorprendentemente ancora al di sotto dei livelli pre-pandemici).

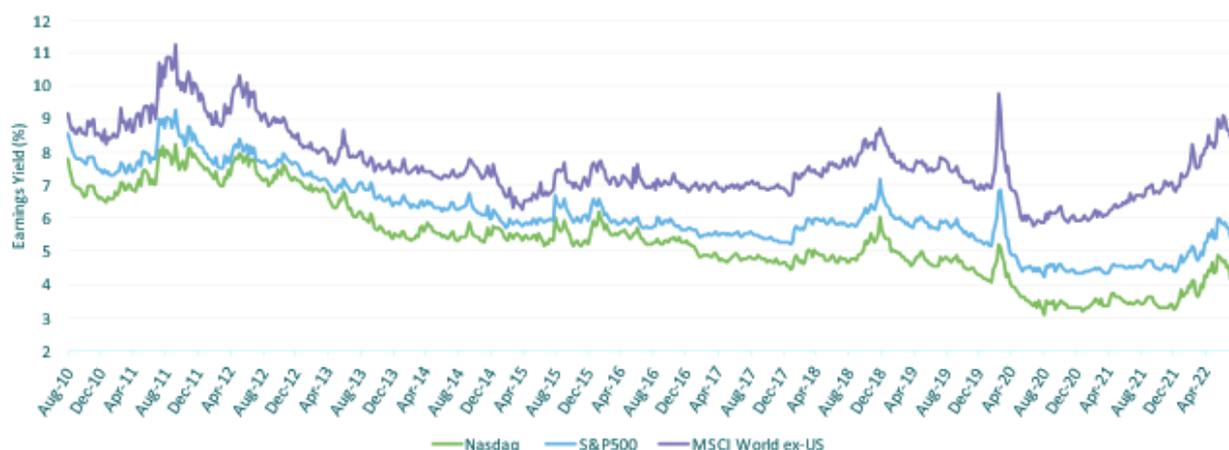
Non è nostro compito cercare di prevedere quali saranno i prossimi dati economici, ma possiamo piuttosto limitarci a **osservare** l'**evoluzione** di questi fondamentali e cercare di **interpretare** la **reazione** degli **attori di mercato** al fine di individuare potenziali **opportunità di investimento**.

Mercati

Dall'inizio dell'anno, i **mercati azionari** e del **reddito fisso** hanno reagito a un **contesto** dei fondamentali fortemente **complesso perdendo molto valore** e subendo "**declassamenti**", nonostante la relativa tenuta degli utili societari. Di conseguenza, i **mercati azionari** e delle **obbligazioni societarie offrono** oggi un **valore migliore rispetto all'inizio dell'anno** (anche dopo il recente rimbalzo). Tuttavia, ciò potrebbe non essere comunque sufficiente a compensare gli investitori per il **rischio** di un'imminente **recessione**. Inoltre, se i **tassi di interesse** dovessero continuare a **salire** per **contrastare l'inflazione**, i **multipli di valutazione** potrebbero continuare ad **arrancare rispetto alla liquidità**.

Grafico 2 | Un quadro in miglioramento dal punto di vista delle valutazioni

Earnings yields on the Nasdaq, S&P 500 AND MSCI World ex-US index.



Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: Bloomberg, 30 agosto 2022.

È opportuno osservare che dall'inizio dell'anno abbiamo assistito a un **elevato livello di correlazione tra le varie asset class**, che ha offerto agli **investitori multi-asset** un'**opportunità di diversificazione** piuttosto **limitata** (a parte la liquidità). Data la **probabilità** che i **tassi di interesse aumentino fino alla fine dell'anno**, le correlazioni positive tra gli asset potrebbero proseguire. Tuttavia, se le **condizioni economiche** dovessero iniziare a **deteriorarsi più rapidamente** e le **prospettive dei tassi** dovessero variare, le **obbligazioni sovrane** potrebbero fornire un **elemento di diversificazione** fortemente **necessario** per i **portafogli multi-asset** in un **contesto di avversione al rischio**.

Per concludere, la "**tregua estiva**" ha determinato un discreto **rimbalzo** dei **prezzi sui mercati azionari** e del **credito**, invertendo alcune delle tendenze viste nella prima metà dell'anno. Sarebbe utile capire se questo rappresenta un vero **cambiamento** nell'**umore degli investitori** o semplicemente un **riassetamento** dopo il tracollo dei prezzi di giugno.

Psicologia

Cercare di capire il **sentiment** che si cela dietro alcuni dei recenti **movimenti di prezzo** potrebbe aiutarci a individuare le **opportunità di investimento** per i **prossimi mesi**.

Complessivamente, il **sentiment** rimane molto **ribassista**, con **Bloomberg Economics** che **prevede una recessione al 50%** nei **prossimi 12 mesi negli Stati Uniti**.

Grafico 3 | La stima della probabilità di recessione è salita al 50%.

Bloomberg median forecast of a the probability of a US recession in next 12 months



Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: Bloomberg, 31 agosto 2022.

Il **pessimismo** degli **investitori** si è **attenuato rispetto al picco di giugno**, soprattutto dopo la prosecuzione dei **rialzi dei tassi** e l'**accelerazione** dell'**inflazione**. Il flusso di notizie è comunque rimasto piuttosto negativo, specialmente in seguito alla pubblicazione di nuovi dati, con molti operatori di mercato che hanno fornito **previsioni sconfortanti** sui prossimi mesi, spesso in contrasto con l'effervescenza dei mercati di luglio e inizio agosto. La riduzione dei flussi è stata spesso citata come un fattore della recente ripresa del mercato (ma le prove sono piuttosto carenti).

Nonostante il recente **repricing** del **mercato** e la **tregua** potenzialmente offerta agli attori di mercato dagli ultimi dati sull'inflazione statunitense, è **difficile individuare grande ottimismo tra gli investitori** in relazione a ciò che ci aspetta. Tuttavia, gli **investitori** sembrano più **concentrati** sull'**inflazione** e sui **tassi di interesse** piuttosto che sulla **crescita** (forse a causa di orizzonti temporali brevi e della particolare attenzione rivolta al presente).

Sostenibilità

La **sostenibilità**, in ogni sua veste, continua a rappresentare un'**importante tendenza** di fondo che, a nostro avviso, **inciderà** sulle nostre **economie** e **società** ancora per molti anni; dalle **riforme sociali** a un ruolo di maggior rilievo della **spesa pubblica**, fino a una **maggiore attenzione** alla **biodiversità** e alla **protezione degli ecosistemi**.

L'ultima normativa in questo senso è l'"**Inflation reduction Act**", **legge sulla riduzione dell'inflazione** entrata in vigore negli **Stati Uniti** il 16 agosto scorso. La legge mira a **sostenere la transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio** offrendo alle imprese **incentivi** e **crediti d'imposta** per vari **investimenti** legati alla **transizione energetica**, tra cui EV, pannelli solari e miglioramenti dell'efficienza energetica.

Oltre a essere **parzialmente finanziato da un'imposta minima sulle imprese del 15%**, il disegno di legge è completamente incentrato su **strutture di incentivi** piuttosto che di disincentivi. Si tratta di una svolta significativa rispetto alle precedenti normative (spesso non molto efficaci).

Il nome della proposta di legge è interessante e in qualche modo sfida la convinzione della "greenflation". Sebbene gli **incentivi** creino probabilmente un'ulteriore **domanda di tecnologia a basse emissioni di carbonio** (e delle relative materie prime necessarie) che potenzialmente farà **umentare i prezzi** nel **breve termine**, il risultato, nel più lungo periodo, di un'**economia meno dipendente** dalla variabilità dei **prezzi del petrolio** e del **gas** potrebbe determinare un **quadro di inflazione più stabile e più contenuto**. In questo senso, la **transizione verso un'economia a basse emissioni di carbonio**, che si affida maggiormente a un mix di energia eolica, solare, geotermica, nucleare e a idrogeno, potrebbe essere uno **strumento utile per combattere l'inflazione nel lungo termine**.

Far fronte alla fine del 2022

Quest'anno i **portafogli multi-asset di tipo long only non sono riusciti a trovare alcun riparo dal contesto generale**. Tuttavia, ci sono state **opportunità di adeguamenti tattici** sia nello spazio **obbligazionario** che in quello **azionario**. Inoltre, i **livelli più elevati di liquidità** hanno apportato alcuni **benefici** durante correzioni di mercato correlate.

Nel valutare come **posizionare** al meglio i nostri **portafogli multi-asset** per far fronte alla fine del 2022, riteniamo che per la prima volta dopo molto tempo sia opportuna una **posizione neutrale sull'azionario**. Sul segmento **azionario**, continuiamo a **privilegiare i mercati più economici**, come l'**Europa**, il **Giappone** e i **titoli finanziari globali**. Le nostre **strategie sostenibili** continuano a individuare **opportunità** in alcuni **titoli selezionati del settore tecnologico statunitense** e nell'**esposizione alle energie rinnovabili**.

I **fondamentali** sono **complessi**, i **segnali di valutazione più modesti** dopo il rimbalzo estivo e gli **investitori restano ribassisti** (ma in modo meno estremo rispetto all'inizio dell'anno). I nostri **portafogli** sono pronti a **trarre vantaggio** da potenziali **miglioramenti macroeconomici** (inflazione più contenuta e crescita stabile) e da un **sentiment** degli **investitori meno ribassista**, ma al contempo si mostrano relativamente **solidi** nell'**eventualità** di un **ulteriore deterioramento dei fondamentali** (crescita più lenta e in peggioramento e tassi stabili o in calo). Nel frattempo, siamo pronti a **impiegare la liquidità disponibile** per cogliere qualsiasi **opportunità tattica** a disposizione sul **mercato**.

Maria Municchi, Team Multi Asset