

Prospettive per il 2022

Come reagiranno i mercati?

Dicembre 2021

Il valore degli investimenti nel fondo è destinato ad oscillare. Questo determina il movimento al rialzo o al ribasso degli investimenti e la possibilità che non si riesca a recuperare l'ammontare inizialmente investito. Le performance passate eventualmente citate non sono indicative dei risultati futuri.

- Dopo un periodo di risultati sorprendenti sui mercati azionari e del debito, che hanno raggiunto livelli di prezzo record a dispetto dell'instabilità globale provocata dal Covid-19, cosa ci riserva il 2022? Gli interrogativi che dominano la mente degli investitori ruotano intorno alla natura transitoria o permanente dell'inflazione, ai probabili rialzi dei tassi da parte delle banche centrali più importanti e alla sostenibilità degli alti prezzi degli asset rischiosi, che siano azioni, obbligazioni societarie o titoli high yield.
- Jim Leaviss, CIO della Team Public Fixed Income, Fabiana Fedeli, CIO dei Team Equities & Multi Asset, e Maria Municchi, gestore di fondi multi-asset, hanno discusso del modo in cui questi temi potrebbero influire sulle rispettive asset class il prossimo anno.



Jim Leaviss: Se due anni fa mi avessero chiesto a che livello sarebbe stato il rendimento sulle obbligazioni a 30 anni con un'inflazione superiore al 6% negli Stati Uniti, sicuramente non avrei detto sotto al 2%. È lo stesso per te, Fabiana, rispetto al rialzo delle azioni durante questo periodo?

Fabiana Fedeli: Sì. Questo rialzo azionario è stato molto sorprendente e una cosa che ho imparato nei tanti anni di attività sui mercati azionari è che non bisogna mai dare niente per scontato. A questo punto, ci sono tre considerazioni da fare. La prima è che è stato un periodo di performance fortemente divergenti. Per esempio, a livello di Paesi, gli Stati Uniti hanno visto un'ascesa incredibile rispetto al resto del mondo. Questa divergenza esiste anche fra titoli appartenenti allo stesso settore e questo significa che ci sono ancora moltissime opportunità, ma bisogna anche continuare a essere selettivi.

La seconda considerazione è che, sì, è vero che le azioni sono care in termini storici, ma in confronto alle asset class non azionarie, in realtà hanno prezzi relativamente

ragionevoli. Inoltre il livello di liquidità ancora presente continua a offrire un sostegno notevole ai mercati azionari.

La terza considerazione riguarda i forti venti contrari: prima o poi la festa finisce. Primo, è probabile che vedremo un inizio di contrazione sui mercati del credito e questo ovviamente avrà un impatto negativo sui mercati azionari; secondo, l'inflazione avrà ripercussioni sul mondo reale.

Jim Leaviss: La Fed sembra più preoccupata del tasso di disoccupazione che dell'inflazione, sebbene sul mercato si parli di due rialzi dei tassi da parte della Federal Reserve nel 2022, eppure la disoccupazione sta calando ogni mese. Cosa ne pensi, Maria?

Maria Municchi: Penso che sia molto interessante, perché ovviamente in questo momento c'è molta enfasi sull'inflazione, ma il mandato della Fed prevede anche di promuovere la massima occupazione e se guardiamo al mercato del lavoro oggi negli Stati Uniti, ci sono alcuni aspetti di grande interesse che vale la pena monitorare nei prossimi mesi. Per esempio, certamente il livello di disoccupazione ora è relativamente basso, ma resta molto alto fra alcune minoranze etniche come pure tra i giovani.



Inoltre, il tasso di partecipazione è nettamente inferiore rispetto a prima della pandemia. Questo significa che circa 5 milioni di persone non sono rientrate nella forza lavoro a oggi, una situazione che mette in luce una capacità inutilizzata nel mercato del lavoro USA. Infine, abbiamo visto prove concrete di crescita dei salari negli ultimi mesi, ma è un fenomeno ancora circoscritto alla fascia delle remunerazioni più basse e dei dipendenti più giovani.

Per questo è molto importante osservare il mercato del lavoro statunitense nel contesto di inflazione attuale, in quanto è un altro elemento di cui la Fed dovrà tenere conto per stabilire la politica monetaria futura. Allo stato attuale, vediamo una Fed intenzionata a promuovere un mercato del lavoro forte, ma anche inclusivo.

Jim Leaviss: Quando penso a quali asset nell'ambito del reddito fisso potrebbero andare bene in questo ambiente, punterei sulle obbligazioni legate all'inflazione e i TIPS (Treasury protetti dall'inflazione, ossia i linker nella versione del Tesoro USA), che offriranno una certa protezione nelle fasi di inflazione più calda.

L'altra classe di attivi che per me può andare bene in questo tipo di contesto è quella delle obbligazioni dei mercati emergenti. Abbiamo visto i rendimenti reali negativi sui titoli dei mercati sviluppati tradizionali, tassi reali del -2% nel Regno Unito e in Europa, ma nei Paesi emergenti è possibile ottenere rendimenti reali positivi del 2% o del 3%. Come sempre, l'investimento nel debito dei mercati emergenti implica un alto grado di rischio e di volatilità, ma quest'area probabilmente è il posto migliore in cui trovare valore nel reddito fisso al momento.

Fabiana, dove investiresti in questo momento nello spazio azionario?

Fabiana Fedeli: La considerazione generale per le azioni adesso è che ci saranno aree che continueranno ad andare bene, altre che faranno anche meglio e quelle che andranno molto male. Quindi, prima di tutto dobbiamo essere consapevoli del fatto che la polarizzazione emersa sui mercati azionari nel corso dell'ultimo anno circa persisterà e potrebbe prendere una direzione diversa. Le opportunità ci sono, ma bisogna anche continuare a essere selettivi.

Le aree che non mi attraggono sono ovvie: quelle in cui le spinte inflazionistiche penalizzeranno le imprese, ma anche le aziende che fanno parte di catene logistiche in cui la pressione sui costi è alta e non hanno un potere sui prezzi che consenta di scaricare i rincari sui clienti.

Quanto alle aree che ci piacciono, in prospettiva settoriale direi le infrastrutture globali. Gli asset reali si comportano bene durante i periodi di inflazione, soprattutto adesso che c'è una forte spinta a spendere per le infrastrutture. Questo include il settore delle rinnovabili, in cui ci



aspettiamo di continuare a vedere molte opportunità. Tuttavia, dobbiamo accertarci di investire nelle società giuste: quelle in condizione di scaricare i costi sui clienti e dotate di bilanci robusti, che possono quindi sopportare l'impatto dei tassi variabili.

La seconda area che vorrei indicare è il Giappone, un paese che ha sottoperformato in misura significativa non solo rispetto agli Stati Uniti, ma anche al resto del mercato, soprattutto in termini di dollari USA. Ci sono comunque molte aziende che vantano utili robusti e in crescita, abbiamo visto un miglioramento in termini di governance societaria, distribuzione di valore agli azionisti ed efficienza dei bilanci, oltre a un incremento delle fusioni e acquisizioni che stanno liberando sinergie. Questo però non vale per tutte le società giapponesi, quindi resta anche in questo caso l'esigenza di essere selettivi.

Jim Leaviss: Per il multi-asset, come riesci a gestire l'equilibrio fra classi di attivi che prima erano correlate negativamente, mentre adesso si comportano in modo diverso?

Maria Municchi: Osservare le correlazioni fra gli asset è qualcosa che facciamo quotidianamente e ha un ruolo cruciale ai fini della costruzione dei portafogli. Nel complesso, l'ambiente attuale è ancora favorevole per gli asset rischiosi, sia dal punto di vista macroeconomiche che da quello valutativo. Il contesto macro continua a supportare la crescita e l'espansione, in particolare in certi settori attraverso tendenze strutturali e specifiche, oppure per via della transizione verso un'economia più pulita.

Per quanto riguarda le valutazioni, sia le azioni che il reddito fisso attualmente presentano qualche difficoltà. Per questo serve molta selettività nei portafogli multi-asset, ma soprattutto un'asset allocation tattica, ossia la capacità di approfittare dei movimenti di mercato a breve termine per cogliere l'opportunità disponibile nel momento in cui si presenta. Credo che l'inflazione resterà sicuramente un argomento centrale nell'anno a venire. Tuttavia, è importante pensare ad altre possibili sorprese per i mercati.

In termini della nostra risposta, è essenziale mantenere portafogli ben diversificati e a tal fine deteniamo una quota del fondo in cash e conserviamo un'esposizione al segmento a lungo termine dei titoli governativi dei mercati sviluppati, compresi i Treasury a 30 anni.

Jim Leaviss: Chiudiamo il dibattito di oggi parlando della COP26. Al di là di alcune notizie molto incoraggianti, nel complesso penso che l'esito abbia in parte deluso l'opinione pubblica. Detto questo, si avverte un certo impulso nell'industria della gestione patrimoniale e nel governo britannico. Nel team Fixed Income, abbiamo partecipato alla prima emissione di gilt verdi quest'anno; nel corso del 2022 vedremo molte altre obbligazioni verdi e legate alla sostenibilità e questo offrirà ai nostri fondi un'ottima occasione per iniziare a investire in tali asset.

Allora, avete reagito con delusione o pensate che sia stato fatto un passo nella direzione giusta?

Fabiana Fedeli: Direi la seconda, Jim: capisco bene chi crede che la COP26 non abbia fatto tutto quello che avrebbe potuto fare, ma indubbiamente è stato compiuto un enorme passo avanti. Anche quando pensate alla controversa scelta linguistica fra "eliminazione graduale" e "riduzione graduale" del carbone, è la prima volta che di fatto si assume un impegno mirato sugli idrocarburi su così vasta scala. Quindi il risultato non è perfetto, ma di certo è un grosso passo nella giusta direzione. Questi impegni

devono essere rispettati e l'opinione pubblica esigerà che lo facciano sia i governi che le società.

Maria Municchi: Concordo. Dopo due anni di intense trattative, il Patto per il clima di Glasgow davvero fissa le aree principali su cui concentrare l'azione per centrare l'obiettivo di contenere a 1,5 gradi l'aumento della temperatura. E su tutti questi temi, come la fine della deforestazione, il finanziamento dei Paesi emergenti e la riduzione graduale dell'uso di carbone, si è raggiunto un accordo fra quasi 200 Paesi, una cosa davvero incredibile.

Questo è soltanto l'inizio, c'è ancora molto lavoro che bisogna accelerare da qui in poi. Però penso che un risultato molto positivo sia il fatto che i Paesi stanno cominciando ad avere un linguaggio e un'ambizione comuni riguardo al cambiamento climatico, che possono iniziare a integrare nelle rispettive politiche nazionali. Gli Stati hanno una pronunciata capacità di introdurre fattori di spinta e attrazione per facilitare la transizione verso un'economia che produca meno emissioni di carbonio, forse anche più rapidamente e con una portata più ampia di quanto credano oggi i protagonisti del mercato. Se le cose andranno davvero così, alcune aziende sono meglio posizionate di altre per reagire.

M&G, dicembre 2021

Le opinioni espresse in questo documento non sono da intendersi come una raccomandazione, consulenza o previsione.

