

Non è un mercato per investimenti a grandi linee

Prospettive del CIO

Fabiana Fedeli, CIO Equities e Multi Asset

Giugno 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 grosso è ormai alle spalle, ma permangono difficoltà

Non sono state settimane facili per i mercati e abbiamo appena assistito ad alcuni segnali di sollievo. Possiamo quindi affermare di aver superato la pesante battuta d'arresto o ci aspetta dell'altro? Riteniamo di esserci lasciati il grosso alle spalle, da un punto di vista di ribasso di mercato, ma dovremo con ogni probabilità far fronte a ulteriore turbolenza in quanto restano rischi al ribasso. La domanda chiave è la seguente: "cosa prezzano attualmente i mercati e come dovrebbero posizionarsi gli investitori per far fronte ai vari possibili esiti che si prospettano?"

A inizio aprile abbiamo pubblicato una nota dal titolo "L'eccessivo ottimismo dei mercati". In questo approfondimento mettevamo i clienti in guardia rispetto all'eccessivo ottimismo dei mercati e al fatto che questi ultimi non tenessero conto dei rischi futuri. In particolare, un rischio che a nostro avviso non è stato considerato è la possibile erosione della domanda causata dall'aumento delle pressioni inflazionistiche. Assieme alle esistenti strozzature di offerta, la possibilità di un errore di politica monetaria da parte delle banche centrali, e l'impatto della politica zero-COVID in Cina, avevamo previsto che le aspettative di crescita necessitassero di una revisione al ribasso.

Primi passi verso un indebolimento della domanda

I segnali di un indebolimento della domanda sono evidenti da diverso tempo. La fiducia dei consumatori nel Regno Unito, nell'Eurozona e negli Stati Uniti è tendente al calo dal 2021, quando hanno avuto inizio i tagli al sostegno governativo legato al COVID.

Anche per quel che concerne la domanda dei consumatori statunitensi, che finora ha dato prova di una tenuta relativamente discreta, abbiamo iniziato a individuare alcune crepe. Per esempio, la domanda di benzina negli Stati Uniti è ben al di sotto dei livelli di offerta media quinquennali pre-COVID, il che riflette molto probabilmente un aumento del prezzo della benzina.

Nel frattempo, nel settore manifatturiero, il PMI globale è inferiore a 50 (indicando una contrazione dell'attività), mentre i nuovi ordini sono appena in territorio di espansione. Anche gli Stati Uniti non sono immuni, con gli indicatori anticipatori delle imprese (ad esempio l'indice PMI/ISM e ordini ISM meno scorte) che tendono al ribasso.

La favorevole stagione degli utili del primo trimestre potrebbe essere fuorviante

La stagione degli utili del primo trimestre è stata relativamente favorevole. Meno bene per quanto riguarda gli utili, con gli indici NASDAQ e MSCI Emerging Markets che hanno visto meno del 50% delle società battere le aspettative sugli utili. Tuttavia, l'aspetto dei ricavi è andato meglio del previsto, con la maggior parte delle società che ha battuto le aspettative di vendita in tutti i principali mercati regionali. Non dobbiamo evincere da questo dato che la domanda rimarrà forte. Il 1° trimestre è stato come "guardare nello specchietto retrovisore." Per valutare la direzione di marcia, è opportuno andare un po' più a fondo e guardare oltre le cifre complessive.

Ascoltando i team di gestione delle aziende circa le loro aspettative per il 2022, il quadro non è così positivo e questo è ciò che dobbiamo tenere d'occhio nei risultati del prossimo trimestre.

Negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'Europa continentale, diverse aziende hanno osservato che i consumatori stanno iniziando a fare acquisti al ribasso, che c'è una crescente sensibilità alle promozioni e che si intravedono i primi segnali di un indebolimento della domanda di beni di consumo durevoli.

Fine dunque all'eccessivo ottimismo sui mercati?

Da inizio aprile abbiamo assistito a un notevole calo dei mercati azionari e un aumento dei rendimenti obbligazionari. Più di recente, abbiamo visto timidi segnali di un rally azionario e rendimenti obbligazionari in discesa. Ciò significa che tutte le cattive notizie sono già prezzate? A nostro avviso, la risposta è la seguente: "In parte, ma non del tutto, e dipenderà da quanto cattive saranno le notizie future." Il grosso è già avvenuto sui mercati in termini di

cali dei prezzi, ma restano rischi al ribasso, in particolare sui mercati azionari.

Di certo, dopo il calo di aprile-inizio maggio, e il dilagante umore negativo, i mercati saranno indubbiamente più sensibili alle notizie positive. Queste ultime potrebbero includere qualsiasi segnale di risoluzione della guerra in Ucraina, un rallentamento dell'inflazione o una maggiore cautela da parte delle banche centrali nell'inasprire le proprie misure. E cominciamo a vederne segnali nel recente rimbalzo del mercato azionario. Anche i mercati del reddito fisso hanno tratto vantaggio dal fatto che i timori di crescita abbiano preso il sopravvento sulle prospettive di ulteriori pressioni inflazionistiche e di inasprimento da parte delle banche centrali.

Tuttavia, esistono ancora diversi rischi, non ultima la possibilità che vengano imposte ulteriori sanzioni alla Russia, ad esempio sul gas naturale, che la distruzione della domanda conduca a una recessione e che le banche centrali si irrigidiscano eccessivamente nel cercare un equilibrio tra inflazione e crescita. Soprattutto, l'impatto che tutti i rischi sopraelencati avranno sugli utili aziendali. La domanda chiave è: quanto è già scontato? I discorsi su stagflazione e recessione sono molto diffusi tra i commentatori di mercato, e abbiamo persino sentito parlare di depressione e di un evento creditizio simile a quello del 2008. A nostro avviso, una prospettiva di crescita tendente al peggio e un significativo rallentamento della crescita sono già prezzati. Potrebbero esserci ulteriori ribassi, in particolare per alcuni titoli azionari le cui valutazioni rimangono elevate o in cui non è ancora stato calcolato un calo degli utili.

Una recessione massiccia, magari proveniente dall'Europa e causata dalle sanzioni sul gas naturale, comporterebbe un ulteriore ribasso, soprattutto per le azioni. Una depressione o un crollo dei mercati del credito in stile 2008, in cui le aziende e i privati faticano a ripagare i debiti, non è prevista e non risponde alla nostra ipotesi di base. Tutto ciò significa che qualsiasi rimbalzo del mercato dipenderà dai dati e dal flusso di notizie e potrebbe essere di breve durata.

Per questo motivo, nelle nostre strategie multi-asset durante la prima metà di maggio e in seguito alla correzione, siamo passati da una posizione di sottopeso sulla duration e da una posizione compresa tra il neutrale e il sottopeso sulle azioni a una posizione neutrale su entrambe le asset class. La nostra posizione neutrale è basata sulla forte correzione verificatasi recentemente e sulla consapevolezza che permangano ancora dei rischi

futuri. Continuiamo a essere cauti e selettivi e a detenere saldi di liquidità più elevati del solito. Siamo convinti che questo non sia un mercato in cui adottare posizioni nette smisurate. Piuttosto, è un mercato in cui preservare il capitale e attendere opportunità migliori.

In ambito azionario, abbiamo tratto vantaggio dalla volatilità di mercato acquistando selettivamente alcuni titoli che avevano pesantemente perso terreno, in particolare in seguito agli annunci degli utili. In alcuni casi non è stata fatta distinzione tra elementi negativi e positivi e abbiamo pertanto investito su alcuni di questi elementi, restando molto selettivi circa le nostre scelte, viste le incertezze a venire. Le ampie disparità tra i risultati degli utili all'interno degli stessi settori ci ricordano la necessità di esaminare con attenzione le varie situazioni. I titoli tecnologici hanno complessivamente offerto alcune opportunità interessanti.

Si è fatto molto parlare della variazione della correlazione tra azionario e obbligazionario. A seconda che la crescita o l'inflazione siano al centro dei timori degli investitori obbligazionari, potremmo vedere le due asset class muoversi in direzioni opposte o simili. È importante notare che, se si confrontano i rendimenti, le azioni appaiono ancora otticamente a buon mercato rispetto alle obbligazioni. Tuttavia, molto dipende dalle prospettive degli utili a partire da qui. Come già accennato, anche se ci siamo lasciati alle spalle una stagione degli utili relativamente positiva, in futuro potremmo iniziare ad assistere a una più diffusa incrinatura dei risultati delle società.

Posizionamento in un ambiente volatile

In questo contesto, e date le incertezze che si stanno profilando per i tempi a venire, crediamo che il miglior posizionamento consista nel detenere un portafoglio diversificato su tutte le varie asset class, tra cui azioni, obbligazioni, materie prime e asset reali. All'interno delle asset class, la selezione riveste un'importanza cruciale. L'alfa deriverà indubbiamente dalla selezione. Il mercato attuale non si presta a investimenti fatti a grandi linee. Investendo a livello di società, è essenziale concentrarsi su imprese con potere di determinazione dei prezzi e bilanci robusti, quelle in grado di far fronte in modo adeguato all'ambiente inflazionistico e di tassi in aumento. In ambito azionario, continuiamo a privilegiare temi di lungo periodo, che riteniamo abbiano una certa longevità e che beneficranno degli investimenti futuri, indipendentemente dagli imprevisti delle prospettive macroeconomiche, come infrastrutture ed ecosistema a basse emissioni di CO₂.