

luglio 2022

Outlook : Prepararsi per l'atterraggio

CANDRIAM 
A NEW YORK LIFE INVESTMENTS COMPANY

Informazioni sugli autori

Florence Pisani

Global Head of Economic Research



Nadège Dufossé

Global Head of Multi-Asset



Stefan Keller

Senior Asset Allocation Strategist



Thibaut Dorlet

Senior Fund Manager



Michel Le Bras

Senior Fund Manager



Banche centrali... L'impossibile compito di un equilibrio perfetto

Con il raggiungimento della fine del primo semestre del 2022, gli operatori di mercato continuano a far fronte a revisioni al ribasso delle previsioni di crescita globale e a significative difficoltà. In particolare, la guerra in Ucraina ha ulteriormente spinto al rialzo i prezzi delle materie prime e l'inflazione sta ora erodendo il potere d'acquisto delle famiglie e pesando sui margini societari. Di fronte a un'inflazione elevata, le banche centrali devono irrigidire la propria politica monetaria.

Tuttavia, l'entità del rallentamento economico non è lo stesso ovunque, con una differenza particolarmente marcata tra i paesi emergenti importatori di materie prime e quelli esportatori.

Cina: ancora motore della crescita globale?

Questo è il modo in cui l'economia cinese è stata spesso descritta negli ultimi vent'anni. Ma nel 2022 è molto improbabile che la sua crescita economica raggiunga il livello target ufficiale del 5,5% all'anno. Poiché la situazione sanitaria nel paese continua a pesare sull'attività economica, le autorità restano prudenti nel loro allentamento monetario. Nonostante le autorità locali siano attivamente incoraggiate ad accelerare gli investimenti infrastrutturali, il PIL cinese dovrebbe crescere di circa il 4% nel 2022.

Per quanto riguarda le economie degli Stati Uniti e dell'eurozona, l'inflazione rimane la loro sfida principale. Negli Stati Uniti, la Federal Reserve (Fed) deve riuscire a rallentare la crescita economica al di sotto del 2% entro la fine del 2022 e contenere l'inflazione. I suoi obiettivi saranno aiutati dalla fine dello stimolo fiscale, dall'erosione del potere d'acquisto delle famiglie e dall'apprezzamento del dollaro USA. Inoltre, l'aumento dei tassi dei mutui ipotecari sta già pesando sulle vendite immobiliari. Pur continuando a privilegiare uno scenario di atterraggio morbido, i rischi di atterraggio più duro sono tutt'altro che trascurabili. Tuttavia, finché l'economia non mostrerà chiari segnali di rallentamento, la Fed non avrà altra scelta se non di continuare a "premere il freno".

Sull'altra sponda dell'Atlantico, la Banca centrale europea (BCE) deve affrontare un compito anche più delicato. Oltre ai suoi compiti chiave di coltivare una crescita economica fragile, si trova ad affrontare anche il proprio test di credibilità. Se l'inflazione continua a sorprendere al rialzo, la banca centrale deve essere in grado di procedere più rapidamente: aumentando i tassi non di 25 punti base ma di 50 o accelerando il ritmo degli aumenti dei tassi d'interesse, senza però causare una "frammentazione finanziaria" dell'eurozona. La BCE deve convincere i mercati che le sue azioni non consentiranno agli spread sovrani di ampliarsi "troppo" senza che le banche centrali prendano contromisure.

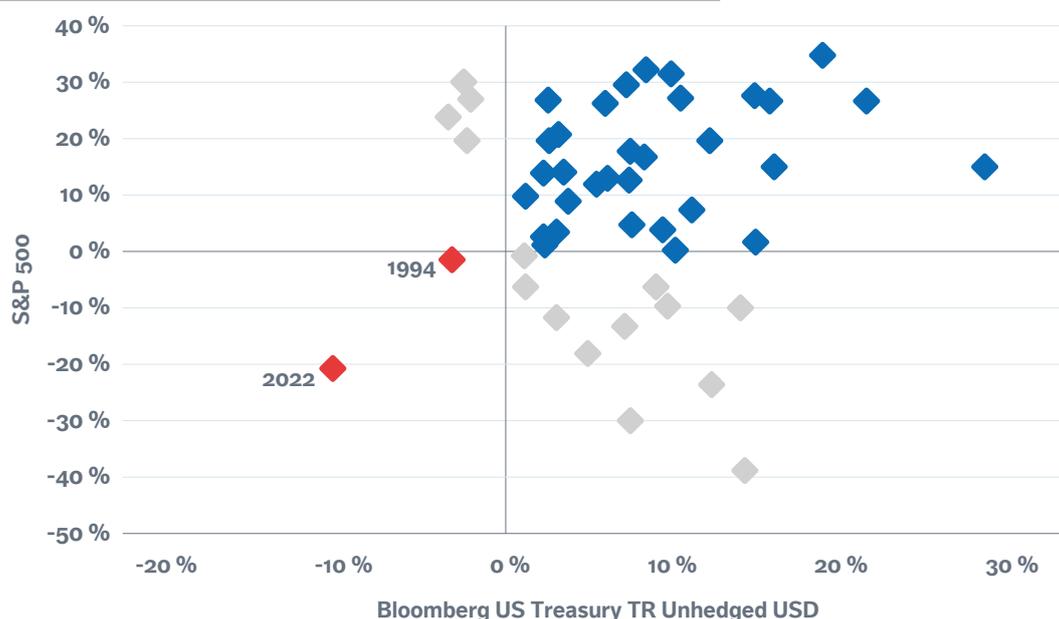
"Pur continuando a privilegiare uno scenario di atterraggio morbido, i rischi di atterraggio più duro sono tutt'altro che trascurabili".

Asset allocation: flessibilità, l'unica strada verso la stabilità

Scendono obbligazioni e azioni

Il primo semestre del 2022 ha registrato la contemporanea peggiore performance delle azioni e obbligazioni statunitensi (-23% e -10% rispettivamente al 17/06/2022) osservata negli ultimi 50 anni. Nel 1994, anno utilizzato come riferimento, le obbligazioni hanno registrato una flessione, ma le azioni sono rimaste sostanzialmente invariate. Inoltre, nel 2022, la maggior parte degli altri asset non ha fornito una diversificazione efficace a questi cali, compresi energia, azioni britanniche, oro e alcune strategie alternative. Al contrario, le azioni statunitensi (e in particolare la tecnologia) sono state le più penalizzate in questo contesto. I netti cali di quest'anno hanno fatto sì che la quantità di asset che hanno subito i cali peggiori negli ultimi due anni sia superiore a quella di quelli aumentati di valore. I titoli e i settori con basse valutazioni hanno sovraperformato gli asset le cui valutazioni sono notevolmente aumentate dall'inizio della pandemia nel 2020.

Figura 1: rendimenti negativi su azioni e obbligazioni



Fonte: Bloomberg. Dati annuali dal 1973 e da inizio anno per il 2022 al 30/06/2022.
La performance passata non garantisce i risultati futuri e non è costante nel tempo.

Due cigni grigi

Le improvvise flessioni del mercato negli ultimi sei mesi sono dovute principalmente agli shock successivi e in parte inattesi che ci hanno portato molto più rapidamente verso la fine del ciclo. Il primo "shock" si è verificato a febbraio, nonostante i persistenti ed espliciti avvertimenti basati sulle informazioni del governo statunitense, quando la Russia di Putin ha lanciato un'invasione su vasta scala dell'Ucraina. La conseguente impennata dei prezzi delle materie prime (i prezzi del petrolio sono aumentati del 45% al 17/06/2022) ha fatto aumentare le pressioni inflazionistiche. In risposta, le banche centrali, e in particolare la Fed, hanno adeguato il percorso dell'irrigidimento monetario, provocando un ulteriore aumento dei tassi.

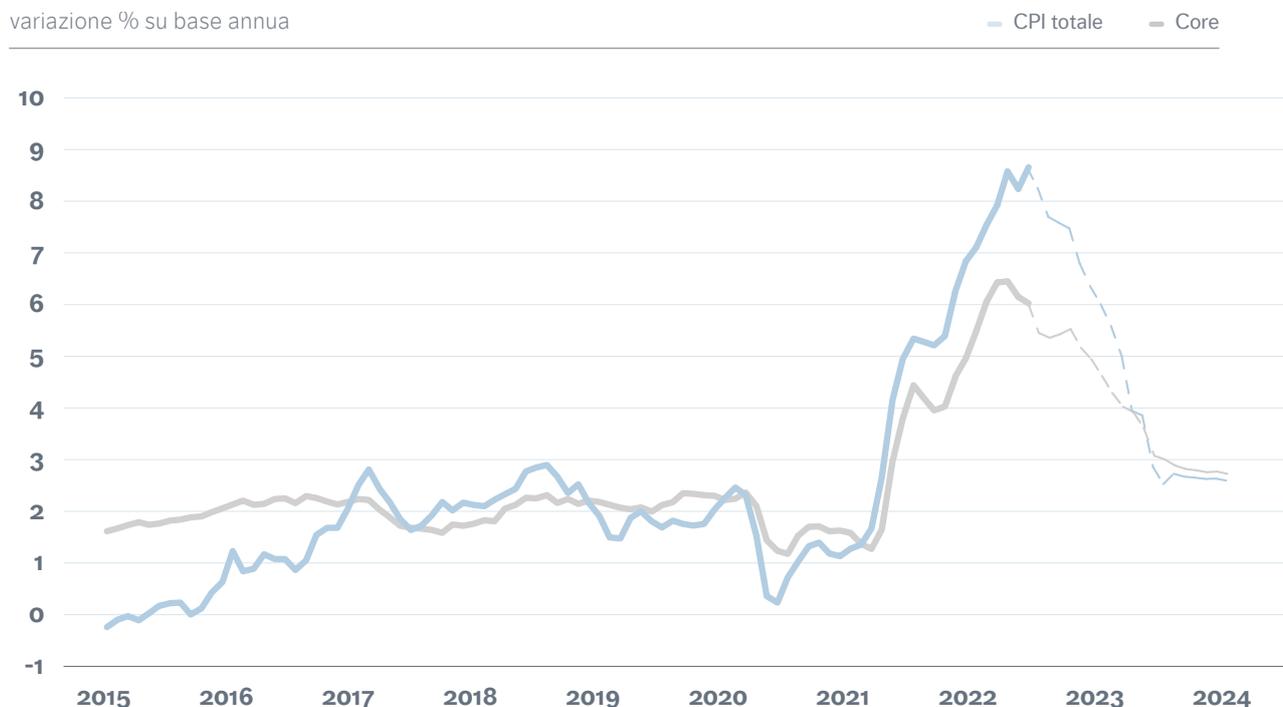
Il secondo "shock" importante è giunto dalla Cina e dalla sua decisione di mantenere una rigida politica zero-Covid, la cui adeguatezza contro la variante Omicron è stata messa in discussione. I lockdown su larga scala di aprile e maggio hanno avuto un impatto sia sulla crescita economica cinese (stime del consensus in ribasso dal 5,5% al 4,3% per il 2022) che sulla crescita globale, incluse le supply chains. Ciò ha creato un contesto di maggiore stagflazione a livello globale, negativo sia per le obbligazioni che per le azioni. Pertanto, gli operatori di mercato devono far fronte a potenziali aumenti dei tassi d'interesse che non si vedevano dagli anni '70, sia negli Stati Uniti che in Europa, con le banche centrali costrette a reagire con forza per contenere l'inflazione persistente.

L'inflazione rispetto alle dinamiche di contrazione determinerà lo scenario di mercato dei prossimi mesi

E adesso? Il vero cambiamento ci sarà solo quando l'inflazione inizierà finalmente a scendere e le tensioni sul mercato del lavoro statunitense si attenueranno. La strada da percorrere resta molto difficile per le banche centrali. Per il momento mantengono la loro credibilità a costo di un irrigidimento molto rapido delle condizioni finanziarie. Nella politica monetaria non sono inevitabili "errori", ma all'attuale ritmo di aspettative di irrigidimento, la probabilità è alta. La nostra asset allocation in questa fase del mercato dipenderà naturalmente dal successo delle banche centrali nei loro sforzi per raggiungere un atterraggio morbido.

Figura 2: traiettoria dell'inflazione CPI statunitense

variazione % su base annua

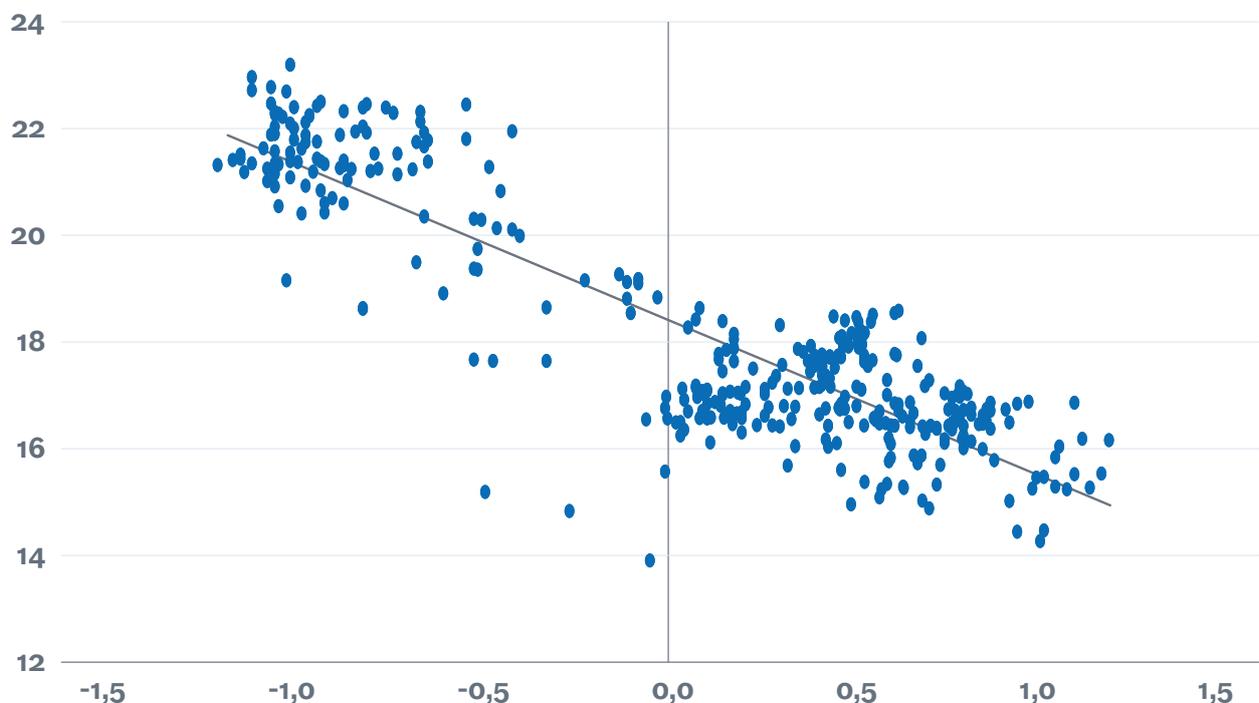


Fonte: Bloomberg. Dati dal 15/01/2015. Proiezioni a cura di Candriam.
La performance passata non garantisce i risultati futuri e non è costante nel tempo.

Quando i portafogli dovrebbero "riaccendere" il rischio?

Riteniamo che sia ancora prematuro assumere una posizione strutturale "Buy" sui mercati finanziari. Sebbene le valutazioni azionarie siano calate, gli utili societari hanno in realtà continuato a crescere, a giudicare dai risultati del 1° trimestre 2022. Questo calo delle valutazioni negli Stati Uniti riflette solo l'impatto dell'aumento dei tassi reali statunitensi. La crescita attesa degli utili è ancora troppo elevata per il 2022 e, a seconda dello scenario economico, prevediamo revisioni al ribasso di varia entità.

Figura 3: valutazioni azionarie statunitensi in linea con i tassi reali



Fonte: Refinitiv Datastream. Dati dal 22/06/2015 al 27/06/2022.
La performance passata non garantisce i risultati futuri e non è costante nel tempo.

Ci aspettiamo inoltre di vedere divergenze regionali più pronunciate nel 2022. Anche le azioni europee hanno risentito dell'aumento dei tassi d'interesse ma, a differenza delle azioni statunitensi, presentano un premio di rischio aggiuntivo. L'andamento dei tassi d'interesse non è quindi l'unico motore della performance in Europa, che risentono invece anche di altri fattori, quali i rischi geopolitici legati al peggioramento del confronto con la Russia o il rischio di frammentazione dell'eurozona. Le azioni cinesi sono probabilmente più vicine al fondo del ciclo e dovrebbero beneficiare delle misure di stimolo fiscale e monetario una volta che l'epidemia di COVID-19 sarà sotto controllo.

In questo contesto, se la volatilità è aumentata nettamente in tutte le classi di asset (azioni, obbligazioni e valute), il principale segnale positivo è il livello estremo di pessimismo degli investitori.

Figura 4: il sentiment degli investitori rivela un estremo pessimismo



Fonte: Bloomberg, Candriam. Dati dal 01/01/2020 al 17/06/2022.

Breve termine: posizionato per un rallentamento

Per il momento, la nostra allocazione rimane difensiva e posizionata per un rallentamento dell'economia, con un graduale rallentamento dell'inflazione a partire da quest'estate.

Pertanto, per quanto **riguarda le azioni**, privilegiamo i settori difensivi come sanità e beni di prima necessità. I titoli tecnologici potrebbero essere sempre più interessanti in questo contesto, a causa di una forte correzione delle valutazioni e di un impatto più limitato delle pressioni inflazionistiche sui margini. Abbiamo inoltre gradualmente prolungato la nostra duration (in particolare dei titoli di Stato statunitensi) e restiamo prudenti sul credito high yield, preferendo l'investment grade. Manteniamo inoltre i nostri portafogli ben diversificati e utilizziamo l'attenuazione dei rischi di mercato al ribasso attraverso esposizioni all'oro e strategie alternative decorrelate.

"Dovrebbero beneficiarne anche i nostri temi a lungo termine quali l'innovazione e la transizione energetica, grazie al loro potere di determinazione dei prezzi, che consente loro di trasferire l'inflazione sui prezzi finali".

Quali sono i prossimi passi?

Dipenderà dai dati sull'inflazione, dai dati sull'attività e dal ritmo della stretta monetaria. Siamo posizionati per gestire l'attuale rallentamento, ma anche pronti a "cambiare marcia" in funzione dello sviluppo dell'economia e della reazione delle banche centrali. Nei nostri scenari più conservativi, il rallentamento accelera e richiede una riduzione dell'esposizione agli asset rischiosi (azioni e credito high yield), mentre la nostra esposizione ai titoli di Stato e le nostre strategie di diversificazione e copertura dovrebbero aumentare. Per contro, l'uscita da questa flessione con un "atterraggio morbido" ci consentirebbe di tornare a un livello di rischio più sostenibile e ad un'allocazione ciclica alle azioni e al credito. Sul fronte valutario, l'uscita dall'attuale fase dovrebbe andare a scapito del dollaro USA.

Fino a quando non avremo maggiore visibilità, riteniamo che il mercato dovrà riconoscere il rallentamento dell'economia. Il mercato dei tassi d'interesse dovrebbe essere il primo a reagire anticipando un calo della crescita e una stabilizzazione, o addirittura un calo, delle aspettative sui tassi delle banche centrali. Questo movimento dovrebbe portare a una flessione dei tassi sovrani. In previsione, abbiamo posto fine alla nostra posizione corta sulla duration, passandola a neutra e assunto una posizione positiva sulla duration sui tassi USA.

Il mercato azionario dovrebbe reagire in una seconda fase, in quanto ha bisogno che inizi la revisione al ribasso della crescita degli utili per riprendersi in modo sostenibile. Tuttavia, il movimento al ribasso dei tassi d'interesse dovrebbe fungere da catalizzatore per una nuova rotazione verso i titoli growth. In questo contesto, abbiamo recentemente aumentato la nostra esposizione ai titoli growth, in particolare attraverso il Nasdaq. "Dovrebbero beneficiarne anche i nostri temi a lungo termine dell'innovazione e della transizione energetica, grazie al loro potere di determinazione dei prezzi, che consente loro di trasferire l'inflazione sui prezzi finali. Quest'ultimo movimento ci porta ad avere un'allocazione equilibrata in termini di stile.

Oggi, la sfida più grande per gli investitori è continuare ad avere sotto controllo la situazione in questa inaudita accelerazione dei cicli che abbiamo osservato dall'inizio della pandemia di Covid-19, accompagnata da un'elevata volatilità in tutte le classi di attivi. È ancora troppo presto per trarre conclusioni definitive sul contesto degli investimenti post-Covid, ma dobbiamo rimanere pronti a mettere in discussione alcune pregiudizi e convinzioni radicati dal 2008.



158 Mld di €

di attivi in gestione
al 31 dicembre 2021



600

esperti al
vostro servizio



25 anni

Aprendo la strada agli
investimenti sostenibili

Questo documento è fornito esclusivamente a titolo informativo ed educativo e può contenere opinioni e informazioni di proprietà di Candriam. Opinioni, analisi e punti di vista espressi nel presente documento sono forniti a scopo esclusivamente informativo. Esso non costituisce un'offerta per l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari, né rappresenta un consiglio d'investimento o conferma alcun tipo di transazione. Sebbene Candriam selezioni attentamente i dati e le fonti dei propri documenti, errori e omissioni non possono essere esclusi a priori. Candriam non può essere considerata responsabile per eventuali danni diretti o indiretti derivanti dall'uso del presente documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere sempre rispettati e il contenuto del presente documento non può essere riprodotto senza previa approvazione scritta.

Attenzione: i risultati passati di uno strumento finanziario, indice o servizio d'investimento oppure le simulazioni di risultati passati o previsioni di risultati futuri non costituiscono indicatori affidabili dei risultati futuri. Le performance lordi possono subire l'impatto di commissioni, competenze ed altri oneri. Le performance espresse in una valuta diversa da quella del paese di residenza dell'investitore sono soggette alle fluttuazioni del tasso di cambio, con un impatto negativo o positivo sui guadagni. Nel caso in cui il presente documento si riferisse ad un trattamento fiscale specifico, tali informazioni dipenderebbero dalla singola situazione di ciascun investitore e potrebbero subire variazioni.