



Cogliere delle opportunità dove gli altri vedono problemi

Con tutto ciò che sta succedendo sui mercati, gli investitori devono essere pronti ad agire rapidamente

it.allianzgi.com



Greg Hirt
Global CIO
Multi Asset

Inizio d'anno travagliato per i mercati con una serie di problemi, dall'inasprimento dei toni della Fed alla minaccia di intervento militare in Ucraina, che mettono alla prova la determinazione degli investitori. Malgrado il venir meno del supporto delle banche centrali, si possono però trovare delle opportunità se si agisce velocemente e si punta su società con utili resilienti.

Dopo una pausa natalizia relativamente tranquilla, le prime settimane del 2022 hanno già confermato le nostre previsioni di un anno non proprio semplice. La recente debolezza in parecchi mercati, in particolare negli Usa, ha portato alla rottura di supporti tecnici, con indici che sono scesi sotto livelli ritenuti di minimo.

La flessione giunge inaspettata, poiché di solito gennaio è un mese favorevole agli asset rischiosi. Probabilmente, le prese di profitto sono in parte ascrivibili al fatto che molti investitori detengono ancora posizioni relativamente lunghe o sovrappesate. Ma la causa principale potrebbe essere che i mercati hanno ancora molto da comprendere e su cui riflettere.

Gli investitori, dopo le vacanze di fine anno, hanno dovuto affrontare una serie di questioni, tra cui:

- **Le dichiarazioni meno accomodanti della Federal Reserve (Fed) e i problemi fiscali negli Stati Uniti.**
- **La minaccia di conflitto in Ucraina.** La prospettiva di una guerra in Ucraina pesa naturalmente sul sentiment degli investitori, tanto più che negli ultimi giorni le probabilità di uno scontro sembrano aumentate. L'impatto sui mercati potrebbe però avere vita breve, considerando che in occasione del conflitto tra Russia e Ucraina del 2014 gli indici azionari recuperarono rapidamente terreno. Questa volta, tuttavia, gli

In sintesi

- Per i mercati finanziari il 2022 non si preannuncia come un anno facile, e le prime settimane dell'anno lo hanno confermato
- Benché gli investitori abbiano una serie di problemi da affrontare, i mercati offrono ancora del potenziale – il segreto è muoversi rapidamente
- Il generale contesto di liquidità in eccesso a lungo termine lascia il posto a condizioni più restrittive, motivo per cui gli investitori dovrebbero concentrarsi sulla resilienza degli utili
- In questa situazione, preferiamo orientarci sui titoli ciclici value anziché su quelli growth

elevati prezzi delle commodity e i colli di bottiglia potrebbero concorrere a ripercussioni più marcate sull'economia europea.

- **Le rinnovate tensioni sul mercato immobiliare cinese.** Il nostro scenario di base non è cambiato: il governo cinese riesce a dettare le tempistiche del rallentamento del mercato immobiliare, ma ciononostante le probabilità di uno scoppio della bolla del debito sono leggermente aumentate.

Gli investitori dovrebbero approfittare del calo dei corsi?

Dobbiamo attenderci un crollo dei mercati come quello del 2018, quando le azioni USA lasciarono sul terreno il 19%? O siamo di fronte a una correzione temporanea di cui gli investitori dovrebbero approfittare per comprare sulle correzioni?

Malgrado quanto riportato dai media, i mercati non sono in una situazione così negativa. È vero che i titoli di qualità

inferiore hanno qualche difficoltà, ma gli indici equiponderati dell'azionario USA rimangono pressoché in linea con quelli basati sulla capitalizzazione di mercato. E non dimentichiamo che in passato i rialzi dei tassi della Fed di per sé non hanno sempre avuto effetti negativi sui titoli azionari (Figura 1). Ciò vale ancora di più per i titoli non americani. Dato che i mercati si attendono da mesi un simile inasprimento da parte della Fed, gran parte delle ripercussioni negative dovrebbe essere già scontate.

Figura 1: Di norma le azioni USA assimilano il rialzo dei tassi da parte della Fed nel giro di un anno

Rendimenti medi dell'S&P 500 nei cicli di rialzo dei tassi della Fed (1986-2015)

Start of rate hike cycle	S&P 500 return after start of rate hike (%)					
	+1 month	+2 months	+3 months	+6 months	+9 months	+12 months
Dec 1986	7.3	13.3	17.7	24.0	30.9	0.9
Mar 1988	-2.2	-3.0	4.1	2.6	6.0	15.6
Feb 1994	-0.9	-5.2	-5.4	-1.0	0.5	5.5
Jun 1999	8.4	2.2	1.6	9.3	8.0	15.0
Jun 2004	-2.1	-5.7	-0.6	7.5	7.2	8.5
Dec 2015	-7.8	-8.4	-0.8	2.5	6.9	13.2
Hiking average	0.4	-1.1	2.8	7.5	9.9	9.8
All-time average	0.8	1.6	2.3	4.7	7.0	9.6

Fonte: Bloomberg, Allianz Global Investors. Dati al 17 gennaio 2022. All time average della performance basata su un periodo di osservazione rolling overlapping; performance nei periodi di rialzo dei tassi sulla base di osservazioni a metà mese (giorno 15). I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Ma si potrebbe immaginare un altro scenario, in cui l'inflazione cala verso la fine dell'anno in concomitanza con un rallentamento della crescita economica determinato dal precedente rincaro dei prezzi al consumo. Una situazione che costringerebbe la Fed a mettere il rialzo dei tassi in stand-by. D'altro canto, se l'inflazione iniziasse a intaccare stipendi e affitti, la Banca Centrale Europea (BCE) potrebbe cambiare rapidamente rotta e alzare i tassi più velocemente e a livelli più alti di quanto si aspetti il mercato. Una simile evoluzione intaccherebbe il nostro giudizio positivo sul dollaro USA.

Tuttavia, nel complesso, dobbiamo riconoscere che la prospettiva di un contesto caratterizzato da abbondante liquidità a lungo termine (creato dalle banche centrali tramite un netto ampliamento dell'offerta di moneta) è sempre meno plausibile e che presto avremo condizioni meno accomodanti e più restrittive. La lotta contro l'inflazione sarà al centro dei pensieri della Fed almeno per il prossimo mese. Ora che le banche centrali vanno verso una riduzione dell'offerta di moneta, probabilmente verrà meno uno dei pilastri che hanno sinora sorretto la solida performance degli asset rischiosi come le azioni.

La cosa strana è che la "buona notizia" del calo dei casi di Omicron e della mortalità relativamente scarsa di questa variante potrebbe confortare le banche centrali nella loro nuova funzione di "reazione". Si tratterà quindi di trovare il giusto equilibrio, dato che un inasprimento delle politiche monetarie potrebbe annullare eventuali progressi sul fronte della logistica e delle filiere.

Occhio agli utili

Questa situazione potrebbe indurci a prestare agli utili più attenzione che in passato, soprattutto perché le valutazioni sono ancora elevate (in particolare negli Stati Uniti, meno in Europa e in Giappone). E il quadro potrebbe anche peggiorare, dato che il costo del lavoro e delle commodity inizia a intaccare i margini aziendali (Figura 2).

Probabilmente tale trend penalizzerà le società di più piccola dimensione statunitensi che faticano a reperire personale, ma quelle più grandi dovrebbero continuare a beneficiare delle situazioni di oligopolio venutesi a creare negli ultimi dieci anni in molti settori dell'economia, che consentono di trasferire parte del rincaro dei costi di produzione di beni e servizi ai consumatori.

Figura 2: Il costo del lavoro e delle commodity potrebbe iniziare a intaccare i margini

Margini netti vs. costo del lavoro (1984-2022)



Fonte: Refinitiv Datastream, Allianz Global Investors. Dati al 18 gennaio 2022.

Quali conseguenze per l'asset allocation?

Consigliamo agli investitori di guardare con occhio distaccato la situazione e analizzarla attentamente. Considerando l'indebolimento del quadro fondamentale e la riduzione della liquidità in eccesso e del sostegno delle banche centrali, la resilienza degli utili societari passa necessariamente in primo piano.

In base alle valutazioni relative, il mercato azionario USA potrebbe essere più penalizzato di quelli europeo e giapponese. Tale gap inizia a influenzare le preferenze dei nostri esperti del Multi Asset.

Siamo tuttora orientati verso i titoli value (i cui prezzi sembrano inferiori rispetto a quanto desumibile dai parametri finanziari) a scapito dei titoli growth (che scambiano a prezzi più elevati in

previsione di un ulteriore potenziale di crescita). Nello specifico prediligiamo i titoli value ciclici, il cui andamento segue di norma l'andamento dell'economia. E nonostante nel breve termine abbiano toccato il massimo, le valutazioni ci sembrano ancora allettanti in un'ottica di lungo periodo (Figura 3).

Prevediamo che i Treasury USA perderanno valore nell'immediato, poiché secondo noi l'inflazione potrebbe sorprendere ancora al rialzo. Tuttavia, l'intervento della Fed potrebbe presto consentirci un maggiore ottimismo nei confronti dei Treasury, se i mercati sapranno guardare avanti.

Infine, nel contesto attuale le commodity rappresentano tuttora una protezione interessante se si considera che il rischio di inflazione è ancora sottovalutato.

In sintesi: nelle prossime settimane occorrerà muoversi con agilità.

Figura 3: Il valore è ancora depresso in un'ottica di lungo periodo, anche se i prezzi potrebbero toccare i massimi nell'immediato

Performance degli indici MSCI World Value e MSCI World Growth (1995-2021; indicizzata a 100)



Fonte: Bloomberg, Allianz Global Investors. Dati al 21 gennaio 2022. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

L'indice MSCI World Value comprende large e mid cap di 23 mercati sviluppati con caratteristiche prevalentemente value. L'indice MSCI World Growth è composto da large e mid cap di 23 mercati sviluppati con caratteristiche prevalentemente growth. Lo Standard & Poor's 500 Composite (S&P 500) è un indice non gestito generalmente rappresentativo del mercato azionario USA. Non è possibile investire direttamente in un indice.

L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe non ricevere l'importo originariamente investito. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Se la valuta in cui sono espressi i rendimenti passati differisce dalla valuta del paese di residenza dell'investitore, quest'ultimo potrebbe essere penalizzato dalle fluttuazioni dei tassi di cambio fra la propria valuta e quella di denominazione dei rendimenti al momento di un'eventuale conversione. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variare senza preavviso nel tempo, sono quelle della società che lo ha redatto o delle società collegate, al momento della redazione del documento medesimo. I dati contenuti nel presente documento derivano da fonti che si presumono corrette e attendibili al momento della pubblicazione del documento medesimo. Si applicano con prevalenza le condizioni di un'eventuale offerta o contratto che sia stato o che sarà stipulato o sottoscritto. Il presente documento è una comunicazione di marketing emessa da Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.it, una società di gestione a responsabilità limitata di diritto tedesco, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francoforte sul Meno, iscritta al Registro Commerciale presso la Corte di Francoforte sul Meno col numero HRB 9340, autorizzata dalla BaFin (www.bafin.de). Allianz Global Investors GmbH ha stabilito una succursale in Italia, Allianz Global Investors GmbH, Succursale in Italia, via Durini 1 - 20122 Milano, soggetto alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa comunitaria.

Documento illustrativo di approfondimento che non costituisce offerta al pubblico di strumenti/servizi finanziari.