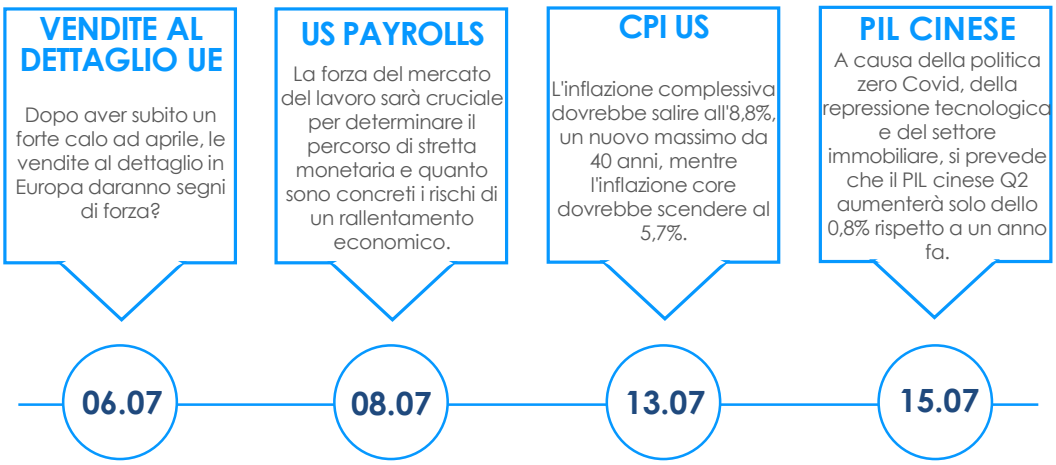
Principali eventi



Aspettative velleitarie

- **Il calo del reddito disponibile in termini reali e la diminuzione della ricchezza possono indebolire i consumi, determinando un rallentamento o una vera e propria recessione, sebbene non ci siano ancora prove evidenti di questo rischio;**
- **I margini aziendali, attualmente ai massimi storici, in caso di rallentamento economico si contrarrebbero, con conseguente riduzione degli utili aziendali;**
- **Al contrario, il consenso del mercato prevede che gli utili continueranno a crescere allo stesso ritmo dei trimestri precedenti, esponendo il mercato alla possibilità di un «brusco risveglio» se tali aspettative non saranno soddisfatte.**

Nella scorsa edizione della Global View, si è discusso del fatto che la crescente inflazione ha obbligato le banche centrali a sospendere le politica monetarie basate su QE e tassi d'interesse a zero / sotto zero. Con il crescere dei tassi d'interesse e la mancanza di continue iniezioni di liquidità (leggi: acquisti della banca centrale per sostenere i prezzi degli asset), il mercato è stato costretto a riportare le valutazioni delle asset class in linea con le medie storiche.

Nel mercato azionario, è stata una correzione del prezzo (P) a riportare il P/E a livelli normali. Ora la domanda è: **la stima degli utili (E) usata per il calcolo del P/E è realistica?**

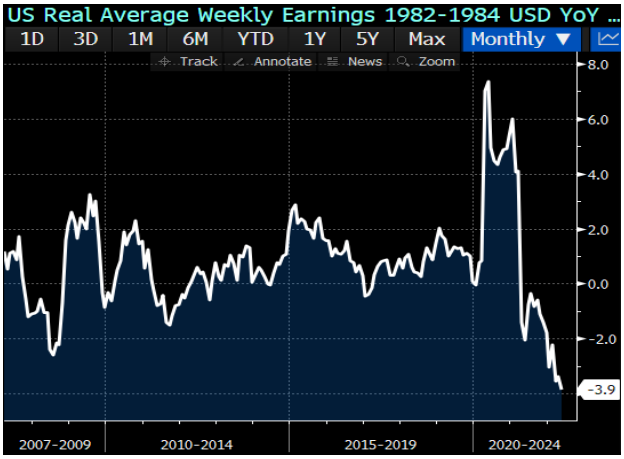
Attualmente è in corso un dibattito acceso se ci si sta avvicinando ad un rallentamento economico o a una vera e propria recessione. Alcuni, in particolare le banche centrali, sostengono che un atterraggio morbido sia possibile, in quanto l'economia è abbastanza forte da sopportare tassi più elevati. Tra qualche mese si vedrà se questa stima delle banche centrali è affidabile quanto quella riguardante la natura transitoria dell'inflazione.

Quello che si può fare ora è cercare di capire cosa guida i consumi e quanto sia serio il rischio di una recessione. La macroeconomia insegna che il consumo deriva o dal reddito o della ricchezza (più precisamente, dal cambiamento nel livello di benessere).

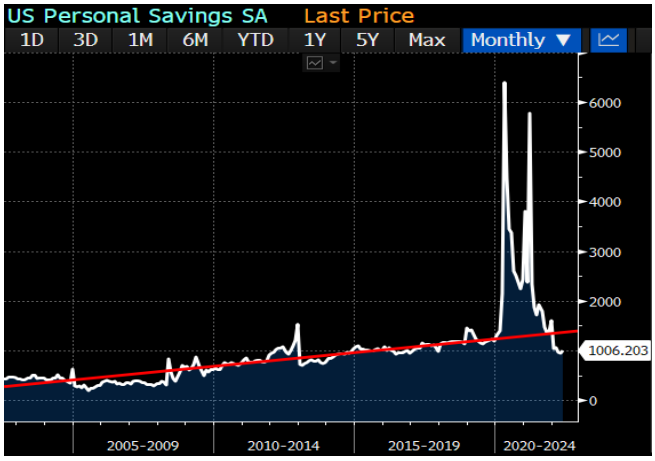
Azimut Global Network

- Milan
- Abu Dhabi
- Austin
- Cairo
- Dubai
- Dublin
- Estoril
- Hong Kong
- Istanbul
- Lugano
- Luxembourg
- Mexico City
- Miami
- Monaco
- New York
- Santiago
- São Paulo
- Shanghai
- Singapore
- Sydney
- Taipei

Aspettative velleitarie (continua)



Fonte: Bloomberg

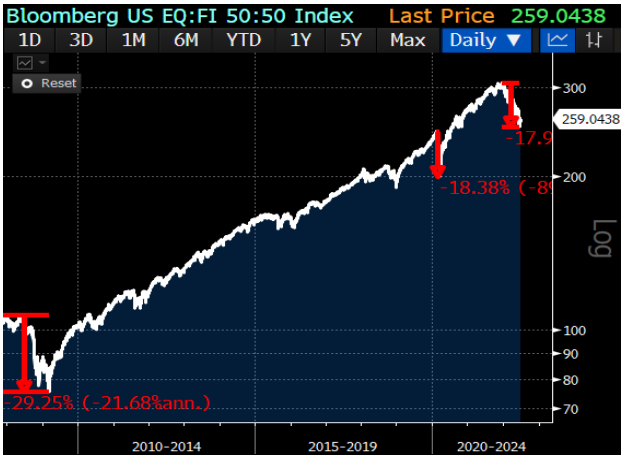


Fonte: Bloomberg

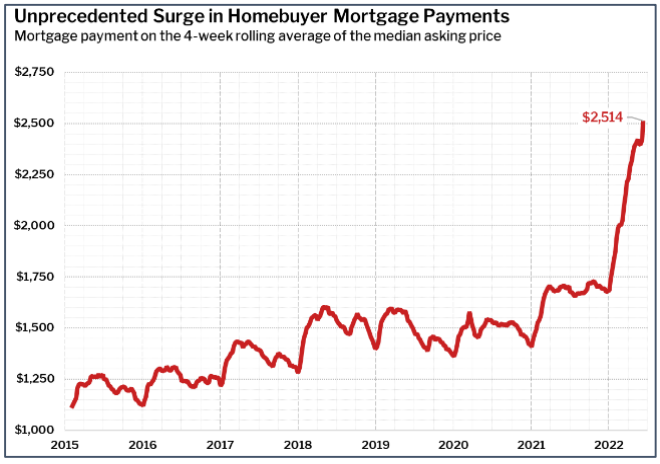
Salari e stipendi stanno crescendo a causa di un mercato del lavoro ristretto, ma non riescono a tenere il passo con l'inflazione e quindi stanno scendendo in termini reali. I risparmi personali (quello che viene messo da parte ogni mese) sono scesi sotto il trend pre-pandemico, quindi l'accumulo di nuovi risparmi è contenuto. Inoltre, è difficile stimare quanto dei risparmi accumulati con le sovvenzioni straordinarie sia ancora disponibile o sia stato già speso.

D'altro canto, **l'effetto ricchezza è diventato negativo da dicembre dell'anno scorso**, quando azioni e obbligazioni hanno iniziato a correggere anticipando un atteggiamento più restrittivo delle banche centrali. Il declino simultaneo di azioni e obbligazioni ha prodotto perdite significative per i portafogli bilanciati. Il declino dall'inizio dell'anno per le strategie 50-50 è pari a 2/3 di quello del 2008, quando la correzione del mercato azionario era stata più profonda. Gli investitori retail hanno subito perdite ancora più ingenti, in quanto le azioni growth e le criptovalute sono scese molto più velocemente del resto del mercato.

L'unica componente della ricchezza personale che sta crescendo è il real estate. Anno su anno, l'indice Case Shiller del prezzo delle case è salito del 21,2%. Anche se questo è l'aumento più alto di sempre, ci si aspetta che il mercato rallenterà nei mesi a venire a causa dell'aumento della rata media dei mutui. Mantenendo costanti la durata e l'importo del capitale preso in prestito, la rata mensile è aumentata di circa il 50% dall'inizio dell'anno a causa di tassi a lungo termine più alti e spread più ampi. Per gli americani, questo aumento non ha un impatto diretto sulle finanze personali, in quanto circa il 90% dei mutui sono a tasso fisso. Nonostante ciò, l'aumento della rata del mutuo renderà più difficile l'acquisto di una casa per coloro che non ne hanno una e questo potrebbe eventualmente causare un rallentamento del mercato immobiliare. Perciò, ancora qualche mese, il real estate continuerà a salire, ma con il rischio che, eventualmente, potrebbe anch'esso rallentare.

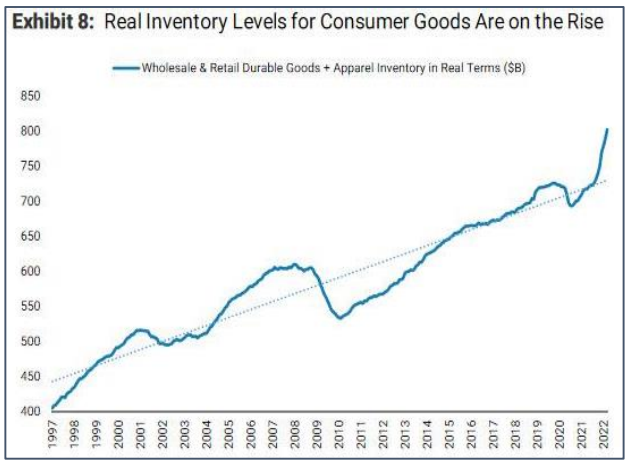


Fonte: Bloomberg

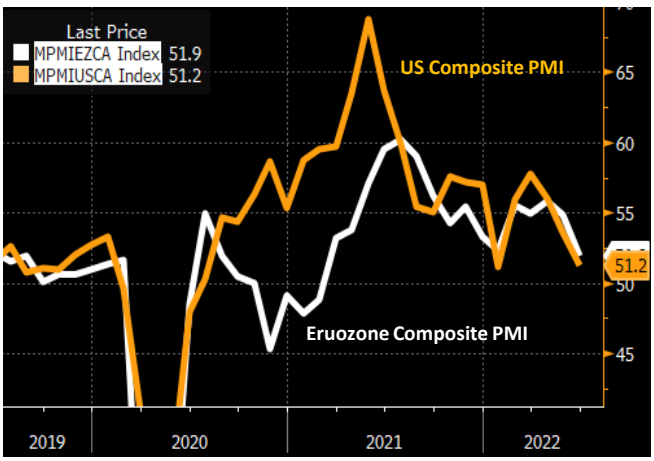


Fonte: Redfin, MLS

Aspettative velleitarie (continua)



Fonte: Haver Analytics, Morgan Stanley Research



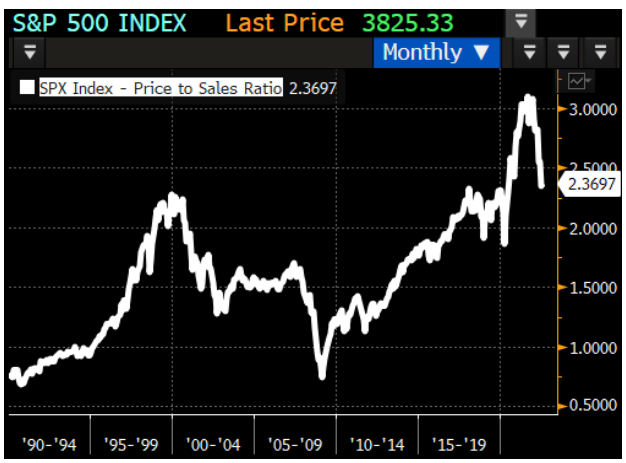
Fonte: Bloomberg

A seguito di quanto discusso finora, **è discutibile il fatto che il consumo possa rimanere così resiliente come in passato**. Anche se al momento non ci sono chiare evidenze di un marcato rallentamento, tanto meno di una recessione, stanno iniziando ad emergere alcuni segni di debolezza. Le scorte stanno aumentando più velocemente rispetto ai trend di lungo periodo, e gli indici PMI di fiducia delle imprese sono fortemente diminuiti nell'ultimo trimestre, particolarmente a giugno, nonostante siano rimasti a livelli che indicano un'espansione economica.

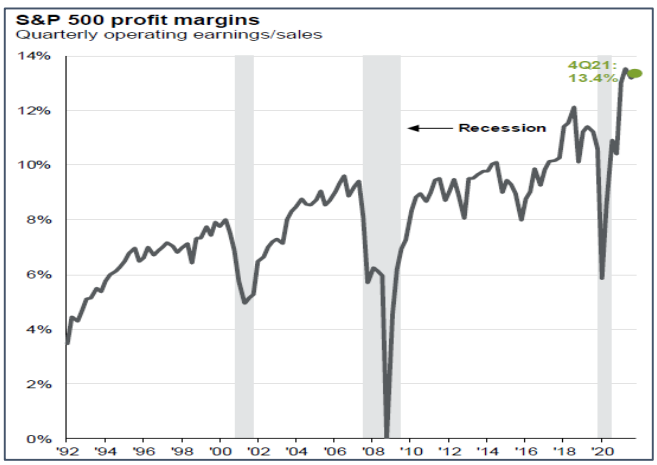
Consumo, PIL e vendite sono variabili strettamente correlate, in quanto il consumo rappresenta più di 2/3 del PIL e il fatturato è l'altro lato dei consumi. Se osserviamo il rapporto prezzo/vendite (P/S), abbiamo un'idea di quanto sia costoso il mercato per dollaro di fatturato. Più alto è il P/S, più alti devono essere i margini aziendali affinché il P/E rimanga a livelli ragionevoli.

Come risultato della correzione di quest'anno, il P/S è sceso da un massimo record sopra 3 fino ai livelli del 2000. Nonostante la correzione, tuttavia, il P/S rimane su livelli storicamente elevati. Se il P/E è tornato al livello medio di lungo termine, nonostante un P/S elevato, è solo perché anche i margini operativi sono ai massimi storici.

Sappiamo tutti che i costi non sono elastici come i ricavi. Nei trimestri precedenti, le elargizioni governative hanno causato un aumento artificiale e insostenibile dei consumi. I ricavi sono aumentati più dei costi a causa del forte consumo guidato dagli stimoli, consentendo margini senza precedenti. Tuttavia, se i consumi inizieranno a ristagnare o a contrarsi, i margini inizieranno a risentirne. In ogni recessione i margini si contraggono sempre per lo stesso motivo: **i costi sono meno elastici dei ricavi**. Anche se si dovesse concretizzare l'atteso soft landing delle banche centrali, è ragionevole aspettarsi che i margini possano tornare verso il 10-11% (sarebbero comunque a livelli mai visti prima del 2018). Il ribasso sarebbe invece più pronunciato in caso di una recessione più grave.

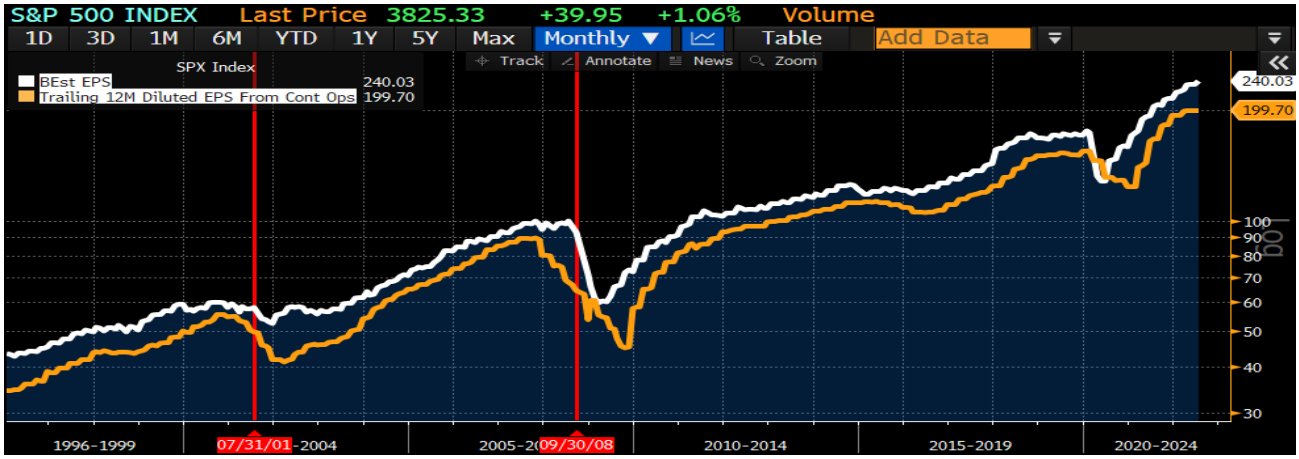


Fonte: Bloomberg



Fonte: J.P. Morgan Asset Management

Aspettative velleitarie (continua)



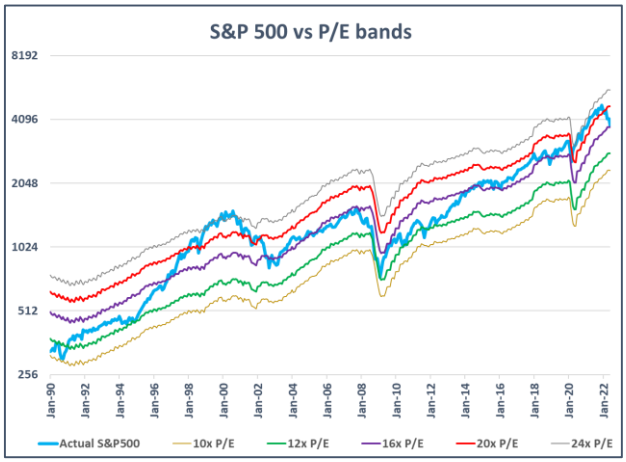
Fonte: Bloomberg

Nel grafico sopra, i guadagni effettivi delle società S&P500 (linea arancione) vengono confrontati con gli utili stimati dagli analisti per i prossimi 12 mesi (linea bianca). Si può notare che nelle due recessioni «normali» degli ultimi due decenni (quella del 2020 non è rilevante in quanto non è stata guidata da dinamiche macroeconomiche) o gli analisti non hanno mai previsto un calo degli utili (2000-2003) o hanno iniziato ad abbassarli solo dall'ottobre 2008, quando questi erano già in calo da un po' e poche settimane dopo il fallimento di Lehman Brothers.

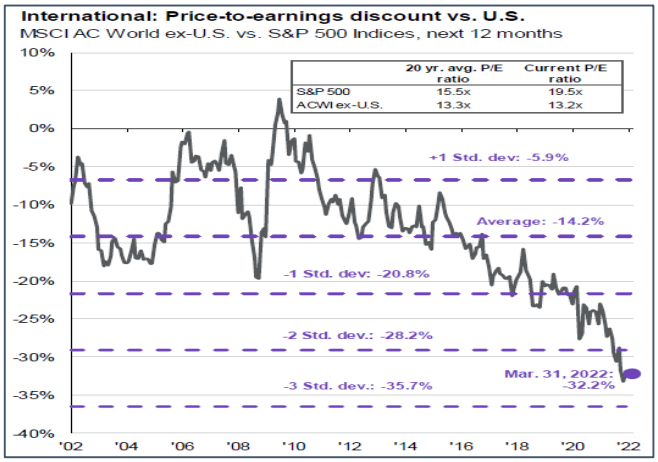
Momentaneamente, gli utili realizzati si stanno da tempo appiattendo, mentre le stime degli analisti sono in costante aumento. Il consenso è che in 12 mesi gli utili saranno a $240, il 20% in più rispetto agli utili effettivi. È difficile spiegare come ciò sia possibile vista l'attuale situazione macroeconomica.

Se la storia si ripeterà, le aspettative sugli utili diminuiranno negli ultimi mesi dell'anno così come è successo nel 2000 e nel 2008. Ad oggi, il P/E del mercato è di circa 16 (grafico in basso a sinistra). Se però gli utili ("E") dovessero diminuire in modo sostanziale a causa del fatto che è evidente che le aspettative del mercato (la linea bianca nel grafico sopra) non sono realistiche, il P/E del mercato ritornerebbe a un livello di sopravvalutato.

Inoltre, durante i periodi di flessione, non solo gli utili, ma anche i multipli scendono. Nelle recessioni del 1991, 2003 e 2009, il P/E ha toccato il minimo rispettivamente di 10x, 14x e 12x. Se si dovesse verificare una recessione, ci troveremmo in una situazione in cui i margini, le aspettative sugli utili e multipli P/E sarebbero piuttosto elevati, lasciando così il mercato vulnerabile a ulteriori ribassi. La stagione dei report che inizierà la prossima settimana sarà fondamentale per vedere se le aziende confermeranno le aspettative degli analisti o inizieranno ad abbassare le linee guida.



Fonte: Azimut elaborations, Bloomberg data



Fonte: J.P. Morgan Asset Management

Aspettative velleitarie (continua)

Bisogna sottolineare il fatto che quanto discusso finora vale principalmente per i mercati statunitensi. Come mostrato nell'ultimo grafico della pagina precedente, il resto del mondo scambia con uno sconto record per gli Stati Uniti, quasi 2,5 deviazioni standard al di sotto della media. Ciò significa che il rovescio della medaglia sembra più pronunciato per gli Stati Uniti che per il mondo.

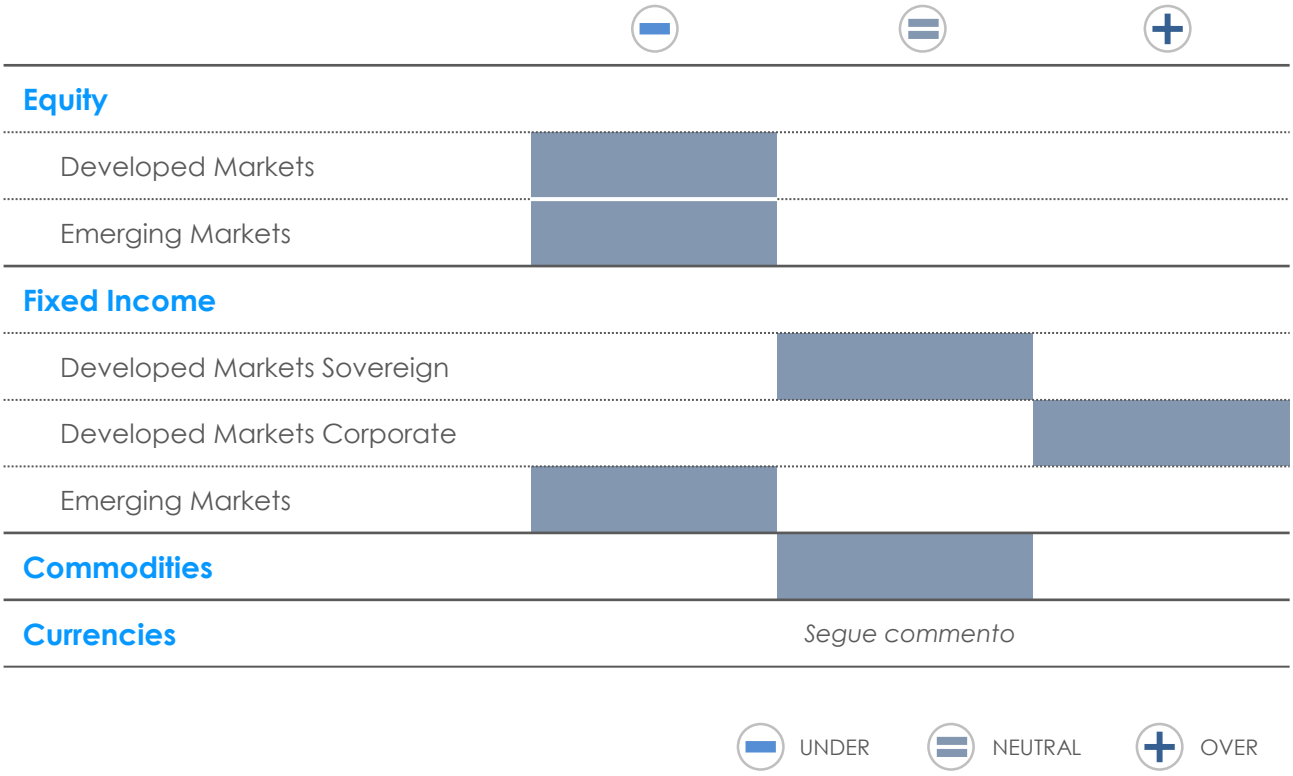
Tuttavia, ci sono altri motivi per cui il resto del mondo scambia a sconto.

In Europa l'inflazione dovrebbe salire ulteriormente, la fine del QE espone i titoli di Stato al rischio di frammentazione, c'è il rischio dell'approvvigionamento energetico e una guerra è solo ai confini.

In Giappone, i dati macroeconomici sono già notevolmente peggiorati e la Banca del Giappone sta attuando politiche monetarie di difficile comprensione. I paesi emergenti possono essere vulnerabili sia che le politiche monetarie restrittive continuino, sia che il ciclo economico globale rallenti, dato che molti paesi sono i principali esportatori di materie prime; tuttavia, in termini di valutazioni e sentiment, sono i paesi con le valutazioni più basse, il che potrebbe rivelarsi vantaggioso.

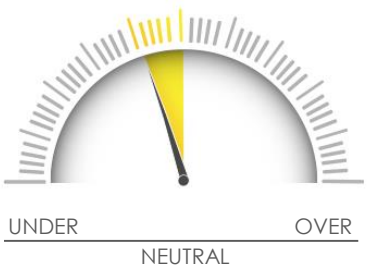
Pertanto, per il medio termine **consigliamo ancora di mantenere un approccio prudente** e un portafoglio ben diversificato, **preferendo stili e settori più resilienti in periodi di ribasso**. **A breve termine**, un rimbalzo potrebbe verificarsi in qualsiasi momento, ma a meno che non vi siano prove evidenti che la crescita economica e i consumi rimangano robusti, **coloro che sono sovraesposti dovrebbero ridurre le esposizioni in caso di rialzo significativo.**

Asset Allocation View



Equity

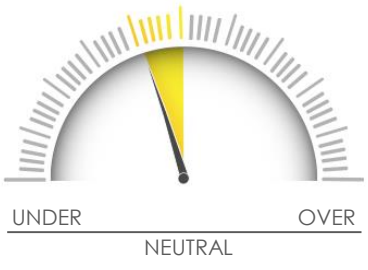
Developed Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Come affermato nel prologo, l'ottimismo sulle prospettive degli utili rende il mercato vulnerabile a ulteriori ribassi nel medio termine se queste aspettative si riveleranno essere deludenti. La stagione dei report, che inizierà la prossima settimana, sarà fondamentale al riguardo. Data la situazione di ipervenduto e il ritracciamento dei tassi di interesse nell'ultima parte di giugno, resta possibile un rimbalzo a breve termine, soprattutto se il CPI risulterà superiore alle attese.

US	Europe	Japan

Emerging Markets

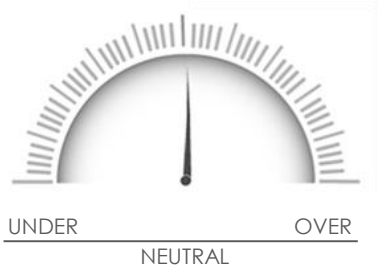


View aumentata a **leggero sottopeso**. I titoli dei mercati emergenti continuano a sovraperformare i titoli dei mercati sviluppati, a causa di valutazioni significativamente inferiori rispetto ai mercati sviluppati oltre che in termini assoluti. Tuttavia, i paesi dei mercati emergenti resteranno vulnerabili se le banche centrali occidentali continueranno ad attuare politiche monetarie sempre più restrittive in risposta all'inflazione persistente, nonché se l'economia globale dovesse rallentare.

Asia ex-Japan	EEMEA	LATAM

Fixed Income

Developed Markets Sovereign



View ridotta a **neutrale**. Il ritracciamento dei tassi delle ultime due settimane ha riassorbito la situazione di ipervenduto sui titoli di Stato. Dopo questa modifica, l'intera curva, dal breve al lungo, è tornata a livelli poco attraenti, quindi la raccomandazione positiva è stata rimossa. Dato il rischio di un rallentamento economico, anche una posizione corta a titolo definitivo non è considerata idonea. Solo i segmenti molto corti delle curve (fino a 6 mesi di scadenza) possono essere utilizzati come safe haven.

EU Core	EU Periphery	US Treasury	Japanese JGB

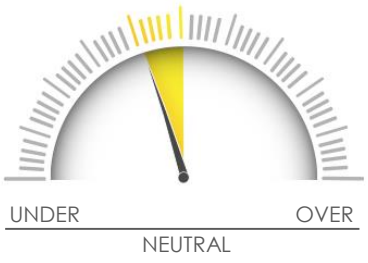
Developed Markets Corporate



View mantenuta in **leggero sovrappeso**. Tra le obbligazioni corporate, le obbligazioni investment grade e in particolare le obbligazioni ibride europee hanno raggiunto livelli di spread e YTM tali che vale la pena ricominciare ad accumulare, anche se si dovesse concretizzare un rallentamento economico. Al contrario, si consiglia ancora cautela sugli high yield, che potrebbero avere ancora qualche ribasso in caso di flessione della crescita globale.

IG Europe	IG US	HY Europe	HY US

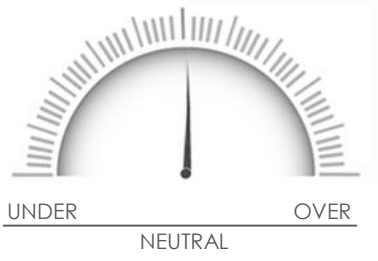
Emerging Markets



View mantenuta in **leggero sottopeso**. Nonostante gli spread abbiano raggiunto livelli elevati, è ragionevole aspettarsi che le obbligazioni dei mercati in via di sviluppo rimarranno sotto stress fintanto che le banche centrali occidentali continueranno a rilasciare dichiarazioni sempre più aggressive, nonché in caso di rallentamento economico globale.

Local Currency	Hard Currency IG	Hard Currency HY

Commodities



View mantenuta **neutrale**. Siamo più cauti sui metalli preziosi alla luce delle politiche monetarie sempre più restrittive delle banche centrali occidentali. I metalli preziosi, che non sono in grado di generare flussi di cassa, stanno affrontando la crescente concorrenza dei titoli di stato statunitensi. La possibilità di un significativo rallentamento dell'economia nella seconda metà dell'anno suggerisce di evitare l'energia e le materie prime industriali. Per il momento, le prospettive positive sono limitate alle materie prime agricole.

Precious	Energy	Industrial	Agricultural

Currencies

Dollaro USA: view confermata **neutrale**, ma con un orientamento positivo. Il dollaro potrebbe beneficiare sia nel caso in cui l'economia rimanga forte e l'inflazione sostenuta, poiché la Federal Reserve si sta rivelando la banca centrale più aggressiva nell'inasprimento della politica monetaria, sia in caso di rallentamento economico globale dato che il dollaro tende ad apprezzarsi durante l'aumento avversione al rischio e/o riduzione della leva finanziaria.

Euro: view **neutrale**. Dopo il deprezzamento degli ultimi mesi, è possibile un rimbalzo dell'euro visto anche il ritracciamento dello spread BTP-Bund. Tuttavia, le crescenti incertezze sull'affidabilità dell'approvvigionamento energetico e l'aumento dei prezzi dell'elettricità potrebbero continuare a pesare sull'euro.

Renminbi cinese: view confermata **neutrale**. Da un lato, la sovraperformance del mercato azionario cinese potrebbe favorire un ritorno di capitali dall'estero. D'altra parte, la continua svalutazione dello yen giapponese rende lo yuan meno competitivo, il che potrebbe indurre le autorità cinesi ad evitare un ulteriore rafforzamento del tasso di cambio yuan/yen.

Valute emergenti: view mantenuta **neutrale**, ma con una preferenza relativa per l'area LATAM.

Euro	USD	CNY	Other EM

Il presente documento è stato redatto da Azimut Investments S.A., società facente parte del Gruppo Azimut, sotto la propria esclusiva responsabilità a scopo informativo. I dati, le informazioni e le opinioni contenuti non costituiscono e, in nessun caso, possono essere interpretati come un'offerta né un invito né una raccomandazione a effettuare investimenti o disinvestimenti né una sollecitazione all'acquisto, alla vendita, alla sottoscrizione di strumenti finanziari né attività di consulenza finanziaria, legale, fiscale o ricerca in materia di investimenti né come invito o a farne qualsiasi altro utilizzo. Nella redazione del presente documento non sono stati presi in considerazione obiettivi personali di investimento, situazioni e bisogni finanziari dei potenziali destinatari del documento stesso. E' necessario che l'investitore concluda un'operazione solo dopo averne compreso la natura e il grado di esposizione ai rischi che esso comporta tramite un'attenta lettura della documentazione di offerta alla quale si rimanda. Per valutare le soluzioni più adatte alle proprie esigenze personali, si consiglia di rivolgersi al proprio consulente finanziario. Azimut Investments S.A. non assume alcuna responsabilità in merito all'effettiva correttezza dei dati, delle informazioni e delle opinioni contenuti nel presente documento, pertanto, nessuna responsabilità può essere imputata ad Azimut Investments S.A. per omissioni, imprecisioni, errori eventualmente riscontrabili. I dati e le informazioni contenute nel presente documento possono provenire, in tutto o in parte, da fonti terze e conseguentemente Azimut Investments S.A. è sollevata da ogni responsabilità per eventuali inesattezze nel contenuto di tali informazioni. Dette informazioni sono dunque fornite senza alcuna garanzia, di qualsiasi tipo, nonostante Azimut Investments S.A. abbia adottato ogni ragionevole attenzione affinché le stesse rispondano a requisiti di attendibilità, correttezza, accuratezza e attualità. Azimut Investments S.A. ha la facoltà di modificare, in qualsiasi momento ed a propria discrezione, il contenuto del documento, senza, tuttavia, assumere obblighi o garanzie di aggiornamento e/o rettifica. I destinatari del presente messaggio si assumono piena ed assoluta responsabilità per l'utilizzo dei dati, le informazioni e le opinioni contenuti nonché per le scelte di investimento eventualmente effettuate sulla base dello stesso in quanto l'eventuale utilizzo come supporto di scelte di operazioni di investimento non è consentito ed è a completo rischio dell'utente.