

MID-YEAR INVESTMENT OUTLOOK

LUGLIO 2022

Cronaca di una recessione annunciata

- Il nostro punto di vista è che il FOMC dovrebbe portare i tassi ufficiali in territorio restrittivo il più “speditamente” possibile. Dopo la riunione del FOMC di giugno, i tassi ufficiali sono attualmente all’ 1,50% -1,75%. Prevediamo un ulteriore aumento di 75 pb a luglio e poi di 50 pb a settembre, novembre e dicembre.
- I tassi di riferimento potrebbero rimanere elevati per un periodo molto più lungo di quanto i mercati stiano attualmente scontando. Gli investitori, crediamo, devono ancora metabolizzare appieno questa nuova realtà.
- L’inflazione “core” continuerà a riflettere la dinamica dei costi residenziali, di quelli alimentari e dei salari più elevati. Il rischio è che l’inflazione sia più radicata e strutturale di quanto sia generalmente riconosciuto, e che un rallentamento modesto non sia sufficiente ad arrestarla. L’aumento del tasso di disoccupazione dipenderà inevitabilmente da un periodo di crescita inferiore al trend, eventualmente negativa.
- I mercati azionari, tuttavia, non riflettono ancora questo scenario. Le stime di consenso sono per una crescita degli utili del 9% su base annua nel 2023 negli Stati Uniti, mentre una recessione potrebbe implicare un calo a due cifre. L’Europa affronta il rischio di un taglio delle consegne di gas nel prossimo inverno.
- Le azioni cinesi e giapponesi offrono un miglior premio al rischio.



Olivier de Larouzière
CIO fixed income



Daniel Morris
Chief market strategist



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

L’investimento
sostenibile per un
mondo che cambia



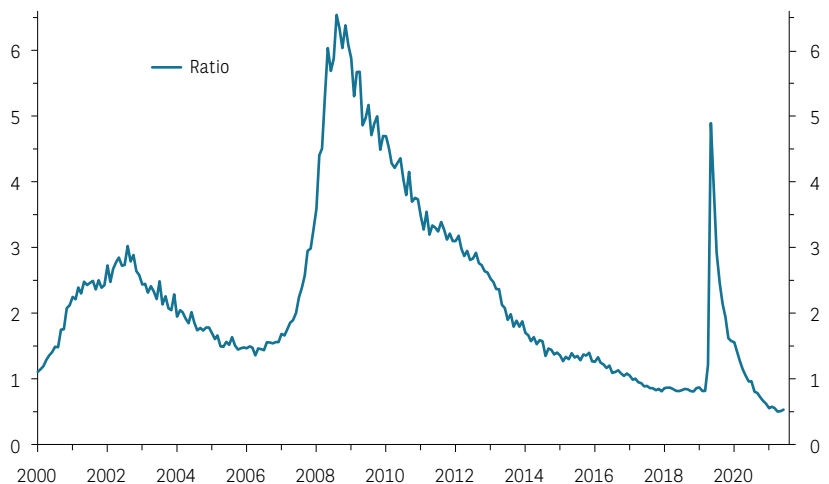
“Gli Stati Uniti stanno vivendo il più grande squilibrio tra domanda e offerta di lavoro dal 1960.”

REDDITO FISSO

Stati Uniti

Gli Stati Uniti stanno vivendo il più grande squilibrio tra la domanda e l'offerta di lavoro dal 1960 (v. Figura 1). La strategia della Federal Reserve (Fed) statunitense è quella di indebolire la domanda al fine di eliminare questi posti di lavoro in eccesso, senza ridurre i posti di lavoro effettivi e stimolare il tasso di disoccupazione (ossia, idealmente, un atterraggio morbido). In realtà, riteniamo che un risultato del genere sia estremamente difficile da pianificare. Portare le pressioni sui salari in linea con gli incrementi di produttività e l'obiettivo di inflazione potrebbe anche non bastare. I recenti commenti dei funzionari della Fed riconoscono ciò. Il presidente Powell ha riconosciuto che i responsabili delle politiche economiche vedono oggi la necessità che l'impostazione di tali politiche acquisisca natura restrittiva, e ha avvertito che una simile posizione potrebbe causare qualche disagio all'economia. Seppure con toni diplomatici, stava essenzialmente avvisando che un significativo rallentamento rappresenta lo scenario migliore, e che una vera recessione è piuttosto probabile (anche se non è presente nel riepilogo delle proiezioni economiche (SEP)).

Figura 1: Rapporto tra disoccupati e opportunità di lavoro



Dati al 21 luglio 2022, Fonti: US Department of Labor, BNP Paribas Asset Management.

Per fortuna, l'economia americana sta rallentando, così come deve fare. I dati recenti dell'indice PMI mostrano un'economia in contrazione, anche se non (ancora) in recessione. Le pressioni inflazionistiche, tuttavia, restano forti. Gli ultimi dati sull'inflazione del Consumer Price Index (CPI) e del Personal Consumption Expenditure (PCE) rivelano una forza persistente dell'inflazione sottostante e una diffusione degli aumenti di prezzo nelle diverse categorie. La quota delle categorie "core" che registrano tassi d'inflazione superiori al 5% è aumentata ulteriormente, indicando l'ampiezza delle pressioni inflazionistiche. L'inflazione si sta ancora diffondendo oltre i beni "core" a tutto ciò che non è "servizio", riflettendo i guadagni salariali.

Un significativo contributo all'inflazione CPI deriva dagli affitti e dagli Owners' Equivalent Rent (costo teorico di locazione equivalente ai costi di proprietà di un determinato immobile). Questi costi stanno attualmente "rincorrendo" la più puntuale serie di dati del mercato degli affitti e sono suscettibili di contribuire a un'inflazione più elevata per molti altri mesi. Le strozzature nelle catene di approvvigionamento, che hanno spinto al rialzo i prezzi per alcune categorie di beni, rimangono problematiche. I prezzi delle auto usate non sono scesi in modo significativo, e i prezzi dei nuovi veicoli continuano a salire, dato che i produttori trasferiscono gli aumentati costi sugli acquirenti.



“Quanta restrizione serve per soffocare l’inflazione? Può la Fed calibrare l’intervento e realizzarlo?”

Nel breve termine, i mercati possono essere sensibili a cambiamenti nella narrazione, esagerati dal posizionamento. Un esempio è il passaggio verificatosi a metà giugno dai timori inflazionistici alle preoccupazioni legate alla recessione, che ha spinto il rendimento del decennale americano dal 3,48% su base annua al minimo infragiornaliero del 2,75% all’inizio di luglio e ha abbassato il prezzo del greggio WTI da 120 USD al barile (PBL) a 98 USD PBL. Il capovolgimento sembra essere stato innescato dalla forza dei dati CPI di giugno - che hanno convinto la Fed a dare una risposta più aggressiva - e dal deterioramento delle indagini PMI in Europa e ISM negli USA, che hanno confermato come l’inasprimento delle condizioni finanziarie e dei prezzi dell’energia stava già agendo come freno all’attività economica.

Questa vicenda solleva alcune domande:

- Quanta restrizione monetaria è effettivamente necessaria per rallentare l’economia e ridurre l’inflazione?
- La Federal Reserve è in grado di calibrare questo livello di restrizione e realizzarlo?
- Come reagiranno i mercati finanziari a questa strada intrapresa dalla politica monetaria?

Gli Stati Uniti si trovano ad affrontare una domanda sostenuta, ancorché in calo, determinata da una risposta eccessivamente espansiva delle politiche monetarie e fiscali alla pandemia, insieme a forti shock negativi sul lato dell’offerta derivanti dai lockdown, dal processo di de-globalizzazione e dal conflitto ucraino. Con un’inflazione dei prezzi al consumo e un’inflazione “core” già molto superiori all’obiettivo e che minacciano di disancorare le aspettative di inflazione, e un mercato del lavoro sotto pressione che spinge al rialzo i salari, la risposta politica appropriata è una combinazione di politiche fiscali e/o monetarie più restrittive. Quando l’inflazione è al di sopra dell’obiettivo in un’economia già a piena occupazione e con la domanda in aumento a fronte di un’offerta limitata, la risposta di una banca centrale dovrebbe essere la riduzione della domanda. Come ha detto recentemente un analista, l’obiettivo della Fed dovrebbe essere quello di ottenere un livello di produzione “di dimensioni giuste” rispetto alla capacità dell’economia.

Il nostro punto di vista è che il FOMC dovrebbe portare i tassi di riferimento in territorio restrittivo il più “speditamente” possibile. Dopo la riunione del FOMC di giugno, i tassi ufficiali sono attualmente al 1,50% -1,75%. Prevediamo un ulteriore aumento di 75 pb a luglio e poi di 50 pb a settembre, novembre e dicembre. Ciò comporterebbe tassi al 3,75% -4,00% entro la fine del 2022, che è superiore al livello dei tassi scontato dal mercato per la fine del 2022 (3,35%). Riteniamo che la Fed avrà poca scelta in materia, poiché l’inflazione “core” continuerà a riflettere la dinamica al rialzo dei costi residenziali, dei prezzi dei generi alimentari e un livello dei salari più elevato. Realisticamente, occorre mettere in conto il persistere delle interruzioni dell’offerta legate al conflitto ucraino e i lockdown dovuti al Covid in Cina, che sosterranno ulteriormente l’inflazione. Se Powell terrà fede alla parola data e cercherà di continuare ad aumentare i tassi fino a quando non avrà “prove convincenti” che l’inflazione è in calo, il ciclo di rialzi potrebbe durare ancora per qualche tempo. Ulteriori aumenti sono possibili, anzi probabili, nel 2023, ma dipenderanno dallo scenario di crescita negli Stati Uniti e all’estero.

La questione di quanto la politica debba essere restrittiva e di quale livello debbano raggiungere i tassi è complessa.

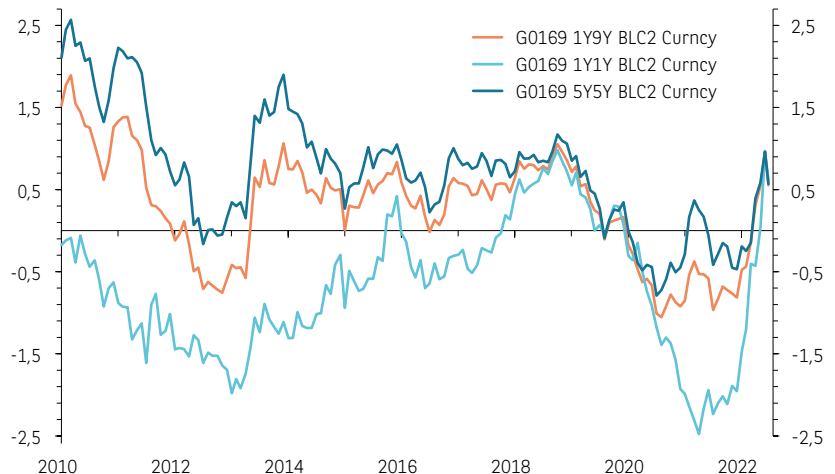
Per essere chiari, riteniamo che l’obiettivo della Federal Reserve dovrebbe essere quello di allentare le tensioni sul mercato del lavoro per attenuare le pressioni salariali. Una disinflazione “perfetta”, in cui le la domanda di lavoro in eccesso viene rimossa ma non si verificano perdite di occupazione e le pressioni salariali si normalizzano, è un pensiero illusorio. Un periodo di crescita inferiore alla tendenza di lungo periodo, o eventualmente negativa, sarà necessario per aumentare il tasso di disoccupazione. È difficile dire quanto restrittive debbano diventare le condizioni finanziarie - in combinazione con il fiscal drag - per raggiungere questo obiettivo. Tuttavia, il nostro presupposto è che i rendimenti reali debbano raggiungere



“Riteniamo che il FOMC dovrà puntare a un picco dei tassi più elevato del 3,35% attualmente scontato dai mercati. L’inflazione è più radicata e strutturale.”

un livello superiore rispetto quello raggiunto alla fine dell’ultimo ciclo di rialzi nell’ultima parte del 2018, quando i tassi ufficiali hanno toccato il 2,75%, ma l’inflazione “core” PCE era appena del 2,1% (contro il 4,7% attuale). Per inquadrare la situazione, possiamo fare riferimento al grafico 2, che mostra i rendimenti reali a termine a 1 anno / scadenza 1 anno, a 1 anno / scadenza 9 anni e a 5 anni / scadenza 5 anni. Usiamo i rendimenti a termine per eliminare le distorsioni causate dall’accumulo dell’inflazione legato al ritardo temporale dell’indicizzazione.

Grafico 2: Rendimenti reali a termine



Dati al 21 luglio 2022. Fonti: Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

Si può vedere che tutte queste misure di rendimento reale si stanno avvicinando, ma devono ancora superare i livelli raggiunti alla fine del 2018. Come ha affermato il nostro stratega del reddito fisso, “forse questo è davvero tutto ciò che ci è voluto” perché il mercato fosse sicuro che l’inflazione ritornerà al target - e in effetti i tassi di break-even sono ora a livelli coerenti con l’obiettivo di inflazione della Fed.

Tuttavia, restiamo scettici e riteniamo che il FOMC dovrà raggiungere un picco superiore al 3,35% attualmente prezzato dai mercati. Perché? Perché il rischio è che l’inflazione sia più radicata e strutturale di quanto sia generalmente apprezzato, e che un rallentamento modesto non sia sufficiente a vanificarla.

La recente ripresa dal 3,48% al 2,75% sui Treasury a 10 anni ha colto molti di sorpresa. In un certo senso non avrebbe dovuto, poiché un calo della fiducia dei consumatori e i dati ISM in risposta a un inasprimento delle condizioni finanziarie - classici anticipatori di un rallentamento economico - sono di norma accompagnati da acquisti di titoli di Stato da parte degli investitori.

Tuttavia, la contemporanea flessione delle aspettative di rialzo dei tassi della Fed, a nostro avviso, è del tutto ingiustificata e rivela un fraintendimento della funzione della Fed nell’attuale contesto. In parole povere, il punto è generare una recessione. La Fed vuole vedere la produzione indebolita e l’aumento della disoccupazione, al fine di moderare le richieste salariali e ridurre le pressioni inflazionistiche. A nostro avviso, l’idea che la Fed ritragga la mano al primo segno di rallentamento o di ribasso dei mercati azionari è profondamente fuorviante. Con la disoccupazione inferiore del 0,4% al livello che la Fed considera piena occupazione e l’inflazione dei panieri di acquisto “core” e “headline”, rispettivamente al 4,7% e al 6,3%, l’obiettivo della Fed è chiaro - ridurre l’inflazione, anche se i posti di lavoro devono essere sacrificati. Inoltre, se l’inflazione attuale ha elementi strutturali (a seguito del protezionismo, della ricostruzione delle catene di approvvigionamento e di una ripresa al rialzo delle aspettative di inflazione), allora la sua



**“È improbabile
che l’inflazione
si inverta presto.
Prevediamo che
a settembre il
livello massimo si
attesterà intorno al
9%, con rischi che
restano al rialzo.”**

riduzione potrebbe richiedere un po' di tempo, suggerendo che i tassi di riferimento potrebbero rimanere elevati per molto più a lungo di quanto i mercati stiano attualmente scontando. Gli investitori, crediamo, devono ancora comprendere appieno questa nuova realtà.

Eurozona

Nel breve termine, l'energia rimane la preoccupazione principale sia per la crescita che per l'inflazione, dato il conflitto in atto tra Russia e Ucraina. I prezzi del gas naturale hanno registrato un ulteriore brusco aumento negli ultimi mesi, poiché la Russia ha ridotto le consegne di gas nell'Eurozona.

Abbiamo visto stime che suggeriscono che un taglio del 10% dell'offerta di gas ridurrebbe la crescita dell'Eurozona del 0,7%. Se dovesse verificarsi un'improvvisa e completa chiusura delle importazioni di gas dalla Russia, una grave recessione in un contesto di inflazione elevata sarebbe un risultato inevitabile.

In prospettiva, con i prezzi del gas naturale alle stelle dall'inizio di giugno sulla scia dei crescenti timori di interruzioni dell'offerta di gas russo e l'inflazione alimentare ancora in crescita, il rischio di inflazione energetica e alimentare a breve termine è ancora orientato al rialzo.

Tuttavia, i rischi legati all'inflazione “core” appaiono più contrastati. Da un lato, l'andamento dell'inflazione dei beni industriali non energetici ha in qualche modo rallentato, poiché le restrizioni imposte dal Covid in Asia sono diminuite e le scorte delle aziende hanno iniziato a crescere mentre la domanda dei consumatori si sta raffreddando.

D'altra parte, l'inflazione dei servizi rimarrà probabilmente ben sostenuta nel breve termine poiché i settori dei viaggi, della ricreazione e dell'ospitalità beneficiano della forza stagionale e della crescente domanda. Inoltre, gli effetti indiretti dei prezzi elevati delle materie prime e dei fattori produttivi forniranno probabilmente un sostegno all'inflazione “core” nei prossimi mesi.

Le carenze di manodopera connesse alle interruzioni nelle catene di fornitura dovute alla pandemia stanno gonfiando i salari, e anche l'elevata inflazione realizzata registrata di recente può contribuire al loro aumento se gli accordi salariali prevedono adeguamenti al costo della vita. Mentre l'economia sta già rallentando, il tipico ritardo nell'aggiustamento del mercato del lavoro significa che le prospettive occupazionali resteranno probabilmente rosee nel breve termine.

Tenendo conto di tutto ciò, è chiaro che è improbabile che l'inflazione rientri presto. Prevediamo che a settembre l'inflazione “headline” si attesterà intorno al 9%, con rischi che restano al rialzo.

L'evoluzione dell'inflazione a lungo termine sarà determinata dagli sviluppi dei salari. Nei settori aperti agli scambi internazionali, di fronte a maggiori costi di input energetici e alla concorrenza globale, i produttori saranno probabilmente sotto pressione per mantenere bassi i costi della manodopera. Nel settore dei servizi, la crescita dell'occupazione probabilmente inizierà a rallentare una volta che gli effetti della riapertura post-pandemia svaniranno e il costo della vita più elevato si tradurrà in una riduzione dei consumi, che a sua volta potrebbe contribuire a limitare la crescita dei salari.



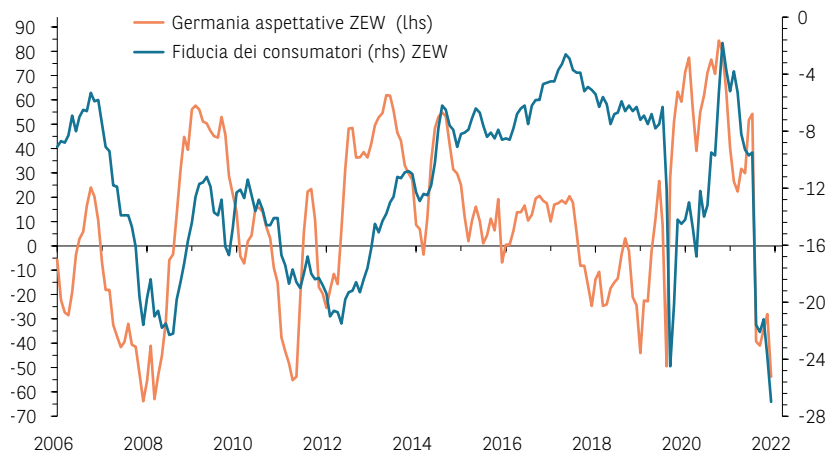
“I recenti dati PMI suggeriscono che l’impatto sulla crescita associato al conflitto geopolitico è stato ritardato piuttosto che evitato.”

Implicazioni del conflitto Russia-Ucraina

L’attività economica nell’Eurozona è rimasta notevolmente resiliente all’indomani del conflitto Russia-Ucraina. Tuttavia, l’indice PMI manifatturiero dell’Eurozona, sceso a luglio sotto la soglia di 50 punti (il livello più basso in 17 mesi) suggerisce che l’impatto negativo sulla crescita associato al conflitto geopolitico è stato ritardato piuttosto che evitato. Il calo è stato generalizzato in tutti i settori e paesi, ma la maggior parte delle preoccupazioni riguarda l’industria manifatturiera, con alcuni indicatori che sono scesi a livelli recessivi.

Anche le prospettive per il settore dei servizi non sono ottimistiche. La fiducia dei consumatori è diminuita in modo significativo in risposta all’inflazione più elevata, e la spesa discrezionale delle famiglie probabilmente risentirà della crescita negativa dei salari reali. Vi sono alcune prove che la maggiore incertezza e la debole fiducia dei consumatori cominciano a pesare sulla fiducia delle imprese (si veda il grafico 3).

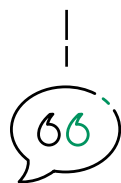
Grafico 3: Indicatori di fiducia



Dati al 21 luglio 2022. Fonti: ZEW, Commissione europea, BNP Paribas Asset Management.

Politica monetaria

Nonostante le previsioni inflazionistiche siano state recentemente riviste al rialzo, esse appaiono ancora troppo ottimistiche rispetto ai recenti sviluppi dell’inflazione realizzata (si veda il grafico 4). Ciò significa che probabilmente la BCE dovrà rivedere ulteriormente le sue proiezioni sull’inflazione a settembre. Di fatto, con gli aumenti dei prezzi che diventano più diffusi in tutti i settori, la crescita dei salari che inizia a salire, e i timidi segnali di aumento delle aspettative di inflazione, il rialzo cumulativo dei tassi di 125 pb prospettato finora sembra più il limite inferiore all’interno delle linee guida della BCE.



**“L’inflazione
elevata a fianco
del rallentamento
della crescita o di
una recessione
pone la BCE in
una situazione
complicata.”**

Grafico 4: Proiezioni di crescita e inflazione della BCE per l'Eurozona

Variazioni percentuali annue

	Giugno 2022				Marzo 2022			
	2021	2022	2023	2024	2021	2022	2023	2024
PIL reale	5,4	2,8	2,1	2,1	5,4	3,7	2,8	1,6
IPCA*	2,6	6,8	3,5	2,1	2,6	5,1	2,1	1,9

Fonte: BCE, 9 giugno 2022.

Le prospettive per i tassi d'interesse dell'Eurozona restano altamente incerte, poiché un'inflazione elevata a fianco del rallentamento della crescita o di una recessione pone la BCE in una situazione complicata. L'improvvisa e completa chiusura delle importazioni di gas dalla Russia spingerebbe probabilmente l'Eurozona in una grave recessione. In tale scenario, la risposta fiscale sarà probabilmente ampia.

I settori soggetti al razionamento energetico riceveranno probabilmente sostegno, nella forma di piani volti ad assicurare liquidità realizzati attraverso prestiti garantiti dallo Stato e garanzie pubbliche, così come è avvenuto durante la pandemia. Anche le famiglie a basso reddito riceveranno verosimilmente generosi sussidi per la bolletta energetica. È improbabile che la Germania torni al suo equilibrio fiscale di bilancio in pareggio.

Inoltre, dato che lo shock esterno comune della crisi Russo-Ucraina ha impatti asimmetrici sulle economie nazionali, l'UE può implementare una risposta fiscale che comporta una certa condivisione degli oneri.

In termini di politica monetaria, se la recessione è sufficientemente grave da rallentare l'inflazione sottostante, la BCE non dovrà spostare i tassi di interesse in territorio restrittivo. Tuttavia, è altrettanto probabile che, nonostante un significativo impatto sulla crescita, un'inflazione attualmente molesta possa trasformarsi in un'inflazione preoccupante, per cui la BCE potrebbe sentirsi costretta a continuare ad aumentare i tassi d'interesse invece di distogliere lo sguardo di fronte a una nuova fase di perturbazione dell'offerta.

Dati i recenti sviluppi dell'inflazione, l'attuale florido contesto del mercato del lavoro e l'attenzione particolare della BCE alla stabilità dei prezzi, riteniamo che i rischi legati alla politica monetaria siano orientati al rialzo dei tassi della BCE rispetto alle attuali aspettative del mercato.

Nel medio termine, tuttavia, restiamo del parere che un'inflazione più elevata causata da shock esogeni porterà alla fine a un deterioramento del potere d'acquisto dei consumatori e a un rallentamento dei consumi. Per le economie orientate all'esportazione, come quella tedesca, le condizioni di shock commerciale potrebbero alla fine penalizzare la competitività delle imprese, lasciando ai datori di lavoro poco spazio per aumentare i salari.

* Indice armonizzato dei prezzi al consumo

AZIONI

Il futuro è così luminoso, devo mettere gli occhiali

Stati Uniti

Uno dei pochi appelli “facili” al mercato azionario all’inizio dell’anno è stata la probabilità che le azioni statunitensi registrassero una sottoperformance rispetto al resto del mondo. Gli Stati Uniti avevano già sovraperformato per quattro anni consecutivi, e dal 1970 gli Stati Uniti non avevano mai battuto le azioni non statunitensi per un periodo più lungo. Il motivo principale per cui si prevedeva un ritardo delle azioni USA è stata la prospettiva della politica monetaria. A quel tempo, il tasso sui Fed Funds era atteso in aumento di circa 150 pb nei successivi due anni mentre la banca centrale cercava di portare l’inflazione (allora quasi al 5% per il Personal Consumption Expenditure (PCE) “core”), nuovamente al target del 2% della Fed. Da allora, le aspettative sui tassi dei Fed Funds sono aumentate di altri 200 pb, mentre l’inflazione è rimasta elevata. Questo aumento delle aspettative sui tassi ufficiali è stato sufficiente a garantire la sottoperformance prevista nelle azioni USA nonostante il conflitto russo-ucraino in Europa e il Covid che continua a forzare i lockdown in Cina.

Le prospettive per il resto dell’anno dipendono dalla concretizzazione di una recessione economica negli Stati Uniti nella seconda metà del prossimo anno. Leggendo gli articoli di giornale o i sondaggi si sarebbe indotti a credere che una recessione sia quasi certa. Ad esempio, quasi il 60% degli intervistati nell’ultima indagine BofA Global Fund Manager Survey prevede una recessione. Questo risultato è particolarmente rilevante in quanto la percentuale è piuttosto alta ad una simile distanza temporale da quando si prevede che la recessione si verifichi. Durante la crisi finanziaria globale (GFC), la percentuale non ha raggiunto tale livello fino a novembre 2008, dopo l’inizio della recessione.

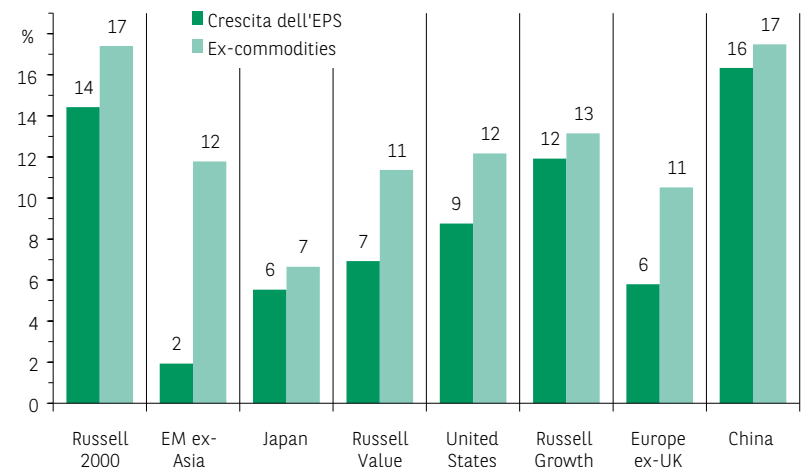
Mentre molti si aspettano una recessione, e sono posizionati di conseguenza (la percentuale di gestori di fondi che assumono un rischio inferiore al normale è a un massimo storico), per i mercati e gli economisti il futuro è ancora ragionevolmente luminoso. Per cominciare dal reddito fisso, mentre lo spread dei Treasury USA a 2 anni è negativo, altri modelli di curva dei rendimenti non sono invertiti nella misura che in passato ha segnalato una recessione. Guardando alle stime degli economisti, la stima mediana della più recente indagine Bloomberg prevede che la crescita raggiunga un minimo del 1,1% (trimestre su trimestre, destagionalizzata) nel primo trimestre del 2023 prima di rimbalzare al 1,6% entro la fine dell’anno.

E nemmeno le previsioni degli analisti azionari riflettono una contrazione del PIL statunitense nel prossimo anno. Sulla base di modelli storici, l’aumento dei Fed Funds e la diminuzione del tasso d’inflazione, che i mercati hanno attualmente scontato, suggerirebbero una flessione del 20-30% degli utili. Ma, mentre le revisioni degli utili sono in effetti negative dall’invasione dell’Ucraina da parte della Russia, le stime di consenso indicano ancora una crescita degli utili del 9% il prossimo anno. Escludendo le materie prime, la previsione è del 12%. La situazione è simile su altri mercati (si veda il grafico 5).



“Il calo delle azioni USA quest’anno non è un segnale di recessione; le aspettative sugli utili non sono scese. Sono state le valutazioni a calare”.

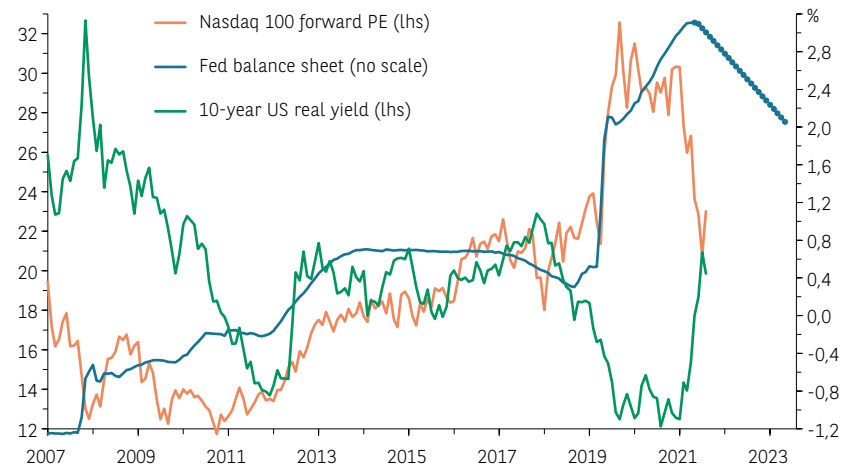
Grafico 5: Crescita degli EPS su base annua per il 2023



Dati al 21 luglio 2022. Fonti: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

Dato che i mercati azionari in genere calano molto prima dell’inizio di una recessione, il calo del 23% fino al minimo di quest’anno è stato interpretato da alcuni come il segnale più evidente che una recessione è probabile (in teoria con una verosimiglianza del 85%). Tuttavia, questo punto di vista fraintende ciò che ha determinato il calo del mercato. Gli utili potrebbero ancora scendere del 25%, nel qual caso le azioni farebbero lo stesso, ma le stime degli utili per azione nel 2023, come notato, sono superiori a quelle del 2022. Il calo dei mercati è stato invece funzione dell’aumento del tasso sui Fed Funds, delle aspettative di ulteriori aumenti, dell’annunciata riduzione del bilancio della Fed e del conseguente aumento dei rendimenti reali, tutti elementi che hanno condotto a un calo delle valutazioni dei mercati azionari. Questa sequenza ha (in parte) invertito quello che è iniziato nel 2008 con la GFC (vedere figura 6).

Grafico 6: Rendimenti reali statunitensi, bilancio della Fed e P/E Nasdaq



Dati al 21 luglio 2022. Fonti: IBES, Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

Sebbene le aspettative sui Fed Funds e i rendimenti reali possano aumentare ancora un po’, e quindi le valutazioni del mercato azionario possano ancora essere a rischio, riteniamo che le valutazioni si siano ampiamente normalizzate e che il principale motore dei rendimenti azionari da qui saranno gli utili. Ed è incoraggiante che i primi report dell’attuale periodo di risultati economici indichino in media previsioni positive e che gli utili e le vendite siano migliori delle previsioni. Le vendite sono in realtà aumentate fortemente, ma gli utili meno, ciò che evidenzia la compressione sui margini derivante dall’aumento dei costi di input e salari. Anche il dollaro forte sarà una zavorra (benché un vantaggio per gli esportatori europei). L’aumento delle scorte potrebbe essere la prossima cosa di cui preoccuparsi.



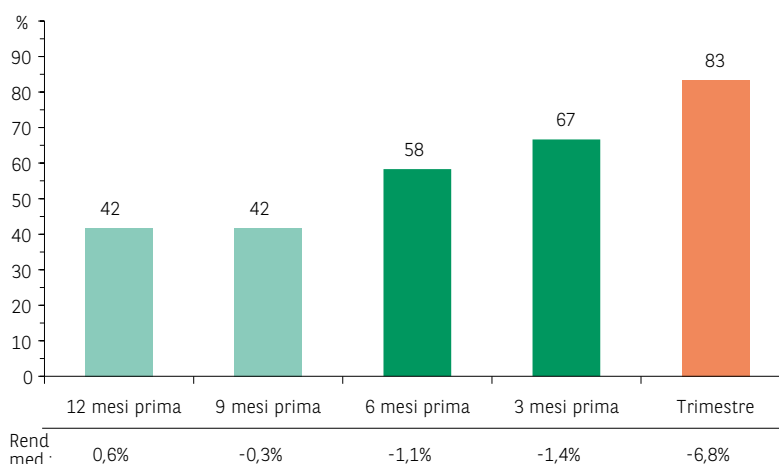
**“Se una recessione
si concretizza,
quando un
investitore
dovrebbe cambiare
allocazione e
quali settori o
stili dovrebbe
preferire?”**

QUANDO E COSA

L'eventuale concretizzarsi di una recessione il prossimo anno solleva due domande per gli investitori: quando si dovrebbero cambiare le allocazioni e quali settori o stili preferire? La risposta a quest'ultima domanda potrebbe sembrare banale poiché abbiamo già avuto esperienza sufficiente nei mercati e nelle recessioni nel corso degli anni, ma la combinazione di una recessione e di un'inflazione elevata non si è verificata dai primi anni ottanta.

La convinzione che i mercati azionari prevedano le recessioni è senza dubbio giustificata. Com'è lecito attendersi, i mercati azionari diminuiscono nel trimestre in cui inizia una recessione (il 68% delle volte, con un rendimento medio del -6,8%), ma generalmente calano anche nei tre e sei mesi prima dell'inizio di una recessione, anche se il calo medio è molto meno marcato. Tuttavia, con un anticipo superiore ai 6 mesi, i mercati azionari generalmente non calano; la variazione dei prezzi è solo leggermente negativa e il rendimento totale è in realtà positivo (si veda il grafico 7).

Grafico 7: Price return S&P 500 prima delle recessioni



Dati al 21 luglio 2022. Fonti: ECRI, Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

Dato che questa recessione è prevista con largo anticipo, è concepibile che i mercati subiscano un ulteriore calo prima di quanto avviene normalmente, ma è tuttavia possibile che solo all'inizio del prossimo anno le allocazioni debbano diventare più difensive.

La semplice analisi dei rendimenti medi dei diversi settori e stili durante le recessioni fornisce un quadro eccessivamente roseo di come gli attivi rischiosi si comportano in queste fasi; il rendimento medio dell'S&P 500 durante le recessioni dal 1946 è solo del -3,0%. Questo numero piuttosto basso si spiega col fatto che i mercati prevedono la ripresa alla fine di una recessione allo stesso modo in cui anticipano il calo all'inizio della stessa. In altri termini, i rendimenti azionari alla fine di una recessione sono spesso molto buoni. Per fare un esempio: l'economia americana era ancora in recessione nel secondo trimestre del 2009, ma il mercato aveva toccato i minimi all'inizio di marzo e il rendimento dell'S&P 500 nell'ultimo trimestre della recessione è stato del 15,2%.

Per cogliere la risposta anticipatrice dei mercati, i calcoli nella tabella seguente includono non solo i trimestri recessivi, ma anche il trimestre immediatamente precedente. Le ultime due colonne considerano solo i trimestri in cui i rendimenti azionari sono stati negativi per evitare le distorsioni dei trimestri pre-ripresa. L'ultima colonna prende solo quei periodi in cui l'inflazione era nel quartile più alto, per catturare gli effetti di stagflazione. La prima colonna di numeri include tutti i periodi nell'arco di tempo considerato e funge da riferimento (si veda il grafico 8).

Grafico 8: Rendimenti dell'indice durante le recessioni

Rendimento totale trimestrale medio (annualizzato, USD)

		Tutti i periodi		Recessioni				Tutti i periodi		Recessioni	
				Rendimento azionario negativo						Rendimento azionario negativo	
				Alta inflazione						Alta inflazione	
Trimestri		304	53	33	17	Quarters		304	53	33	17
OBBLIGAZION	Global aggregate	5,0%	7,2%	4,9%	-2,6%	AZIONI	S&P 500	12,6	-3,0	-26,7	-24,9
	US aggregate	7,0	11,4	2,7	-4,5		World ex-US	10,8	-11,1	-36,2	-33,8
	EMBI	8,2	0,1	-7,5	-18,6		Emergenti	12,0	-8,2	-32,5	-28,5
	TIPS	5,1	7,0	7,9	-13,4		Growth	12,3	-2,8	-28,5	-29,0
	Global IL	5,5	3,3	4,5	-6,3		Value	14,3	-4,5	-28,7	-22,9
	EM IL	9,2	7,4	6,1	5,7		Quality growth	13,8	-2,4	-26,4	-21,1
	Investment grade	7,5	6,9	-6,1	-11,8		Ciclici	10,7	-26,5	-46,9	-18,3
	High Yield	8,3	0,4	-16,0	-28,0		Sensibili	11,6	-24,2	-42,2	-50,0
	Tasso variabile	1,9	-0,8	-4,6	-22,6		Difensivi	10,3	-11,5	-22,6	-1,0
	MAT/FX	Oro	6,7	8,9	9,0		9,4	Energia	11,1	-10,2	-27,6
Materie prime		2,7	-3,0	-4,7	1,9	Materiali	9,0	-6,8	-27,1	-23,3	
DXY		0,6	-2,3	-7,3	-10,0	Industriali	10,7	-10,7	-34,2	-29,3	
Valute emergenti		-2,9	-10,6	-17,7	-25,3	Beni voluttuari	11,0	-8,7	-31,1	-26,9	
					Beni prima necessità	8,8	2,0	-13,1	-15,4		
					Sanità	12,6	5,3	-16,9	-17,5		
					Finanziari	9,1	-7,7	-33,9	-30,0		
					Tecnologia	15,2	-2,9	-28,9	-29,9		
					Telecom	5,6	-2,9	-14,8	-17,6		
					Servizi pubbl utilità	5,9	-2,8	-18,1	-23,1		

Dati al 21 luglio 2022. Nota: "Alta inflazione" include i trimestri in cui l'indice CPI "headline" cade storicamente nel primo quartile (sopra al 4,4%). I trimestri recessivi includono un trimestre immediatamente prima dell'inizio della recessione. Settori ciclici: Materiali di base, Beni di consumo ciclici, Servizi finanziari, Immobiliare. Settori difensivi: Consumer Defensive, Health Care, Servizi di pubblica utilità. Settori sensibili (correlazione moderata con i cicli aziendali): Servizi di comunicazione, energia, industria, tecnologia. Fonti: ECRI, FactSet, Bloomberg, Morningstar, MSCI, FTSE Russell, BNP Paribas Asset Management.

La sovraperformance dei difensivi rispetto ai ciclici (o dei ciclici "moderati", etichettati "sensibili" nella tabella) è ciò che ci si aspetterebbe. Al contrario, si riscontra meno differenza tra growth, quality growth e value. Le dinamiche storiche continueranno comunque a favorire il comparto growth con l'avvicinarsi della recessione e la flessione dei tassi d'interesse e dei prezzi del petrolio.

I settori che potrebbero rivelarsi più resilienti di quanto visto in passato sono quelli legati all'energia rinnovabile. La guerra ha ulteriormente intensificato sia la necessità che il desiderio di fonti energetiche alternative, e i governi continueranno probabilmente a dirigere gli investimenti verso questo settore.

Nel complesso, va sottolineato che vi è poca differenza nei rendimenti del settore azionario tra tutti i trimestri di "rendimento azionario negativo" e quelli con un'inflazione elevata, a meno che la maggior parte dei rendimenti siano meno negativi nei periodi di inflazione elevata. Tuttavia, c'è una differenza molto più grande sul fronte del reddito fisso. I Treasury USA e le obbligazioni indicizzate all'inflazione hanno registrato rendimenti positivi durante le recessioni, ma quando l'inflazione era elevata i rendimenti sono risultati negativi. Se il rischio per il prossimo anno è quello di un contesto di stagflazione, è probabile che questo rischio sia maggiore per il reddito fisso rispetto ai portafogli azionari.

Che ci tocchi davvero una tale sgradevole combinazione non è certo, tuttavia. Anche se potrebbe verificarsi una recessione nel corso del prossimo anno, l'inflazione potrebbe per allora già essere diminuita. Si prevede che l'inflazione sull'orizzonte di 1 anno sia scesa oggi al 4% e si stima possa ulteriormente calare. Durante le stagflazioni dal 1980 al 1983, l'inflazione è stata in media superiore al 10%.

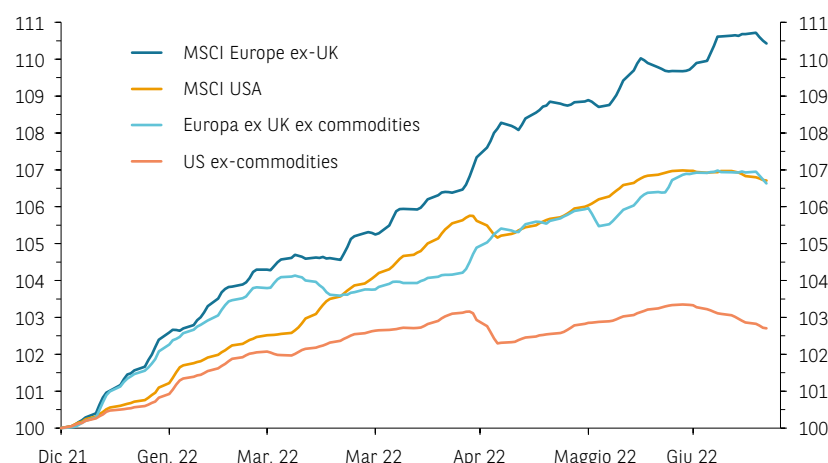


“Per i mercati della regione permangono rischi significativi, in particolare un taglio delle esportazioni di gas russo quest’inverno”.

Europa

L’aspettativa all’inizio dell’anno di una sottoperformance negli Stati Uniti si fondava in parte sul fatto che l’Europa avrebbe beneficiato della riapertura del commercio, superati i lockdown imposti dalla pandemia. Questa dinamica forse spiega perché le aspettative sugli utili hanno continuato a crescere più rapidamente rispetto a quelle degli Stati Uniti nonostante il conflitto in Ucraina (si veda il grafico 9).

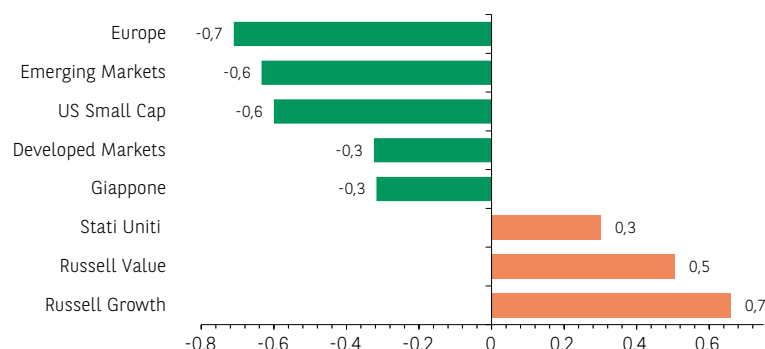
Grafico 9: Stime EPS dei prossimi dodici mesi



Dati al 21 luglio 2022. Fonti: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

Anche i rischi di recessione derivanti dall’aumento dei tassi di riferimento sono più bassi nell’Eurozona che negli Stati Uniti, dato che l’inflazione CPI core al 3,7% non è così elevata come negli Stati Uniti, dove raggiunge il 5,9%. Di conseguenza, i tassi di riferimento non dovrebbero raggiungere livelli così elevati nel prossimo anno, anche se la variazione attesa dai livelli attuali è simile (circa 125 pb sia per il tasso di deposito della BCE che per i Fed Fund). Anche le valutazioni delle azioni dell’Eurozona sono più interessanti rispetto a quelle degli Stati Uniti (si veda il grafico 10), sebbene ciò sia vero già dal 2015.

Grafico 10: P/E ratio a termine (z score)



Dati al 25 luglio 2022. Fonti: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

Permangono tuttavia rischi significativi per i mercati della regione. Il più importante è quello di un taglio delle esportazioni di gas russo questo inverno. Ciò spingerebbe quasi certamente la regione in una profonda recessione. La Russia è stata in grado di trovare acquirenti alternativi per le sue esportazioni di petrolio, che comunque sono per il paese una fonte di ricavi molto più rilevante rispetto al gas. Nel frattempo, le importazioni della Russia sono diminuite bruscamente, per cui il fabbisogno valutario del paese è basso. Le conseguenze finanziarie di un taglio delle esportazioni di gas possono quindi essere considerate gestibili dal governo, soprattutto alla luce dei guadagni politici percepiti.



“Nonostante
le sfide, vediamo
ulteriori prospettive
di rialzo. L'economia
probabilmente
rimbalzerà
rapidamente una
volta rimossi
completamente
i lockdown.”

Un rischio minore deriva dai mercati obbligazionari periferici della regione, in particolare dall'Italia. Lo strumento di anti-frammentazione della BCE (TPI = Transmission Protection Instrument) è concepito per evitare che i rendimenti dei titoli di Stato italiani salgano sopra a un livello (generalmente individuato nel 4%) in cui sorgono problemi di sostenibilità del debito. Vale la pena notare che i livelli di debito pubblico sono globalmente aumentati dopo la GFC e dopo la pandemia, e il peso di tale debito diventa più evidente con l'aumento dei tassi. Il dilemma della BCE è che questa vorrebbe mantenere bassi i rendimenti per i mercati periferici, tentando allo stesso tempo di rallentare la crescita e abbassare l'inflazione. Tuttavia, riteniamo che alla fine la BCE sarà in grado di calibrare la propria risposta (e l'UE potrebbe anche fornire sostegno fiscale), anche se ciò non esclude la volatilità dei mercati.

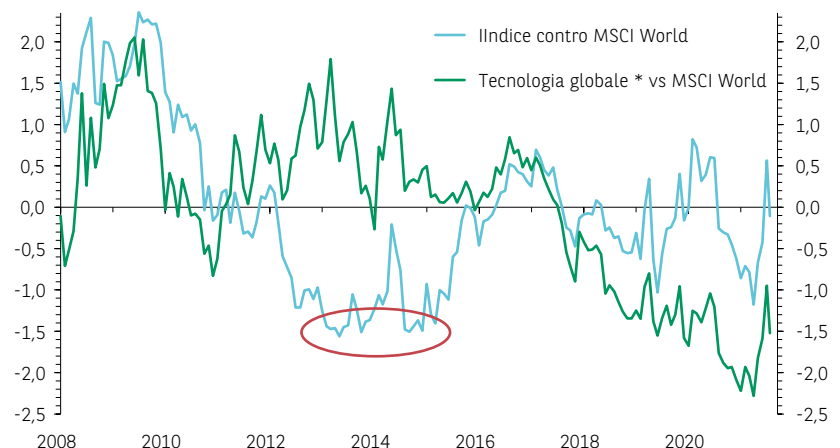
Cina

Le azioni cinesi hanno iniziato a recuperare parte del terreno perso rispetto alle azioni dei mercati sviluppati lo scorso anno, sebbene i rinnovati timori sul mercato immobiliare del paese abbiano ostacolato la ripresa.

Mentre l'attività economica è recentemente in miglioramento (gli indici PMI sono tornati in territorio espansivo), la costruzione di immobili è l'area in cui le condizioni sono peggiorate. Il recente fenomeno degli acquirenti di case che si rifiutano di onorare i pagamenti dei mutui ha aumentato le pressioni sul settore finanziario. Anche gli sviluppi sul fronte pandemico sono stati negativi, con l'incremento di nuovi casi dalla fine di maggio e il governo che impone sporadici lockdown ovunque si verificano focolai (per una discussione dettagliata sugli sviluppi recenti in Cina, si prega di vedere [“Zero-Covid weighs on China's growth in Q2”](#) e [“China's mortgage 'boycott'” di Chi Lo](#)).

Nonostante le difficoltà, intravediamo prospettive di un ulteriore rialzo. Una delle lezioni degli ultimi 2 anni e mezzo della pandemia è che il recupero dopo le serrate è rapido. Una volta che la Cina sarà in grado di eliminare completamente le restrizioni, l'economia e il mercato risulteranno. Il governo potrebbe essere vicino ad avere un vaccino mRNA efficace, che consentirebbe un'uscita anticipata dal regime zero Covid. È importante sottolineare che le valutazioni sono ancora interessanti (cfr. grafico 11) e abbiamo fiducia nelle prospettive degli utili a medio termine, in particolare per il settore tecnologico.

Grafico 11: Rapporti relativi sugli utili a termine (z)



Dati al 21 luglio 2022. * Tecnologia dell'informazione, internet retail, intrattenimento e media e servizi interattivi. Fonti: FactSet, BNP Paribas Asset Management.

BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT France è una società di gestione di investimenti autorizzata in Francia dalla "Autorité des Marchés Financiers (AMF)" con il numero GP 96002; società per azioni, ha sede legale al n. 1 di boulevard Haussmann, 75009 Parigi, Francia, RCS Paris 319 378 832.

Il presente documento è redatto e pubblicato dalla suddetta società di gestioni di investimenti. Ha natura pubblicitaria e viene diffuso con finalità promozionali, è prodotto a mero titolo informativo e non costituisce:

1. un'offerta di acquisto o una sollecitazione di vendita; non costituirà la base di qualsivoglia contratto o impegno né ci si potrà fare affidamento in relazione a questi ultimi;
2. una consulenza finanziaria.

Il presente documento fa riferimento a uno o più strumenti finanziari autorizzati e regolamentati nella giurisdizione in cui hanno sede legale.

Non è stata avviata alcuna azione finalizzata a permettere l'offerta pubblica degli strumenti finanziari in altre giurisdizioni, salvo quanto indicato nella versione più recente del prospetto e nel documento contenente le informazioni chiave per l'investitore (KIID) degli strumenti finanziari, in cui una tale azione sarebbe necessaria e, in particolare, negli Stati Uniti, a US persons (ai sensi del Regolamento S del United States Securities Act del 1933). Prima di effettuare una sottoscrizione in un Paese in cui gli strumenti finanziari sono autorizzati, gli investitori devono verificare gli eventuali vincoli o restrizioni legali potenziali relativi alla sottoscrizione, all'acquisto, al possesso o alla vendita degli strumenti finanziari in questione.

Gli investitori che intendano sottoscrivere degli strumenti finanziari devono, prima dell'adesione, leggere attentamente la versione più recente del prospetto e del documento contenente le informazioni chiave per l'investitore (KIID) e consultare l'ultima relazione finanziaria pubblicata sugli strumenti finanziari in questione. Questa documentazione è disponibile gratuitamente presso le sedi dei collocatori e le filiali dei soggetti incaricati dei pagamenti e sul sito web della società di gestione di investimenti.

Le opinioni espresse nel presente documento rappresentano il parere della società di gestione di investimenti alla data indicata e sono soggette a modifiche senza preavviso. La società di gestione di investimenti non è obbligata ad aggiornare o a modificare le informazioni e le opinioni contenute nel presente documento. Si raccomanda agli investitori di consultare i loro abituali consulenti finanziari, legali e fiscali per valutare l'adeguatezza e l'opportunità di investire negli strumenti finanziari. Si noti che i diversi tipi di investimento, se contenuti in questo documento, comportano gradi di rischio differenti e nessuna garanzia può essere fornita circa l'adeguatezza, l'idoneità o la redditività di un investimento specifico sul portafoglio di un cliente o potenziale cliente.

Tenuto conto dei rischi di natura economica, finanziaria e di sostenibilità e integrazione ESG, non può essere offerta alcuna garanzia che gli strumenti finanziari raggiungano i propri obiettivi d'investimento. Le performance possono variare in particolare in funzione degli obiettivi o delle strategie di investimento degli strumenti finanziari e di condizioni economiche e di mercato rilevanti, come i tassi di interesse. Le diverse strategie applicate agli strumenti finanziari possono avere un impatto significativo sui risultati presentati in questo documento. Le performance passate, ove illustrate, non sono garanzia di risultati futuri e il valore degli investimenti negli strumenti finanziari può, per sua natura, diminuire oltre che aumentare. È possibile che gli investitori non recuperino l'importo inizialmente investito.

I dati di performance, se presenti nel documento, non tengono conto delle commissioni e degli oneri fiscali. Tutte le informazioni riportate nel presente documento sono disponibili gratuitamente sul sito web www.bnpparibas-am.com.

Luglio 2022 - Design: Creative Services BNPP AM - P2205004

VIEWPOINT



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

**L'investimento
sostenibile per un
mondo che cambia**