



Multi-Asset Market Outlook

Economia di Schrödinger – quando potremo aprire la scatola?

Settembre 2022

Overview generale

Mercati emergenti guidano il gruppo in un contesto difficile

MULTI ASSET	1mo	3mo	YTD	1YR	3YR	5YR
Emerging Markets (UH, EUR)	1.8%	-0.4%	-6.7%	-8.2%	5.9%	4.0%
Emerging Markets (LC)	1.2%	-3.3%	-12.5%	-15.8%	4.9%	3.2%
EMD local currency (UH, EUR)	0.9%	2.0%	-1.3%	-2.6%	-1.1%	1.6%
EMD hard currency (UH, EUR)	0.6%	2.4%	-6.8%	-5.8%	-1.2%	2.2%
Cash (EUR)	0.0%	-0.1%	-0.3%	-0.5%	-0.5%	-0.4%
GSCI Commodities (USD)	-1.3%	-4.3%	49.4%	66.9%	19.5%	14.0%
Global high yield (H, EUR)	-1.4%	-4.6%	-13.7%	-14.9%	-2.2%	-1.0%
MSCI World (UH, EUR)	-2.8%	0.6%	-7.0%	-0.3%	12.1%	11.5%
Gold (USD)	-2.9%	-7.2%	-6.6%	-6.2%	2.5%	4.2%
Global Gov Bonds (H, EUR)	-3.1%	-2.4%	-10.4%	-11.5%	-4.0%	-1.1%
Global investment grade bonds (H, EUR)	-3.3%	-3.2%	-14.0%	-15.1%	-3.6%	-1.0%
MSCI World local currency	-3.5%	-3.9%	-14.8%	-11.3%	9.7%	8.8%
MSCI World (H, EUR)	-3.6%	-4.3%	-15.9%	-12.7%	8.2%	7.0%
Global inflation-linked bonds (H, EUR)	-4.5%	-3.5%	-13.1%	-12.1%	-2.1%	0.2%
Global real estate (UH, EUR)	-5.2%	-0.1%	-9.2%	-0.1%	3.0%	5.7%
Oil Index (USD)	-8.1%	-16.8%	36.8%	54.6%	-0.6%	3.4%

Dopo il rally di luglio, gli asset rischiosi hanno iniziato a vacillare ad agosto. Il rally, guidato da una combinazione di utili solidi e dall'aspettativa che un cambio di rotta della Fed non fosse troppo lontano, ha iniziato a scemare. Questo cambiamento di sentiment è stato innescato dalla consapevolezza che, nonostante il calo dell'inflazione mensile, la Fed non era disposta a cambiare la sua posizione rialzista: la Fed vuole infatti avere ulteriori conferme circa il calo dei livelli di inflazione. Uno strumento importante per controllare l'inflazione è l'inasprimento delle condizioni finanziarie, impattando la capacità di spesa: dopo un inasprimento a giugno, la tendenza rialzista si è invertita a luglio e all'inizio di agosto, quando gli asset rischiosi hanno visto un rialzo.

Il petrolio è stata la commodity più colpita ad agosto, perdendo oltre l'8%. L'allontanamento delle tempistiche di una possibile rotazione della Fed aumenta la probabilità che la banca centrale rialzi eccessivamente, causando in ultima analisi una recessione. La distruzione della domanda che normalmente si verifica in caso di recessione è sostanzialmente negativa per il petrolio, per cui la rivalutazione delle probabilità di recessione ha pesato molto sul mercato petrolifero. Sia le azioni che le obbligazioni globali hanno perso circa il 3%. La sorpresa di agosto è stata che gli asset più performanti sono stati quelli dei mercati emergenti. Sia le obbligazioni che le azioni dei mercati emergenti hanno registrato rendimenti positivi superiori al +1%.

Multi Asset views

Sustainable Multi Asset Views

Active Positions (Risk Units)



Normalmente, una fase rialzista della Fed più duratura del previsto non è positiva per le azioni: tassi più elevati tendono a non contribuire all'espansione dei multipli. Questo è esattamente lo scenario che si è presentato a luglio. Sebbene gli utili del secondo trimestre abbiano retto abbastanza bene, è apparso chiaro che il calo dell'inflazione non avrebbe offerto un motivo sufficiente per far diminuire la preoccupazione della Fed sull'inflazione. Inoltre, il momentum è diventato negativo, mentre la visione modale degli investitori professionali sembra ancora troppo ottimista. Nel complesso, il quadro a breve termine è diventato meno favorevole

Il notevole rally azionario di luglio non è stato sufficiente per farci credere di essere rientrati in un mercato rialzista: ritenevamo infatti più probabile che si trattasse di una correzione all'interno di una fase ribassista e abbiamo visto questo rally come una buona opportunità per ridurre ulteriormente il rischio detenuto in portafoglio, e, proseguendo quanto fatto a luglio, abbiamo continuato a ridurre la sensibilità del portafoglio al mercato azionario.

In primo luogo, abbiamo ridotto l'esposizione al mercato azionario giapponese da sovrappeso a neutrale. In questo modo abbiamo riportato a neutrale il peso complessivo dell'equity in portafoglio. Verso la fine del mese abbiamo aperto una posizione di copertura, vendendo esposizione azionaria a fronte di una parte dell'esposizione high yield. La pressione al rialzo dei tassi statunitensi in seguito alla tempistica del pivot della Fed sta causando una certa sofferenza nel portafoglio, in quanto abbiamo un piccolo sovrappeso sui tassi statunitensi. Tuttavia, non solo riteniamo che il rialzo dei tassi sia in qualche modo esagerato, ma consideriamo questa posizione come una copertura di coda contro una possibile recessione.

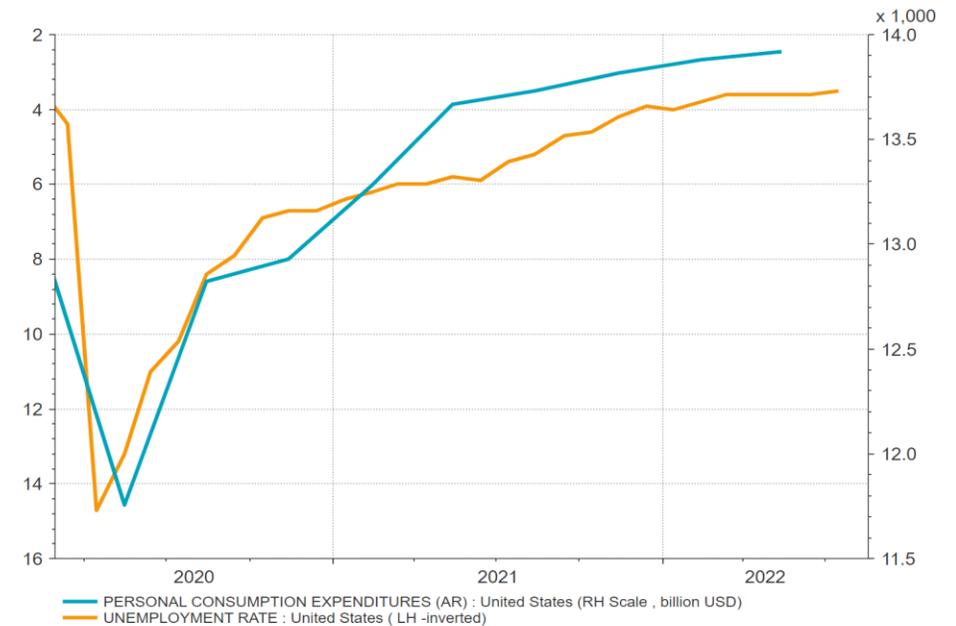
Qual è lo stato dell'economia USA?

Nella sua teorizzazione del 1935, Schrödinger ipotizzò che un gatto in una scatola chiusa potesse trovarsi in due stati simultanei (vivo e morto) a seconda che un atomo radioattivo fosse decaduto o meno. Solo una volta aperta la scatola, l'osservatore può essere sicuro dello stato in cui si trova il gatto. Vediamo una somiglianza con l'economia statunitense: attualmente gli osservatori non conoscono il suo vero stato e le loro opinioni variano da "siamo già in recessione" (due trimestri consecutivi di crescita negativa del PIL) a "ci aspettiamo solo un lieve rallentamento". Il consenso oscilla selvaggiamente tra questi risultati su base giornaliera, settimanale e mensile.

Solo con più tempo, più dati e con il senno di poi si potranno conciliare questi due stati dell'economia e gli operatori di mercato potranno aprire la metaforica scatola. L'ulteriore complicazione è data dalla difficile lettura della situazione di partenza, poiché ci troviamo di fronte ad una distorsione data dai lockdown e dai successivi rialzi innescati dagli stimoli. In prospettiva, ci sono cambiamenti strutturali nell'economia, tra cui lavoro ibrido e blockchain, per cui anche definire un punto di partenza per attraversare questa volatilità non è così immediato.

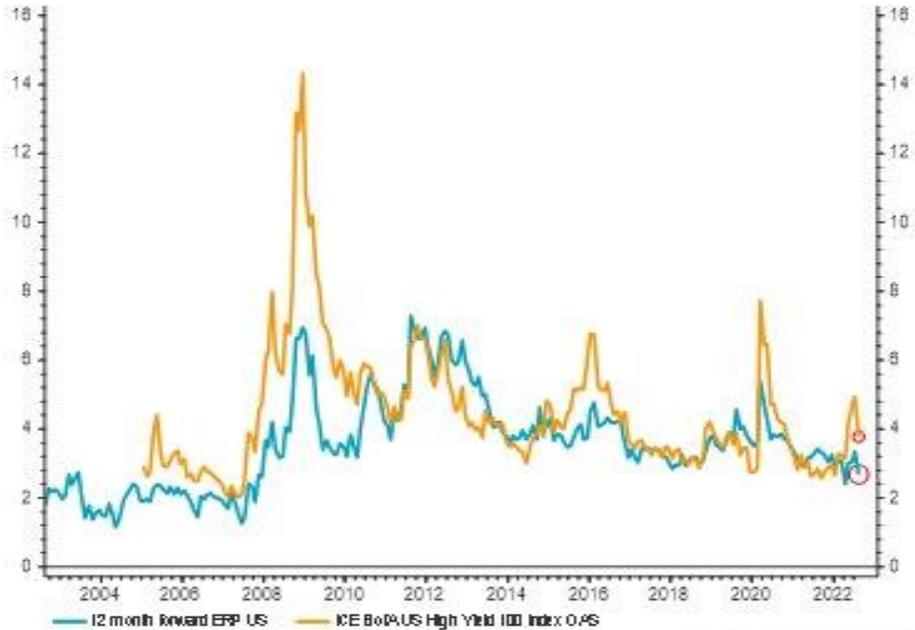
Negli ultimi 12 mesi l'economia statunitense è stata bombardata da numerose sfide: aumento dei tassi, shock delle materie prime e della catena di approvvigionamento, compressione del costo della vita ed eccesso di domanda. Eppure, indicatori come l'occupazione, l'inflazione e il costo degli alloggi continuano a indicare una "economia solida". A nostro avviso, questo ci dice quello che già sappiamo: che l'economia statunitense era viva. La politica monetaria si è allontanata dai livelli di "emergenza" e le condizioni finanziarie si sono inasprite (aumento dei tassi, forza del dollaro). Di conseguenza, le banche centrali stanno lavorando per limitare l'impatto dell'inflazione e, secondo la nostra interpretazione, stanno orientando le proprie analisi basandosi su dati in tempo reale della forza economica. In altre parole, guardare i livelli di inflazione e occupazione è come guidare un'auto guardando nello specchietto retrovisore.

Gli indicatori rimangono solidi



Fonte: Bloomberg, Refinitiv Datastream, Robeco

L'high yield USA prezza più notizie negative dell'equity



Fonte: Bloomberg, Refinitiv Datastream, Robeco as @19 Aug 2021

Cosa ci dobbiamo aspettare?

Gli investitori devono mantenere un approccio forward looking, in modo da anticipare i livelli di rendimento su vari orizzonti temporali, e questo è uno dei fattori che determina l'inefficienza dei mercati. A giugno, tramite la nostra analisi di scenario, abbiamo visto che i recenti minimi di mercato per le azioni e i massimi degli spread per il credito hanno iniziato a prezzare risultati diversi, con l'high yield che si aspettava un peggioramento delle prospettive. Il calo delle aspettative sui tassi d'interesse, la riduzione dei rendimenti obbligazionari, la moderazione dell'inflazione complessiva e la crescita degli utili, insieme a un posizionamento molto ribassista hanno creato un mix molto potente a favore di un rally per gli asset di rischio.

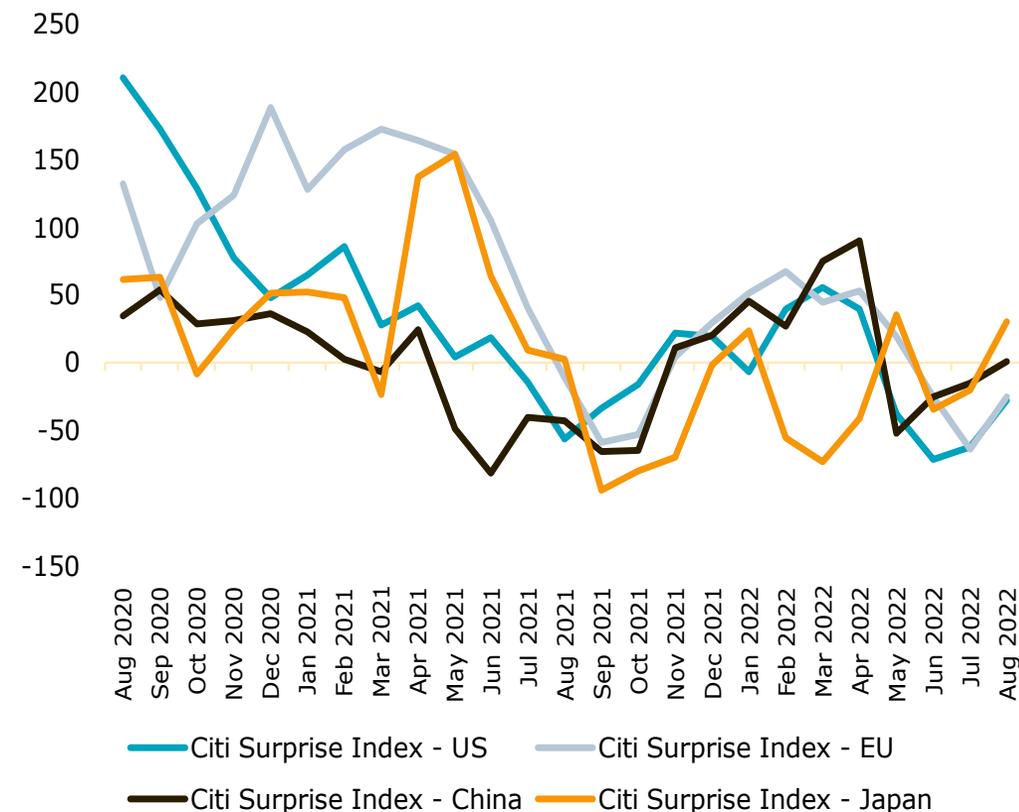
Se scomponiamo questi catalizzatori per vedere quali sono sostenibili, il posizionamento è difficile da valutare, poiché i dati forniscono solo una parte della storia. Tuttavia, possiamo concludere che gli indicatori di sentiment sono passati da una fase estremamente ribassista a una fase intermedia, per cui ora non ci sono segnali positivi. In secondo luogo, l'inflazione è ancora elevata e la Fed continuerà ad alzare i tassi fino a quando la domanda aggregata non inizierà ad indebolirsi e l'occupazione non si ridurrà abbastanza da stabilizzare l'inflazione nel medio termine. Da qui la preoccupazione di un eccessivo irrigidimento della politica monetaria: i tassi d'interesse sono uno strumento spuntato, le questioni legate all'offerta sono indipendenti dalla politica della Fed/BCE/BoJ e la Fed non ha mai rallentato l'economia da questi livelli di occupazione e inflazione senza provocare una recessione. Infine, la stagione degli utili del 2° trimestre è stata complessivamente buona, ma se si va al di sotto della superficie il quadro è meno roseo, con i fattori positivi provenienti dal settore energetico e da un numero ristretto di titoli.

In prospettiva, la fiducia dei consumatori si sta deteriorando, mentre gli acquisti diventano meno accessibili e l'indice di accessibilità per gli acquirenti per la prima volta negli Stati Uniti è ai minimi registrati nel 2006 e nel 1989, il che non è di buon auspicio in vista dell'inverno. I bilanci aziendali sono in buona forma e alcuni settori hanno trasferito l'aumento dei costi dei fattori produttivi, ma la realizzazione degli utili diventerà più impegnativa e la fiducia nell'attuale livello di utili proiettato in avanti nelle valutazioni è discutibile. Di conseguenza, il declassamento potrebbe essere più marcato di quanto attualmente previsto. Man mano che ci avviciniamo alla fine dell'anno e ci avviciniamo all'apertura della scatola di Schrödinger per vedere in che condizioni si trova realmente l'economia statunitense, riteniamo che i rischi di ribasso stiano aumentando.

Ad agosto i dati macroeconomici hanno continuato a deludere. Val la pena notare che le sorprese dei dati stanno virando verso l'alto e sono già positive per il Giappone e la Cina. Gli indicatori anticipatori, tuttavia, continuano a segnalare un rallentamento dell'attività economica. Inoltre, il nostro indicatore congiunturale ci dice che siamo ancora nella fase di rallentamento del ciclo economico. L'aumento dei costi dei fattori produttivi, i ritardi nelle consegne e l'irrigidimento della banca centrale statunitense rappresentano una sfida per i produttori. Tuttavia, diversi venti contrari stanno diventando meno vincolanti.

I colli di bottiglia dal lato dell'offerta si stanno notevolmente attenuando (semiconduttori, trasporti marittimi) e i prezzi delle materie prime sono scesi a causa dell'indebolimento della domanda aggregata e del dollaro USA forte. Questo potrebbe essere il motivo per cui l'indice ISM manifatturiero rimane al di sopra di 50 e l'indice dei nuovi ordini è tornato al di sopra di 50, dopo due mesi di risultati inferiori a 50. Una gradita sorpresa positiva è stata anche il ritorno del sostegno fiscale negli Stati Uniti. Ad agosto è stata approvata la legge più preziosa nella storia del Congresso degli Stati Uniti: l'*Inflation Reduction Act* accelera chiaramente la transizione verso l'energia verde negli Stati Uniti nel medio termine, con 260 miliardi di dollari destinati ai crediti d'imposta per l'eolico, il solare e l'idrogeno e ai miglioramenti dell'efficienza nel settore residenziale. Si intravedono alcuni timidi segnali che indicano che l'economia statunitense potrebbe aver raggiunto un minimo ciclico.

Le sorprese dei dati macro stanno virando verso l'alto

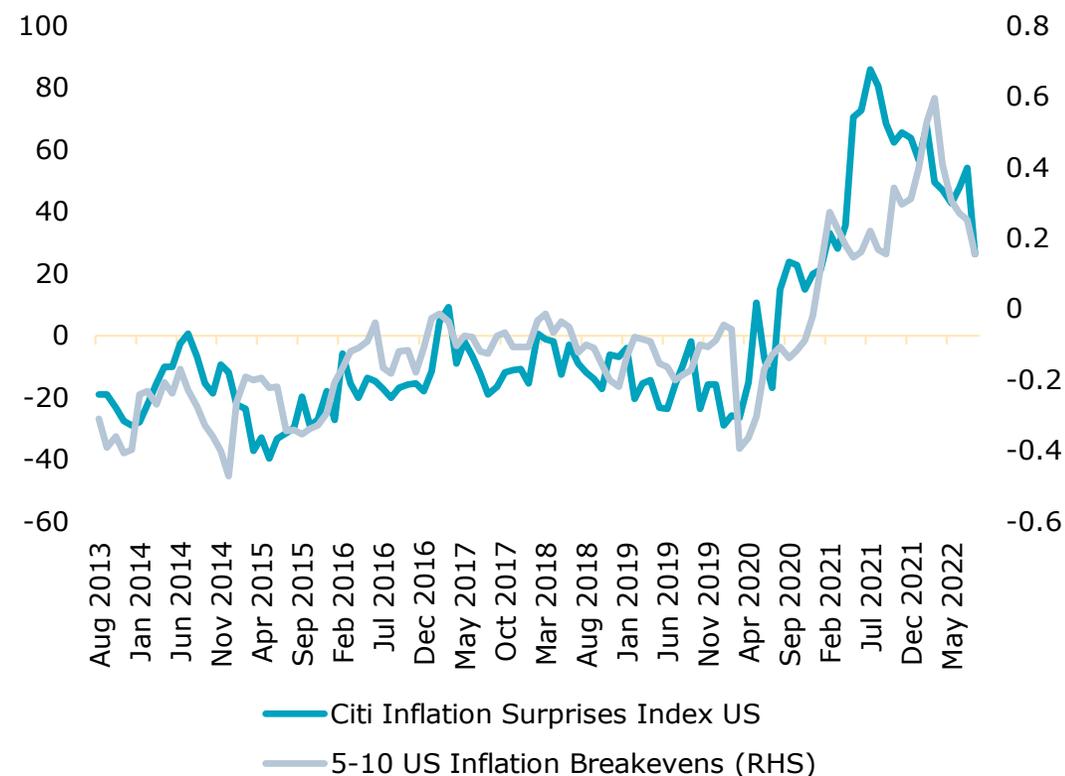


Fonte: Bloomberg, Citi & Robeco

Nell'Eurozona, l'inflazione è salita all'8,9% a causa del continuo deprezzamento dell'euro e dell'impennata dei prezzi del gas naturale. La siccità, con i livelli d'acqua del Reno scesi a livelli critici per il passaggio delle chiatte verso il cuore della Germania, ha rappresentato un'ulteriore sfida. I livelli d'acqua del Reno sono poi risaliti dopo le piogge. Inoltre, è in corso un sostanziale aumento delle scorte di gas naturale, che limita la probabilità che la Germania debba interrompere le attività produttive chiave a causa del razionamento dell'energia.

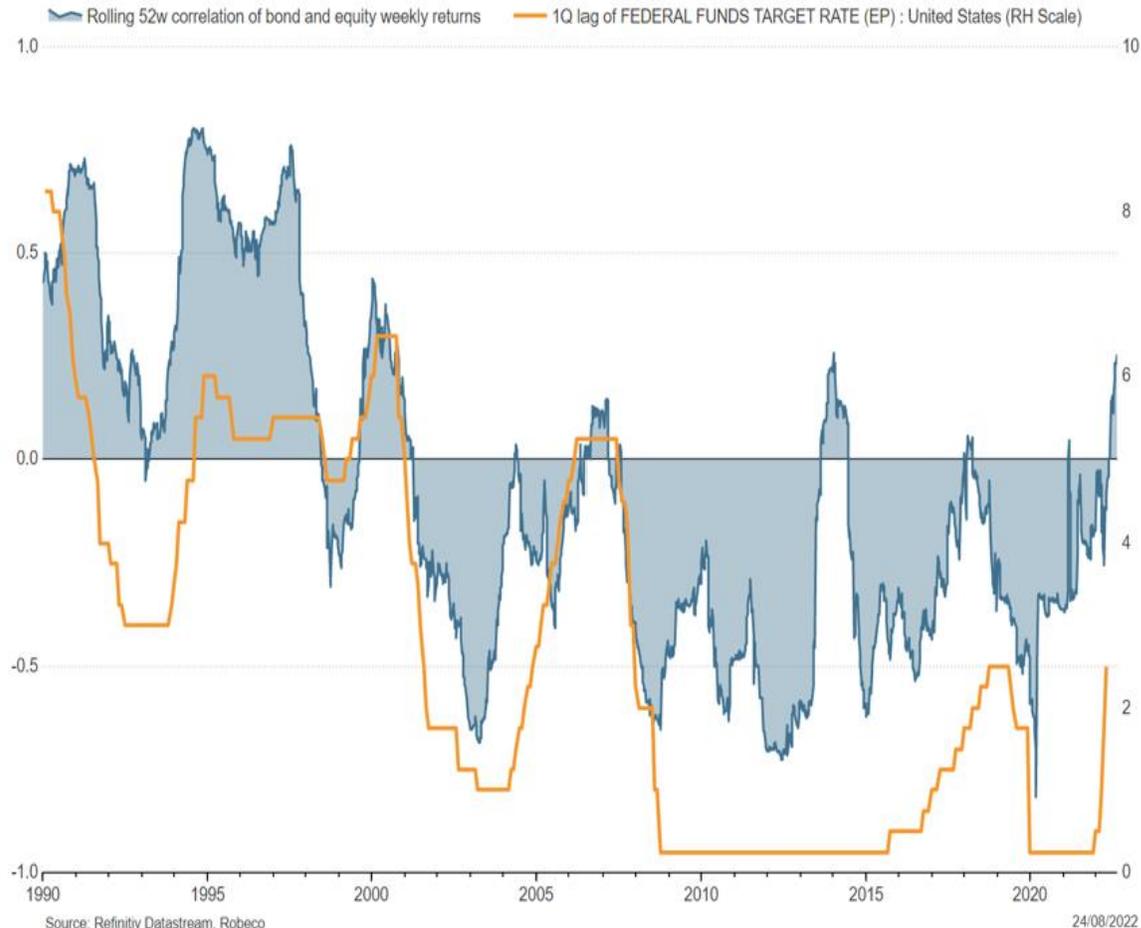
Nel frattempo, le banche centrali restano concentrate sulla stabilità dei prezzi a medio termine, dato che l'inflazione rimane vicina a livelli a due cifre. Ad agosto, i mercati hanno iniziato ad anticipare una Fed più hawkish, con la curva dei futures sui Fed funds in spostamento verso l'alto, raggiungendo il picco del tasso di policy del 3,75% per questo ciclo. L'aumento della parte lunga della curva suggerisce in particolare che il mercato si aspetta che il cambio di rotta della Fed avvenga più tardi rispetto a quanto ipotizzato un mese fa. Sebbene i funzionari della BCE non siano stati molto espliciti durante le vacanze estive, in un'intervista rilasciata dal membro del consiglio direttivo Isabel Schnabel ad agosto è emersa una vena più rialzista, affermando che le prospettive di inflazione sono rimaste invariate da luglio. I mercati si aspettano che la BCE aggiunga altri 100 punti base di rialzo dei tassi entro la fine del 2022.

Picco dell'inflazione? La struttura a termine dell'inflazione statunitense è meno invertita, mentre le sorprese sull'inflazione sono diminuite



Fonte: Bloomberg, Citi & Robeco

Diversificazione in crisi: una correlazione positiva tra azioni e obbligazioni



Fonte: Refinitiv, Robeco

Il contesto attuale rimane di difficile lettura. Mentre le aziende hanno registrato una buona crescita degli utili quest'anno, la fiducia dei consumatori è crollata ai minimi storici a causa dell'impennata dell'inflazione. Tuttavia, le prospettive per i consumatori restano positive, poiché il mercato del lavoro nel suo complesso si è dimostrato abbastanza resistente. La forza del mercato del lavoro è positiva per l'economia generale, ma il rovescio della medaglia è che mantiene l'attenzione della Fed sulla lotta all'inflazione, lasciando aperta la porta a ulteriori rialzi dei tassi. A nostro avviso, gli attuali prezzi di mercato sono coerenti con un tasso terminale che porta i tassi reali a breve in territorio positivo entro l'inizio del 2023. Di norma, i tassi reali positivi preannunciano la fine di un ciclo di inasprimento. Intendiamo aumentare la nostra esposizione ai titoli di Stato se i rendimenti dovessero aumentare di altri 20-40 punti base.

Le proxy di crescita ciclica (come il rapporto rame/oro) e le sorprese macro negative indicano che potremmo trovarci di fronte a una disinflazione nella seconda metà del 2022. Questo apre uno spiraglio per i titoli di Stato. Sebbene gli utili del secondo trimestre siano stati discreti, prevediamo una diminuzione degli utili nei prossimi 12 mesi. Questo è un aspetto che il mercato non ha ancora valutato adeguatamente. Rimane anche il rischio di un'ulteriore compressione dei multipli. I titoli statunitensi sono ancora costosi, anche dopo la significativa correzione. Sebbene l'anticipazione del cambio di rotta della Fed abbia stimolato un forte rally azionario del 17% da fine giugno, a nostro avviso il ritmo della disinflazione e la domanda su dove finirà l'inflazione non sono stati completamente scontati.

Informazioni Importanti

Robeco Institutional Asset Management B.V., è autorizzata quale gestore di Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM) e in Fondi di Investimento Alternativo (FIA) (“Fondo/i”) dall’Autorità Olandese di vigilanza sui mercati finanziari con sede ad Amsterdam. Il presente documento di marketing è inteso esclusivamente per gli investitori istituzionali, definiti quali investitori qualificabili come clienti professionisti, che abbiano richiesto di essere trattati come tali o che siano autorizzati a ricevere tali informazioni ai sensi delle leggi applicabili. Robeco Institutional Asset Management B.V. e/o le sue società collegate, affiliate e controllate, (“Robeco”) non saranno in alcun caso responsabili di eventuali danni derivanti dall’utilizzo del presente documento. Gli utilizzatori di dette informazioni che erogano servizi di investimento all’interno dell’Unione Europea sono responsabili della valutazione della propria idoneità a riceverle in conformità al Regolamento MiFID II. Nella misura in cui tali informazioni rientrano tra i benefici non monetari minori ragionevoli e accettabili di cui al MiFID II, gli utilizzatori che erogano servizi di investimento all’interno dell’Unione Europea sono tenuti a rispettare i requisiti vigenti in materia di contabilità e trasparenza. Il contenuto del presente documento si basa su fonti di informazione ritenute attendibili ed è privo di qualsiasi tipo di garanzia. Il presente documento non può essere considerato completo in mancanza di ulteriori spiegazioni. Ogni parere, stima o previsione potrà essere modificato in qualsiasi momento senza obbligo di preavviso. In caso di dubbi, rivolgersi a un consulente indipendente. È finalizzato a fornire all’investitore professionista informazioni generali sulle strategie specifiche di Robeco, ma non è una ricerca di Robeco in materia di investimenti e non costituisce una raccomandazione di investimento né una consulenza per l’acquisto o la vendita di determinati titoli o prodotti di investimento né per l’adozione di determinate strategie di investimento, né tanto meno una consulenza in ambito legale, contabile o fiscale. Tutti i diritti relativi alle informazioni contenute nel presente documento sono e rimarranno proprietà di Robeco. Questo materiale non può essere copiato o utilizzato con il pubblico. La copia o riproduzione (di parti) di questo documento in qualsiasi forma e con qualsiasi mezzo sono vietati senza il previo consenso scritto di Robeco. Gli investimenti implicano rischi. Prima di investire occorre prendere atto che il capitale iniziale non è garantito. Gli investitori devono assicurarsi di aver compreso appieno i rischi associati ai prodotti e ai servizi che Robeco eroga nei paesi in cui sono domiciliati. Gli investitori dovrebbero inoltre tener presente i propri obiettivi di investimento e i propri livelli di tolleranza al rischio. I rendimenti storici sono forniti a mero scopo orientativo. Il prezzo delle quote potrebbe subire oscillazioni e i risultati ottenuti in passato non sono in alcun modo indicativi delle performance future. Qualora la valuta in cui è espressa la performance sia diversa dalla valuta del paese in cui l’investitore risiede, allora si deve tenere presente che, a causa delle oscillazioni dei tassi di cambio, la performance indicata potrebbe risultare maggiore ovvero minore una volta convertita nella valuta locale dell’investitore. I dati sulla performance non tengono conto delle commissioni e delle spese sostenute per la contrattazione dei titoli contenuti nei portafogli dei clienti e per l’emissione o il riscatto di quote. Salvo laddove diversamente specificato, i prezzi utilizzati per le cifre relative alla performance dei Fondi lussemburghesi sono i prezzi operativi di fine mese al netto delle commissioni fino al 4 agosto 2010. A partire dal 4 agosto 2010, i prezzi operativi al netto delle commissioni saranno quelli del primo giorno lavorativo del mese. I dati riferiti al rendimento rispetto al benchmark mostrano i risultati della gestione degli investimenti al netto delle commissioni di gestione e/o di performance; i rendimenti del Fondo implicano il reinvestimento dei dividendi e sono basati sul valore patrimoniale netto ai prezzi e ai tassi di cambio in vigore al momento della valutazione del benchmark. Per ulteriori dettagli si rimanda al prospetto informativo del Fondo. La performance viene riportata al netto delle commissioni di gestione degli investimenti. Le spese correnti di cui al presente documento corrispondono a quelle riportate nell’ultima relazione annuale del Fondo alla data di chiusura dell’ultimo anno solare. Il presente documento non è destinato alla distribuzione a – né all’utilizzo da parte di – persone o organismi che siano cittadini, residenti o ubicati in luoghi, stati o paesi o altra giurisdizione nei quali tale distribuzione, pubblicazione, disponibilità o utilizzato sarebbe contrario alla legge o alle normative locali, oppure che costringerebbero il Fondo o Robeco Institutional Asset Management B.V. a rispettare un obbligo di registrazione o di autorizzazione in tale giurisdizione. La decisione di sottoscrivere azioni di un Fondo offerto in una giurisdizione specifica deve avvenire unicamente sulla base delle informazioni contenute nel prospetto, informazioni che possono divergere da quelle contenute nel presente documento. I potenziali sottoscrittori di azioni debbono informarsi dell’eventuale esistenza di requisiti legali applicabili, di regolamenti di controllo dei cambi e di imposte applicabili nei loro paesi di cittadinanza, residenza o domicilio. Le informazioni eventualmente contenute in questo documento si qualificano nella loro interezza in riferimento al prospetto, e andrebbero sempre lette unitamente al prospetto stesso. Informazioni dettagliate sul Fondo ed i rischi associati sono contenuti nel prospetto. Il prospetto e il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori relativi ai Fondi Robeco sono disponibili gratuitamente su www.robeco.com.

Ulteriori informazioni per investitori con residenza o sede in Italia

Il presente documento è destinato esclusivamente all’uso da parte di investitori qualificati e di clienti professionali privati (come definito dall’Articolo 26 (1) (b) e (d) del Regolamento Consob N. 16190 del 29 ottobre 2007). Se messo a disposizione di distributori e di soggetti autorizzati dai distributori a condurre attività promozionali e di marketing, esso potrà essere utilizzato esclusivamente per le finalità per le quali è stato concepito. I dati e le informazioni contenute nel presente documento non possono essere utilizzate per comunicazioni con le autorità di vigilanza. Il presente documento non contiene informazioni volte a determinare, nel concreto, la propensione all’investimento e, di conseguenza, non può e non dovrebbe costituire la base di decisioni di investimento di alcun genere.

Ulteriori informazioni circa i fondi/servizi a marchio RobecoSAM

Robeco Switzerland Ltd, indirizzo postale Josefstrasse 218, 8005 Zurigo, Svizzera è autorizzato quale gestore patrimoniale di investimenti collettivi dalla Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA. Gli strumenti finanziari e le strategie di investimento a marchio RobecoSAM che fanno riferimento a tali strumenti finanziari sono generalmente gestiti da Robeco Switzerland Ltd. RobecoSAM è il marchio registrato di Robeco Holding B.V. Il marchio RobecoSAM viene utilizzato per commercializzare servizi e prodotti che riflettono l’esperienza di Robeco in ambito di investimento sostenibile (SI). Il marchio RobecoSAM non costituisce una persona giuridica separata.