

Cosa c'è dietro il recente forte sell-off dei mercati e cosa dovrebbero fare gli investitori?

In termini semplici, il sell-off dei mercati azionari globali è il risultato dell'esaurimento di alcuni dei fattori che hanno dominato i mercati negli ultimi mesi. Alcuni di questi movimenti sono stati drastici: le esagerazioni al ribasso hanno fatto seguito alla precedente esuberanza che aveva spinto i mercati al rialzo. Tuttavia, l'attuale riprezzamento del rischio non mette in discussione gli elementi fondamentali che sono alla base delle aspettative di un contesto a medio termine costruttivo e favorevole agli investimenti, ovvero: la stabilizzazione economica in Europa dopo trimestri di crescita traballante, la normalizzazione economica negli Stati Uniti che vede un atterraggio morbido (soft landing) come ipotesi di base, infine il raffraddamento dell'inflazione e l'allentamento della politica monetaria.

Tre fattori dominanti sono stati decisivi per i mercati negli ultimi mesi:

- un'economia statunitense che ha mostrato **1.** una sorprendente tenuta degli indicatori economici nonostante la politica monetaria restrittiva e **2.** mercati che sfidavano la gravità, pur con segnali di rallentamento temporaneo e forte dispersione dei ritorni
- aspettative troppo ottimistiche per il settore tecnologico, tra cui ipotesi irrealistiche di ritorno sugli investimenti (ROI) per quanto riguarda gli investimenti su larga scala in tecnologie AI e
- il carry trade sullo yen.

Sebbene tutti questi punti fossero già noti, la loro confluenza nel giro di pochi giorni di trading ha provocato una nervosa reazione a catena da parte degli investitori del mercato azionario. I mercati azionari hanno perso tra l'8% e il 13% tra la metà di luglio e il 5 agosto. Tuttavia, la battuta d'arresto non è arrivata all'improvviso, poiché da settimane c'erano segnali che indicavano che la situazione generale del mercato azionario era diventata più suscettibile alle prese di profitto. Faremo quindi luce sulle forze trainanti dei recenti sviluppi, per poi considerare le implicazioni più ampie e le prospettive a medio termine.

Economia statunitense

Le aspettative di un rallentamento dell'economia statunitense hanno guidato gli investitori già all'inizio dell'anno, quando i mercati hanno ipotizzato fino a sei tagli dei tassi da parte della Fed nel 2024. Il dibattito ruotava intorno alla natura dell'atterraggio dell'economia: morbido o duro. Un atterraggio morbido (soft landing) implicava un rallentamento dell'economia statunitense dovuto alla politica monetaria restrittiva, fino a un arresto temporaneo caratterizzato da una recessione breve e poco profonda. Un atterraggio duro (hard landing) implicava una recessione più pronunciata. I dati sull'inflazione negli Stati Uniti per il primo trimestre del 2024 si sono rivelati più forti del previsto, e il mercato ha ritenuto che la Fed avrebbe dovuto tagliare i tassi di interesse solo leggermente, se non addirittura per nulla. Poi verso la fine del primo semestre del 2024 è emerso un terzo scenario, con grande sorpresa dei mercati: nessun atterraggio (no landing). Questo scenario prevedeva che le condizioni monetarie restrittive non portassero nemmeno a uno stallone e che l'allentamento della pressione inflazionistica permettesse comunque alla Fed di tagliare i tassi di interesse, determinando una riaccelerazione della crescita dopo una forma leggera di rallentamento. Ovviamente, questo sarebbe stato uno scenario da sogno per gli investitori.

Tuttavia, gli indicatori economici hanno mostrato alcuni segnali di rallentamento negli ultimi mesi. I mercati hanno interpretato dapprima le cattive notizie come buone, in quanto avrebbero dato alla Fed la possibilità di allentare la politica monetaria nel giro di breve tempo. Alcuni segnali di allarme sono stati ignorati, sulla base di dati del mercato del lavoro che sono rimasti ampiamente favorevoli. Ciò è avvenuto nonostante l'aumento del tasso di disoccupazione. I dati più recenti, tuttavia, hanno gettato acqua fredda sulle speranze che il rallentamento si mantenesse composto e ordinato. L'aumento recente del tasso di disoccupazione oltre i livelli di guardia ha innescato un movimento di correzione generalizzato. Infatti, il *sentiment* si stava già deteriorando a causa di altri due fattori: le aspettative eccessivamente ottimistiche per il settore tecnologico e l'esaurimento del carry trade dello yen.

Eccessi nella tecnologia/ AI (Artificial Intelligence)

Il boom tecnologico guidato dall'intelligenza artificiale ha dominato i mercati azionari statunitensi almeno dall'inizio del 2023, quando OpenAI ha fatto notizia con il suo chatbot ChatGPT. Questo boom ha spinto un gruppo di titoli azionari statunitensi di primaria importanza - a volte indicati come i Magnifici Sette - a un incredibile rally. Anche se la tecnologia AI è destinata a diventare una forza dominante e di trasformazione per gli anni a venire, la rapida impennata dei prezzi delle azioni ha causato qualche preoccupazione tra gli investitori. Durante la pubblicazione degli utili del secondo

trimestre del 2024, sono emersi alcuni dati che mettevano in dubbio le speranze degli investitori che gli enormi investimenti necessari alle aziende per fornire l'IA ai loro clienti avrebbero portato a un rapido aumento degli utili. In altre parole, sono emersi dubbi sul ROI (Return on Investment, Ritorno sugli Investimenti) a breve termine della spesa nell'IA, che hanno pesato soprattutto sulle grandi aziende tecnologiche. Inoltre, con un rapporto P/E (Price on Earnings, Prezzo su Utili) dell'S&P 500 pari a circa 20,5 volte le aspettative di guadagno a 12 mesi (soprattutto per le grandi società tecnologiche) rispetto a una media di 16,5 volte dal 2000, i mercati azionari statunitensi erano vulnerabili a queste preoccupazioni.

Il carry trade sullo yen

Il movimento di mercato più drammatico è stato la chiusura del cosiddetto "carry trade" sullo yen. In poche parole, il carry trade sullo yen prevede che gli investitori - per lo più hedge fund - prendano in prestito a basso costo yen giapponesi, investendo parte dei fondi in altre valute e in attività a più alto rendimento. Quando i costi di finanziamento aumentano e lo yen si rafforza - come nel caso dei rialzi dei tassi d'interesse della Banca del Giappone e dell'annuncio dell'intenzione di dare il via alla riduzione degli acquisti di asset - la posizione nel carry trade sullo yen deve essere chiusa per evitare grosse perdite. La chiusura del carry trade porta a grandi movimenti sui mercati valutari e a un sell-off degli asset rischiosi in cui gli investitori del carry trade avevano investito. Queste mosse hanno innescato perdite enormi nelle azioni giapponesi (cancellando tutti i guadagni dell'anno) e il recupero di valore dello yen nel giro di pochi giorni, con un'oscillazione percentuale a due cifre raramente vista su un periodo così breve.

Quali sono le prospettive economiche?

I fattori fondamentali menzionati in precedenza includevano segnali di un rallentamento più pronunciato dell'economia statunitense. Con l'ultimo rapporto sul mercato del lavoro statunitense, la cosiddetta regola di Sahm¹ ha superato una soglia che storicamente sarebbe compatibile con una recessione negli Stati Uniti. Tuttavia, pur prevedendo una recessione, la regola di Sahm non dice nulla sulla durata e sulla profondità della recessione. Inoltre, è importante notare che una parte significativa dell'aumento del tasso di disoccupazione è dovuta a una maggiore partecipazione piuttosto che a una vera e propria perdita di posti di lavoro. Inoltre, sebbene diversi indicatori economici chiave indichino un rallentamento dell'economia statunitense, non ci sono squilibri economici o finanziari misurabili che giustifichino una contrazione pronunciata. Inoltre, finora non ci sono state notizie di licenziamenti rilevanti e i bilanci delle imprese e delle famiglie rimangono relativamente solidi. Infine, non sappiamo se i segnali di allarme siano davvero indicativi di una recessione economica o se facciano ancora parte di un processo di normalizzazione.

Con il tasso di riferimento della Fed ai massimi da diversi decenni, la banca centrale statunitense ha anche una cassetta degli attrezzi ben fornita per contrastare qualsiasi rallentamento economico con tagli dei tassi di interesse. Durante l'ultima riunione del 31 luglio, due giorni prima della pubblicazione del rapporto sul mercato del lavoro che ha innescato il forte sell-off, la Fed ha più o meno preannunciato un taglio dei tassi a settembre se il mercato del lavoro avesse continuato a raffreddarsi. Questa dichiarazione, insieme al rapporto sul mercato del lavoro e all'ondata di vendite sui mercati, ha provocato un rapido e sostanziale calo dei rendimenti delle obbligazioni. È discutibile se il calo dei rendimenti statunitensi a lungo termine sarebbe stato più pronunciato se la Fed avesse tagliato i tassi durante l'ultima riunione.

Inoltre, l'attuale *sentiment* di mercato non introduce uno scenario completamente nuovo per l'economia statunitense. Si tratta piuttosto di un ritorno a uno scenario che era stato discusso alcuni mesi fa: un atterraggio morbido. Come accennato in precedenza, qualche tempo fa si è assistito a uno spostamento degli scenari da atterraggio morbido (con uno scenario di rischio di atterraggio duro) a non atterraggio. Gli ultimi dati rilasciati riportano in gioco uno scenario di atterraggio morbido. Sebbene uno scenario di atterraggio morbido non sarebbe un disastro per i mercati in generale, in uno scenario più sfavorevole, in cui le tensioni sui mercati finanziari hanno effetti negativi più forti sull'economia reale (attraverso l'aumento dell'incertezza e dell'avversione al rischio), le banche centrali interverrebbero per frenare la caduta (la Fed ha circa 200 punti base e la BCE circa 150 punti base di tagli potenziali prima di entrare in territorio neutrale, e questo può essere impiegato rapidamente, se necessario). Lo scenario di un atterraggio morbido è ancora probabile, dato che, pur essendoci un rallentamento misurabile in alcuni indicatori economici chiave, non ci sono squilibri

¹ La regola di Sahm confronta la media mobile a 3 mesi del tasso di disoccupazione statunitense con il minimo dei 12 mesi precedenti. Storicamente, se il primo ha superato il secondo di 0,5 punti percentuali, è seguita una recessione negli Stati Uniti.

significativi, non osserviamo crolli verticali e il contesto macroeconomico rimane piuttosto solido. Quest'ultimo aspetto è sostenuto da una solida stagione di comunicazione degli utili del 2° trimestre del 2024, che è stata caratterizzata da sorprese complessivamente positive sugli utili nonostante le aspettative già ambiziose, mentre diverse aziende hanno riportato prospettive più caute sulla domanda e sui consumi. Inoltre, non solo gli utili societari negli Stati Uniti sono migliorati, ma anche le vendite sono cresciute notevolmente, dipingendo un quadro generale piuttosto solido.

Tuttavia, le precedenti aspettative del mercato erano troppo rosee e non riflettevano adeguatamente i rischi. Come già detto, in alcuni casi i dati economici negativi sono stati interpretati come buone notizie, semplicemente perché rendevano più probabili i tagli dei tassi della banca centrale. Di conseguenza, una nuova valutazione del rischio è comprensibile e salutare. L'ovvia preoccupazione per gli investitori è che una volta che tale rivalutazione avviene a seguito di un rallentamento economico, non è del tutto chiaro dove si fermerà. Inoltre, questo riprezzamento avviene in un momento di scarsa liquidità del mercato, in cui è probabile che pochi investitori siano disposti a intervenire per sfruttare le opportunità prima che la situazione si sia stabilizzata.

È quindi prevedibile un periodo di maggiore volatilità. Le forti oscillazioni, in particolare a causa dell'esaurimento del carry trade sullo yen, potrebbero causare danni collaterali in mercati che altrimenti non sarebbero direttamente interessati, semplicemente perché alcuni investitori potrebbero avere la necessità di liquidare le posizioni non interessate per gestire il rischio a seguito di perdite subite altrove. Di conseguenza, è probabile che l'attuale contesto di maggiore incertezza e percezione del rischio persista per il momento fino a quando la certezza sulla politica della banca centrale, l'esito delle elezioni presidenziali statunitensi e la stabilizzazione dell'economia che ci aspettiamo inizieranno a ripristinare un po' di fiducia. Se le nostre aspettative si riveleranno corrette e si verificherà un rallentamento ma non una recessione negli Stati Uniti, la crescita in Europa riprenderà gradualmente fino al 2025 e la disinflazione continuerà, allora i mercati azionari rimarranno su un percorso di crescita di medio periodo.

Tuttavia, una volta che le acque si saranno calmate e la visibilità sarà migliorata, il repricing potrebbe offrire alcune interessanti opportunità. Gli investitori con portafogli bilanciati di obbligazioni e azioni dovrebbero essere in grado di approfittare di queste opportunità, poiché la buona notizia della recente correzione è che la tradizionale correlazione che porta a guadagni nel reddito fisso nelle fasi in cui si generano perdite nella parte azionaria del portafoglio rimane intatta. Pertanto, i guadagni nel reddito fisso possono essere utilizzati per entrare in azioni a valutazioni più convenienti. Inoltre, per gli investitori che sono rimasti in attesa durante il rally della prima metà del 2024 e non sono riusciti a impiegare la liquidità parcheggiata, il sell-off potrebbe offrire loro interessanti opportunità, consentendo loro di anticipare il calo dei tassi di interesse e di convertire i depositi in investimenti.

Per noi del team Investimenti di UniCredit, lo scenario centrale per il 2024 e oltre rimane intatto, in quanto il rallentamento economico negli Stati Uniti non ci ha colto di sorpresa. Raccomandiamo di sovrappesare le obbligazioni (che di recente hanno registrato una forte ripresa) e di mantenere intorno alla neutralità le azioni, mentre sottopesiamo la liquidità. Non vediamo alcun motivo per cambiare questa strategia. Con la stabilizzazione dell'economia europea (che si verificherebbe in caso di atterraggio morbido negli Stati Uniti), l'impatto della volatilità globale sui mercati europei sarà probabilmente limitato.

DISCLAIMER

La presente pubblicazione di UniCredit S.p.A., UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG e UniCredit Bank GmbH (di seguito congiuntamente "Gruppo UniCredit") è indirizzata ad un pubblico indistinto e viene fornita gratuitamente a titolo meramente informativo.

Essa non costituisce raccomandazione personalizzata all'investimento o attività di consulenza da parte del Gruppo UniCredit né, tantomeno, offerta al pubblico di alcun genere né un invito ad acquistare o vendere strumenti finanziari. Le informazioni fornite non sono da intendere come ricerca in materia di investimenti o come analisi finanziaria dal momento che, oltre a non avere i contenuti, non sono state preparate conformemente ai requisiti giuridici volti a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggette ad alcun divieto che proibisca le negoziazioni prima della diffusione della ricerca in materia di investimenti.

Il Gruppo UniCredit e le altre società del Gruppo UniCredit possono avere uno specifico interesse riguardo agli emittenti, agli strumenti finanziari indicati all'interno della pubblicazione. Si prega di fare riferimento a <https://www.unicreditresearch.eu/index.php?id=disclaimer>.

Eventuali stime e/o valutazioni contenute nella presente pubblicazione rappresentano l'opinione autonoma e indipendente del Gruppo UniCredit e, al pari di tutte le informazioni in essa riportate, sono date in buona fede sulla base dei dati disponibili alla data della pubblicazione, tratte da fonti attendibili, ma aventi valore puramente indicativo e suscettibili di variazioni in qualsiasi momento dopo la pubblicazione, sulla cui completezza, correttezza e veridicità il Gruppo UniCredit non rilascia alcuna garanzia e non assume alcuna responsabilità. Gli interessati dovranno pertanto effettuare le proprie valutazioni di investimento in modo del tutto autonomo e indipendente, facendo affidamento esclusivamente sulle proprie considerazioni delle condizioni di mercato e delle informazioni complessivamente disponibili, anche in coerenza con il proprio profilo di rischio e la propria situazione economica. Investire comporta dei rischi. Prima di qualunque investimento, prendere attenta visione della documentazione d'offerta relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

Si evidenzia inoltre che:

1. Le informazioni relative ai risultati passati di uno strumento finanziario, di un indice o di un servizio di investimento non sono indicative di risultati futuri.
2. Se l'investimento è denominato in una divisa diversa dalla divisa dell'investitore il valore dell'investimento può subire delle forti oscillazioni in funzione delle variazioni dei tassi di cambio e avere un effetto indesiderato sulla redditività dell'investimento.
3. Investimenti che offrono alti rendimenti possono subire delle forti oscillazioni in termini di prezzo a seguito di eventuali declassamenti del merito di credito. In caso di fallimento dell'emittente l'investitore può perdere l'intero capitale.
4. Investimenti ad alta volatilità possono essere soggetti ad improvvise e notevoli diminuzioni di valore, potendo generare rilevanti perdite al momento della vendita fino all'intero capitale investito.
5. In presenza di eventi straordinari può essere difficile per l'investitore vendere o liquidare taluni investimenti o ottenere informazioni attendibili sul loro valore.
6. Se le informazioni si riferiscono a uno specifico trattamento fiscale, si evidenzia che il trattamento fiscale dipende dalla situazione individuale del cliente e può essere soggetto a modifiche in futuro.
7. Se le informazioni si riferiscono a risultati futuri, si evidenzia che esse non costituiscono un indicatore affidabile di tali risultati.
8. La diversificazione non garantisce un profitto né protegge da perdite.

Il Gruppo UniCredit non potrà in alcun modo essere ritenuto responsabile per fatti e/o danni che possano derivare a chiunque dall'utilizzo del presente documento, tra cui, a mero titolo esemplificativo, danni per perdite, mancato guadagno o risparmio non realizzato.

I contenuti della pubblicazione – comprensivi di dati, notizie, informazioni, immagini, grafici, disegni, marchi e nomi a dominio – sono di proprietà di UniCredit S.p.A, UniCredit Bank Austria AG, Schoellerbank AG e UniCredit Bank GmbH se non diversamente indicato, coperti da copyright e dalla normativa in materia di proprietà industriale. Non è concessa alcuna licenza né diritto d'uso e pertanto non è consentito riprodurre i contenuti, in tutto o in parte, su alcun supporto, copiarli, pubblicarli e utilizzarli a scopo commerciale senza preventiva autorizzazione scritta delle società del Gruppo UniCredit salva la possibilità di farne copia per uso esclusivamente personale.

Le informazioni e i dati contenuti in questo documento sono aggiornati al 19 luglio 2024.