

L'incertezza può creare opportunità

MAGGIO 2025

AUTORE



Ross Cartwright
Lead Strategist
Strategy and Insights Group

Cos'è accaduto? Aumentano i rischi macro al ribasso

L'aggressiva imposizione di dazi da parte degli Stati Uniti ha fatto aumentare i già elevati timori geopolitici. La conseguenza è stata un drastico cambiamento non solo delle aspettative di crescita e di inflazione ma anche delle politiche fiscali, una dinamica in grado di erodere la fiducia negli asset statunitensi portando alla fuga di capitali esteri, come dimostra l'ampio movimento al ribasso segnato dal dollaro USA.

Gli effetti sull'inflazione potrebbero rivelarsi transitori, mentre l'impatto sulla crescita globale potrebbe essere più grave. Gli indicatori del sentiment sono decisamente negativi e i dati a breve termine potrebbero continuare a risentire del tentativo di imprese e consumatori di prendere in contropiede i dazi.

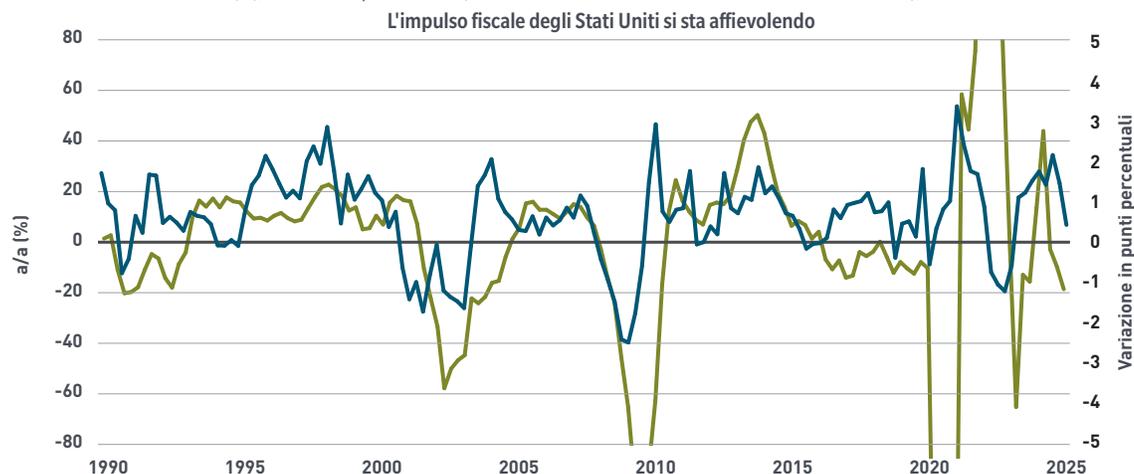
Gli effetti sui consumatori saranno probabilmente di vario tipo e porteranno a cambiamenti nei comportamenti d'acquisto.

Tra i fattori responsabili di tale cambiamento figurano il clima di fiducia negativo, che può spingere al rialzo i risparmi e al ribasso i consumi, e il timore di licenziamenti legati alla decelerazione degli scambi globali e al rallentamento degli utili societari. Vi è inoltre il rischio che alcuni marchi americani vengano presi di mira in risposta alle politiche dell'amministrazione statunitense. I dati già dimostrano una diminuzione dei turisti stranieri in visita negli Stati Uniti.

Sebbene i dati non mostrino ancora segnali significativi di debolezza economica, i prossimi mesi saranno cruciali. In aggiunta ai dazi, gli Stati Uniti stanno inasprendo la loro politica fiscale per ridurre il deficit. Il taglio della spesa pubblica è positivo per la salute finanziaria degli Stati Uniti nel lungo periodo, ma nel breve termine avrà ricadute negative sull'economia.

Figura 1: Gli Stati Uniti non possono più azionare la leva della spesa fiscale per generare crescita

■ Indice S&P 500, a/a (%), SX ■ Impulso fiscale (variazione a 1 anno del saldo di bilancio USA in % del PIL), DX



Fonte: Bloomberg. Dati trimestrali dal 31 dicembre 1989 al 31 marzo 2025.

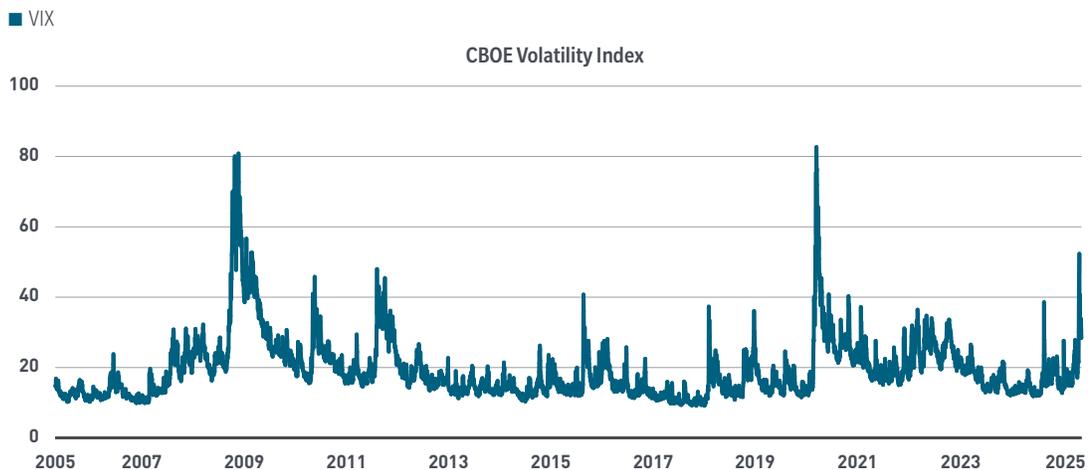
Perché è importante? *Volatilità di mercato in aumento*

Le transizioni creano attriti, e in contesti di questo tipo ci aspettiamo che la volatilità rimanga elevata.

Nel breve periodo i mercati azionari potrebbero reagire più agli annunci che ai dati, poiché gli analisti cercano di ricalibrare le loro aspettative sugli utili societari in un contesto macro e politico in costante evoluzione. Essendo grandi importatori, gli Stati Uniti vanno incontro a problemi di approvvigionamento molto più complessi e difficili da risolvere di un calo della domanda interna.

Riteniamo di conoscere sia la causa che la cura. Di solito, la volatilità è causata da eventi di mercato e i decisori politici si mettono d'accordo per risolvere i problemi. Anche se non è detto che le misure politiche sortiscano gli effetti sperati, in genere si muovono tutte nella stessa direzione. In questo caso, sono le politiche e la mancanza di trasparenza sugli obiettivi a generare volatilità. Correggere il tiro è possibile, ma non sappiamo se e quando ciò avverrà. Pertanto, non sorprende che le relazioni storiche stiano venendo meno, né che il dollaro USA e i Treasury si indeboliscano in un contesto di avversione al rischio.

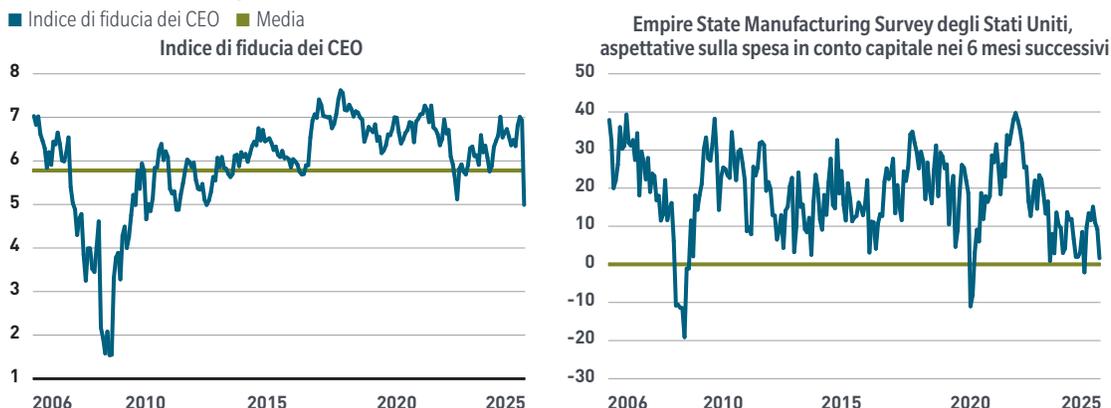
Figura 2: Volatilità del mercato azionario molto elevata



Fonte: Bloomberg, dati giornalieri dal 17 aprile 2005 al 17 aprile 2025.

Gli utili societari vanno incontro a un periodo difficile in quanto la crescita economica sembra destinata a rallentare a causa dei dazi e delle restrizioni commerciali. Resta da vedere quali saranno i dazi effettivi, a cosa approderanno i negoziati bilaterali e quali contromisure adotteranno gli altri paesi. Tutto questo crea un ambiente incerto per le aziende chiamate a prendere decisioni sulla spesa per investimenti a lungo termine. Fino a che non sarà fatta chiarezza sulle misure politiche, non è possibile sapere se gli impegni si trasformeranno o meno in investimenti, e ci vorranno anni per attuare i progetti e coglierne i frutti. Inoltre, ciò dovrebbe far salire il fabbisogno di capitale circolante, con un impatto negativo sui margini.

Figura 3: Brusco calo della fiducia delle imprese statunitensi e della spesa in conto capitale



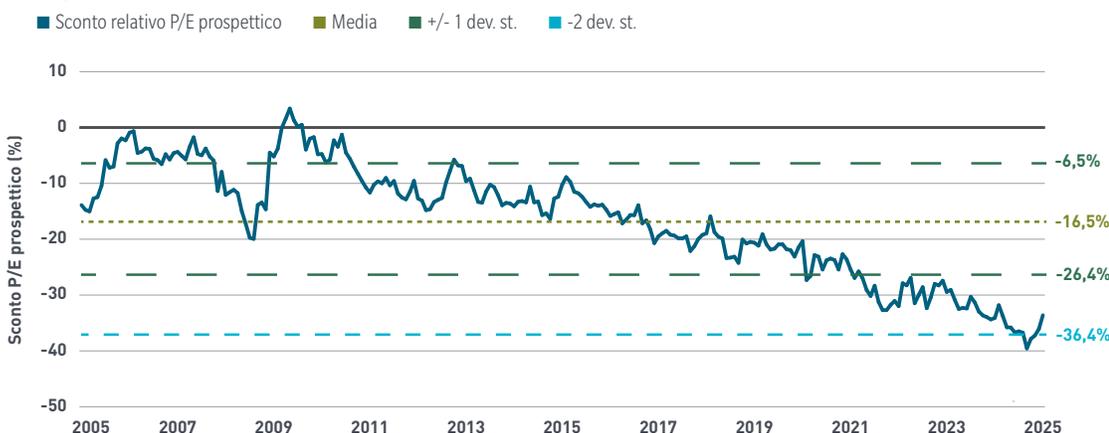
Fonte: FactSet Market Aggregates. Dati mensili dal 31 marzo 2005 al 31 marzo 2025. Prospettico = stime relative ai prossimi dodici mesi. USA = S&P 500. Azionario non USA = MSCI ACWI ex USA. Sconto P/E prospettico = P/E prospettico MSCI ACWI ex USA diviso per P/E prospettico S&P 500, SX.

Quali ripercussioni per gli investitori? Conoscere ciò che si possiede

I punti di partenza sono importanti, pertanto vale la pena allungare lo sguardo oltre gli Stati Uniti.

Le azioni statunitensi scambiano su valutazioni storicamente elevate, mentre i multipli globali rimangono in linea o al di sotto delle loro medie di più lungo periodo. Ora che gli Stati Uniti inaugurano una fase di inasprimento fiscale mentre Europa e Cina si muovono in direzione opposta, è bene valutare le allocazioni azionarie non statunitensi per diversificare i portafogli e ricercare un maggiore margine di sicurezza.

Figura 4: Forte sconto delle valutazioni azionarie non USA rispetto a quelle statunitensi

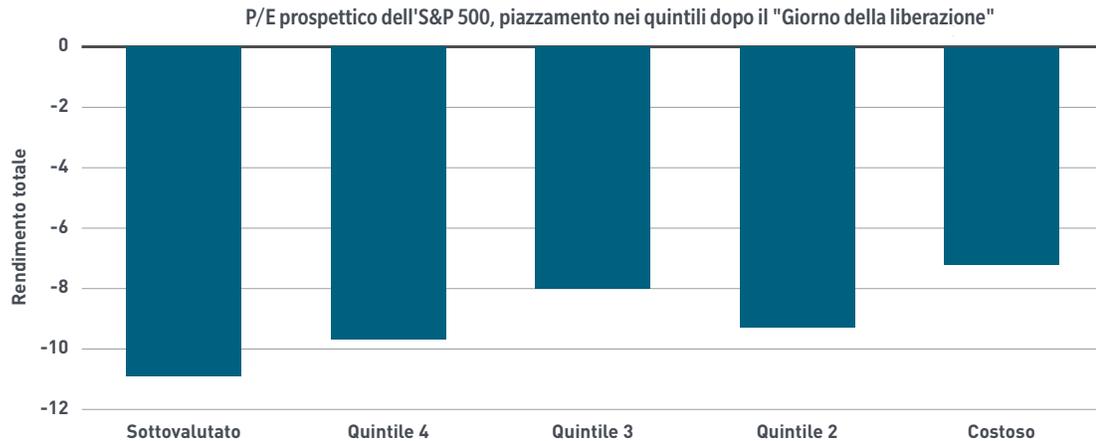


Fonte: FactSet Market Aggregates. Dati mensili dal 31 marzo 2005 al 31 marzo 2025. Prospettico = stime relative ai prossimi dodici mesi. USA = S&P 500. Azionario non USA = MSCI ACWI ex USA. Sconto P/E prospettico = P/E prospettico MSCI ACWI ex USA diviso per P/E prospettico S&P 500, SX.

In tale contesto, gli investitori devono andare in cerca di aziende resilienti in grado di gestire

l'incertezza. Le valutazioni, che determinano i cash flow e i rischi cui i cash flow sono soggetti, assumono una rilevanza crescente. Tutto questo porta a una maggiore dispersione tra settori e regioni, che dovrebbe avvantaggiare i gestori attivi che puntano a identificare i vincitori e a evitare i perdenti. Gli indici ampi potrebbero essere sovraesposti alle società e alle regioni più a rischio.

Figura 5: Valutazione, non valore: l'economicità non è necessariamente positiva



Fonte: FactSet Portfolio Analysis. Dati giornalieri dal 2 aprile 2025 al 21 aprile 2025. Titoli assegnati a quintili alti o bassi in base al P/E prospettico giornaliero; quintili equiponderati. Prospettico = relativo ai prossimi dodici mesi. Sottovalutato = Quintile 5 Costoso = Quintile 1.

Siate selettivi. Continuiamo a preferire i titoli non statunitensi rispetto a quelli statunitensi a causa delle valutazioni relative e delle divergenze nelle misure politiche. Riteniamo che l'attuale contesto favorisca l'alpha rispetto al beta. Mentre alcuni settori, regioni o fattori vanno incontro a ostacoli più impegnativi, le aziende, anche quelle che fanno cose simili, potrebbero essere colpite in misura diversa a seconda della base produttiva, delle catene di approvvigionamento e dei luoghi in cui operano. Quelle che forniscono prodotti critici non sostituibili e che sono dotate di pricing power sono avvantaggiate.

I vincitori del passato potrebbero non essere gli stessi di quelli del futuro. Le sorti possono cambiare quando il livello di perturbazione dei sistemi commerciali e finanziari globali porterà a cambiamenti strutturali. Premesso che la selettività rimane fondamentale, continuiamo a ritenere adeguato un orientamento difensivo e giudichiamo promettenti i seguenti posizionamenti:

- Nei paesi extra-USA, Europa e Giappone > Mercati emergenti
- Value > Growth
- Large cap > Small cap
- Basso beta > Alto beta

SINTESI: OPPORTUNITÀ NELL'INCERTEZZA

Le correzioni di mercato offrono opportunità agli investitori pazienti in grado di escludere il rumore e di concentrarsi su ciò di cui un'azienda ha bisogno per sopravvivere e potenzialmente prosperare non solo superando le turbolenze in corso ma anche adattandosi ai cambiamenti strutturali che ne derivano.

Non viviamo tempi normali; considerati i rischi di ribasso per la crescita e gli utili, gli investitori devono concentrarsi sui compounder resilienti dotati di asset di alta qualità a valutazioni ragionevoli.

L'impatto dei dazi cambierà da azienda ad azienda e dipenderà dalla struttura delle catene di approvvigionamento. Di questi tempi, è fondamentale conoscere ciò che si possiede.

Fonte: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® è un marchio commerciale e di servizio di Bloomberg Finance L.P. e delle sue collegate (collettivamente "Bloomberg"). Bloomberg o i licenzianti di Bloomberg detengono tutti i diritti di proprietà degli indici Bloomberg. Bloomberg non approva né avalla il presente materiale, né garantisce la precisione o la completezza delle informazioni ivi contenute, né rilascia alcuna garanzia, espressa o implicita, circa i risultati ottenibili dalle stesse e, nella misura massima consentita dalla legge, non potrà essere ritenuta responsabile di danni derivanti in relazione alle stesse.

Le opinioni espresse nel presente documento sono quelle di MFS Strategy and Insights Group, un'entità interna alla divisione distribuzione di MFS, e possono differire da quelle dei gestori di portafoglio e degli analisti di ricerca di MFS. Queste opinioni sono soggette a variazioni in qualsiasi momento e non vanno considerate alla stregua di una consulenza di investimento fornita dal Consulente, di una raccomandazione di titoli o di un'indicazione delle intenzioni di trading per conto di MFS. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino.

La diversificazione non garantisce un guadagno né una protezione dalle perdite. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

INFORMATIVA GLOBALE

Salvo laddove diversamente indicato, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi commerciali di MFS® e delle sue collegate e possono essere registrati in alcuni paesi.

Distribuito da:

Stati Uniti – MFS Institutional Advisors, Inc. ("MFSI"), MFS Investment Management e MFS Fund Distributors, Inc.; Membro del SIPC; **America Latina** – MFS International Ltd.; **Canada** – MFS Investment Management Canada Limited; **Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera:** pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K.) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS®, con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER. **Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera):** pubblicato in Europa da MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) – autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.a.r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravenga alla normativa locale; **Singapore** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nuova Zelanda** – MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") (ABN 68 607 579 537) è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO"). **Per gli investitori professionali in Cina** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Cina, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria; **Giappone** – MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'Articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento. **Per i lettori in Arabia Saudita, Kuwait, Oman ed Emirati Arabi Uniti (esclusi DIFC e ADGM). In Qatar questo documento è destinato esclusivamente a investitori sofisticati e a persone con un patrimonio netto elevato. In Bahrein questo documento è destinato esclusivamente a istituzioni sofisticate:** Le informazioni contenute nel presente documento sono destinate esclusivamente agli investitori professionali. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono e non devono essere interpretate come un'offerta, un invito o una proposta di offerta, una raccomandazione a presentare una richiesta, ovvero un parere o un'indicazione su un prodotto, un servizio e/o una strategia finanziaria. Sebbene sia stata posta la massima attenzione nell'assicurare l'accuratezza delle informazioni contenute nel presente documento, non ci si assume alcuna responsabilità per eventuali errori, sbagli o omissioni o per qualsiasi azione intrapresa facendo affidamento su di esse. È possibile riprodurre, diffondere e utilizzare questo documento (o parte di esso) solo con il consenso di MFS International U.K. Ltd ("MIL UK"). Le informazioni contenute in questo documento hanno scopo puramente informativo. Il presente documento non è destinato alla distribuzione al pubblico, che non vi deve fare affidamento. Le informazioni contenute nel presente documento possono includere dichiarazioni che non sono di natura puramente storica, ma che costituiscono invece "dichiarazioni previsionali". Queste includono, tra l'altro, proiezioni, previsioni o stime di reddito. Queste dichiarazioni previsionali si basano su determinate ipotesi, alcune delle quali sono descritte in altri documenti o materiali pertinenti. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, vi consigliamo di rivolgervi a un consulente finanziario autorizzato. Si prega di notare che qualsiasi materiale inviato dall'emittente (MIL UK) è stato inviato elettronicamente dall'estero. **Sudafrica** – Il presente documento e le informazioni in esso contenute non sono da intendersi e non costituiscono un'offerta pubblica di titoli in Sudafrica e di conseguenza non devono essere interpretati come tali. Il presente documento non è destinato alla diffusione al pubblico in Sudafrica. Il presente documento non è stato approvato dalla Financial Sector Conduct Authority e neanche MFS International (U.K.) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica.