

## Considerazioni mensili sui mercati azionari

### Autore



Ross Cartwright  
Lead Strategist  
Strategy and Insights Group

### In breve

- La legge di bilancio britannica sbloccherà il mercato azionario?
- Il timone dell'economia rimane nelle mani dei consumatori.
- Una volta per tutte, cosa sta succedendo all'oro?

### Quali sono le implicazioni della finanziaria britannica per gli investitori?

Dal mio ufficio londinese, non posso esimermi dal riflettere sugli effetti della prima finanziaria laborista del Regno Unito in quasi dieci anni e mezzo. Questa legge di bilancio segnala un evidente allentamento dei vincoli fiscali nonostante l'aumento della tassazione – dovuto principalmente all'incremento dei contributi previdenziali a carico dei datori di lavoro teso a sostenere i livelli elevati di spesa. Nel breve termine questa spesa potrebbe effettivamente stimolare la crescita, benché rischi di esercitare pressioni al rialzo sia sull'inflazione che sui rendimenti dei Gilt.

L'iniziale contegno mostrato dai mercati è da ricondurre alle dichiarazioni rese dal Cancelliere dello Scacchiere prima dell'annuncio della finanziaria. I mercati dei Gilt, di contro, hanno reagito con meno favore alla pubblicazione il giorno successivo di un rapporto in cui l'Office for Budget Responsibility ha illustrato in maggior dettaglio l'entità dell'indebitamento futuro. Le oscillazioni di prezzo non sono paragonabili alla brusca impennata registrata dai rendimenti dei Gilt due anni fa, durante il brevissimo mandato di Liz Truss; tuttavia, l'aumento dei costi di finanziamento e l'indebolimento della sterlina si traducono per gli investitori nella prospettiva di un contesto caratterizzato da tassi d'interesse strutturalmente elevati.

Per quanto riguarda le azioni, riteniamo che il consenso suggerisca una certa resilienza dinanzi all'aumento della tassazione e dei tassi d'interesse. Ciononostante, la prognosi di lungo termine per la crescita dipende dalla capacità della spesa per investimenti supplementare di superare forti criticità, quali il calo della produttività, l'inadeguatezza delle infrastrutture di trasporto e le sfide poste dal cambiamento climatico, dalla difesa e dal progresso tecnologico. L'aumento degli investimenti rappresenta un passo avanti ma è lungi dal soddisfare il mantra "investire, investire, investire" del Cancelliere Rachel Reeves. La strategia assomiglia di più al classico approccio "tassa e spendi", in quanto gran parte del nuovo debito è destinata alla spesa corrente.

Per poter guadagnare quel margine di manovra fiscale necessario a promuovere un aumento degli investimenti, il governo deve a nostro avviso coltivare un ambiente propizio agli investimenti del settore privato. Un approccio di questo tipo è fondamentale per uscire dalla traiettoria di bassa crescita e rilanciare i mercati azionari britannici.



## Il ruolo fondamentale dei consumatori

Il quadro macro favorevole continua a sostenere gli asset rischiosi. L'inflazione continua ad attenuarsi e, anche se non raggiungerà presto l'auspicato 2%, ci si avvicina abbastanza da consentire alle aziende di gestirla agevolmente. I tassi sulla liquidità stanno scendendo di pari passo con il tentativo delle banche centrali di allineare i loro tassi ufficiali a quelli che considerano essere livelli neutrali rispetto agli attuali impianti restrittivi. Le cifre relative al PIL rimangono solide e Francia e Germania sorprendono entrambe al rialzo, ma rimaniamo cauti su queste due economie. Anche la Cina è alle prese con diverse sfide, e molto dipende dal flebile pacchetto fiscale che si appresta a varare. L'occupazione e i salari rimangono solidi, anche se la volatilità del numero di occupati non agricoli negli Stati Uniti dovuta a revisioni, scioperi e uragani rende difficile delineare un quadro chiaro. A giudicare dalla compressione degli spread creditizi, alcuni investitori obbligazionari non sembrano nutrire grandi preoccupazioni sui cash flow o sulla redditività delle imprese.

Il motivo di ciò è la solidità dei consumi, che impedisce al "treno" di deragliare. Se guardiamo ai PMI, vediamo un'industria manifatturiera ed edilizia in difficoltà. Vista la fiacchezza dell'economia dei beni, è il vigore del terziario che continua a guidare la crescita. Ciò è emerso nuovamente e con chiarezza negli ultimi dati sul PIL degli Stati Uniti, che sono stati trainati dai servizi e dalla spesa pubblica. I salari reali e i bassi livelli di disoccupazione continuano a sostenere i consumi. Le fasce di reddito medio-alte, che sono i principali motori dei consumi, rimangono forti. Tuttavia, emergono segnali di stress tra i consumatori più giovani e con redditi più bassi, che dovrebbero comunque essere tra i maggiori beneficiari del calo dei tassi d'interesse.

La prosecuzione della crescita potrebbe innescare una nuova ondata di pressioni inflazionistiche. La domanda petrolifera ancora contenuta mitiga questo rischio, benché rimanga la possibilità di interruzioni alle forniture mediorientali. Gli Stati Uniti producono più energia di quella che consumano, e l'OPEC sta prorogando i tagli alla produzione per mantenere i prezzi elevati. Sul fronte della disoccupazione, la diminuzione delle posizioni aperte sta facendo salire il tasso di disoccupazione più dei grandi licenziamenti. Ma il calo dei lavori disponibili non è compatibile con le pressioni inflazionistiche.

Tutto ciò tratteggia un quadro favorevole per gli asset rischiosi, tra cui le azioni. A sostenere ulteriormente la salute del mercato azionario sono i continui segnali della ritrovata ampiezza della redditività societaria provenienti dalla stagione dei risultati. Questo non significa che ci troviamo in una fase di propensione al rischio da inizio ciclo. Dopo il QE, i tassi zero e il Covid, siamo rimasti bloccati in questa dinamica di mercato da picco/fine ciclo priva della distruzione creatrice di un tipico ciclo economico. Sebbene la maggiore ampiezza offra agli investitori più opportunità per sovraperformare anche al di là dell'IA e dei Magnifici Sette, bisogna comunque saper individuare le aziende valide dotate di fattori di supporto strutturali. Visti i livelli elevati dei multipli prezzo/utigli dell'S&P 500, riteniamo che gli investitori debbano concentrarsi sulla capacità degli utili e non dei multipli di trainare i corsi azionari.



## (Non) è tutto oro quel che luccica

Il rialzo del 33% su base annua dell'oro ha fatto scalpore. L'oro è da sempre considerato una copertura contro l'inflazione, la svalutazione monetaria e il calo del dollaro USA, nonché come un porto sicuro in tempi d'incertezza. Probabilmente è la copertura per eccellenza. Dunque perché sta guadagnando quota, e cosa bisogna fare?

Le ragioni alla base della recente e marcata rimonta del metallo giallo sono potenzialmente molte. Dopo molti anni in cui l'oro è rimasto sostanzialmente fermo – e francamente non ha funzionato come copertura – gli investitori istituzionali hanno ridotto il loro posizionamento, ma la situazione sembra stia mutando sia per effetto dell'attuale slancio che di altre ragioni, tra cui quelle che illustriamo a seguire.

- Le banche centrali hanno acquistato oro per diversificare i propri attivi dal dollaro USA, in particolare le banche centrali dei BRICS, che stanno cercando attivamente di spezzare l'egemonia del biglietto verde e sono restie a detenere dollari dopo il congelamento delle riserve in USD della Russia in seguito all'invasione dell'Ucraina.
- Le monete a corso legale hanno subito un deprezzamento, mentre le politiche fiscali dei governi sono diventate ultra-espansive.
- Esistono preoccupazioni geopolitiche che vanno dalle tensioni commerciali alle guerre vere e proprie.
- La crisi immobiliare e il rallentamento dell'economia in Cina e la stretta sui flussi transfrontalieri hanno fatto crescere ininterrottamente la domanda proveniente dalla regione asiatica.
- L'India è sempre stata un'acquirente di oro per il significato culturale attribuito a questo metallo prezioso. Negli ultimi anni la crescita dell'economia indiana ha accelerato in maniera significativa, e la domanda di oro è aumentata.
- I rincari dei prezzi imprimono slancio al metallo giallo, il che attira sempre più investitori.

Tuttavia, secondo il World Gold Council (WGC), le banche centrali hanno ridotto i loro acquisti di circa il 49%, il livello più basso degli ultimi due anni. L'aumento dei prezzi, inoltre, ha provocato un rallentamento della domanda di gioielli, che secondo il WGC contribuisce per il 40% alla domanda globale. La domanda di gioielli è scesa del 7% nel terzo trimestre.

Per valutare un investimento bisogna considerare tre variabili fondamentali: cash flow, crescita e rischio. L'oro è particolarmente difficile da valutare perché non ha un flusso di cassa, quindi gli investitori devono concentrarsi sulla capacità dell'aumento della domanda di spingere al rialzo i prezzi e considerare i rischi cui è esposta tale crescita. Sono stati costruiti vari modelli per cercare di calcolare il prezzo dell'oro. Molti di questi modelli sono legati a variabili macro come i rendimenti reali (con i quali l'oro è tradizionalmente molto correlato), ma negli ultimi anni sono ben pochi quelli risultati utili.

Il dietrofront delle banche centrali e il rallentamento della domanda di gioielli potrebbero frenare l'attuale slancio e nel breve termine potremmo andare incontro a un vuoto d'aria. Detto questo, il momentum è ancora a favore dell'oro e ciò lascia presagire una domanda costante del metallo prezioso come copertura per i portafogli. ▲



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.

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; **Bahrein** - Il presente documento non è stato approvato dalla Banca centrale del Bahrein, che non si assume alcuna responsabilità per i relativi contenuti. Non verrà effettuata alcuna offerta al pubblico nel Regno del Bahrein e il presente documento deve essere letto esclusivamente dal relativo destinatario e non deve essere trasmesso, rilasciato o mostrato al pubblico in generale. La Banca centrale del Bahrein non si assume alcuna responsabilità in merito all'accuratezza e alla completezza delle dichiarazioni e delle informazioni contenute nel presente documento e declina espressamente ogni responsabilità per qualsiasi perdita derivante dall'affidamento sulla totalità o su una parte del contenuto del presente documento. Il Consiglio di amministrazione e la direzione dell'emittente si assumono la responsabilità delle informazioni contenute nel presente documento. Per quanto a conoscenza del consiglio di amministrazione e della direzione, che hanno esercitato ogni ragionevole precauzione necessaria, le informazioni contenute nel presente documento sono corrispondenti ai fatti e non omettono alcun elemento suscettibile di influire sull'affidabilità di tali informazioni; **Kuwait** - Il presente documento non è destinato alla diffusione al pubblico in Kuwait. Le informazioni non sono state autorizzate per l'offerta in Kuwait dalla Kuwait Capital Markets Authority o da altre agenzie governative kuwaitiane competenti. Nessuna offerta privata o pubblica delle informazioni viene fatta in Kuwait e nessun accordo relativo alle informazioni verrà concluso in Kuwait. Per offrire o commercializzare le informazioni in Kuwait non viene fatto ricorso ad attività di marketing, sollecitazione o incitamento.; **Oman** - Per i residenti del Sultanato dell'Oman: le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono un'offerta pubblica di titoli nel Sultanato dell'Oman, come previsto dalla Legge sulle società commerciali dell'Oman (Decreto reale 4/74) o dalla Legge sul mercato dei capitali dell'Oman (Decreto reale 80/98). La diffusione di queste informazioni è limitata alle persone giuridiche che rientrano nella categoria degli investitori sofisticati (articolo 139 del Regolamento esecutivo della Legge sul mercato dei capitali). Il destinatario riconosce di essere un investitore sofisticato con esperienza in materia commerciale e finanziaria e di essere in grado di valutare i meriti e i rischi di un investimento.; **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; **Emirati arabi uniti** - Il presente documento e le informazioni in esso contenute non costituiscono né intendono costituire un'offerta pubblica di titoli negli Emirati arabi uniti e di conseguenza non devono essere interpretati come tali. Le informazioni vengono offerte solo a un numero limitato di investitori esenti negli Emirati arabi uniti che rientrano in una delle seguenti categorie di investitori qualificati non naturali: (1) un investitore in grado di gestire autonomamente i propri investimenti, vale a dire: (a) il governo federale, i governi locali, le autorità e gli enti governativi o le società interamente controllate da tali organismi; (b) gli enti e le organizzazioni internazionali; o (c) un soggetto autorizzato a svolgere un'attività commerciale negli Emirati arabi uniti, a condizione che l'investimento sia uno degli obiettivi di tale soggetto; o (2) un investitore rappresentato da un gestore di investimenti autorizzato dalla Securities and Commodities Authority (SCA), (ciascuno un "investitore qualificato non naturale"). Le informazioni e i dati non sono stati approvati dalla Banca centrale degli Emirati arabi uniti, dalla Securities and Commodities Authority, dalla Dubai Financial Services Authority, dalla Financial Services Regulatory Authority o da altre autorità di autorizzazione o agenzie governative competenti degli Emirati arabi uniti (le "Autorità"). Le Autorità non si assumono alcuna responsabilità per eventuali investimenti che il destinatario specificato effettua in qualità di investitore qualificato non naturale sulla base dell'accuratezza delle informazioni relative ai titoli. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, consigliamo di rivolgersi a un consulente finanziario autorizzato.; **Arabia Saudita** - Il presente documento non può essere distribuito nel Regno dell'Arabia Saudita ad eccezione dei soggetti autorizzati ai sensi dei Regolamenti sui fondi d'investimento emanati dalla Capital Market Authority. La Capital Market Authority non rilascia alcuna dichiarazione in merito all'accuratezza o alla completezza del presente documento e declina espressamente ogni responsabilità per qualsiasi perdita derivante da o sostenuta facendo affidamento su qualsiasi parte del presente documento. I potenziali acquirenti dei titoli offerti con il presente documento sono tenuti a effettuare le dovute verifiche in relazione all'accuratezza delle informazioni relative ai titoli. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, consigliamo di rivolgersi a un consulente finanziario autorizzato.; **Qatar** - Questo materiale/fondo viene offerto solo a un numero limitato di investitori che sono disposti e in grado di svolgere un'indagine indipendente sui rischi connessi a un investimento in tale materiale/fondo. Il materiale non costituisce un'offerta al pubblico ed è destinato all'uso esclusivo del destinatario specificato e non deve essere consegnato o mostrato ad altri soggetti (ad eccezione di dipendenti, agenti o consulenti autorizzati dal destinatario). Il fondo non è stato e non sarà registrato presso la Banca centrale del Qatar o ai sensi del diritto dello Stato del Qatar. Nessuna operazione sarà conclusa nella vostra giurisdizione e qualsiasi richiesta relativa al materiale/fondo dovrà essere effettuata al vostro contatto al di fuori del Qatar.