

L'economia aspira alla normalizzazione, tra "Covid dei bond" e banche centrali in tilt

A cura di Andrea Delitala, Head of Investment Advisory di Pictet Asset Management

21.12.2023

- ***La volatilità dei mercati finanziari negli ultimi mesi è da attribuire ad un "tantrum" delle obbligazioni USA, ovvero all'aumento dei rendimenti obbligazionari, soprattutto nelle parti lunghe, tra fine luglio e fine ottobre determinato da fattori per lo più di natura tecnica e poco legati ai fondamentali macroeconomici.***
- ***Una patologia che in autunno si è trasmessa anche alle azioni, spingendo al rialzo l'earning yield, ovvero comprimendo le valutazioni a parità di EPS. Con il rientro dei tassi, l'effetto valutativo ha sostenuto anche il rally azionario, in uno scenario di "soft-landing" ampiamente atteso dai mercati e dal consenso.***
- ***È inequivocabilmente in atto un processo di disinflazione, mentre le ombre della recessione tendono ad attenuarsi; Fed e Bce restano in attesa, sebbene il 13 dicembre la banca centrale americana abbia inaspettatamente espresso una visione decisamente più dovish che nelle precedenti riunioni del FOMC.***

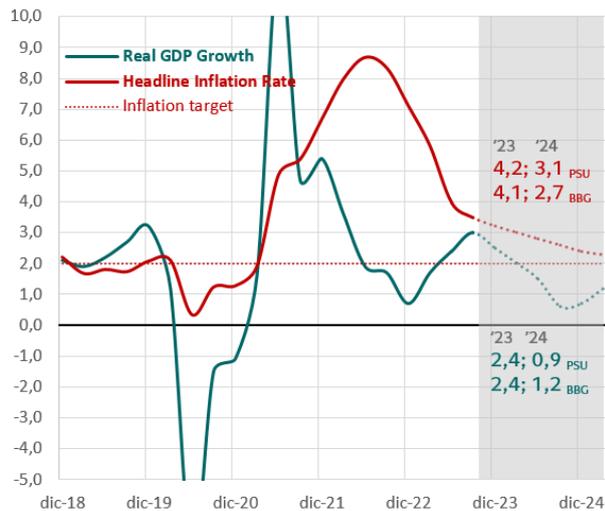
L'anno delle crisi-lampo, come sarà probabilmente ricordato il 2023, si appresta a concludersi con un rally di fine anno diverso da tutti gli altri grazie anche ad una Fed che ha completamente invertito la comunicazione sui tassi, in senso molto più accomodante. Gli ultimi mesi, in particolare, sono stati molto tormentati data la grande volatilità partita principalmente dai bond. È come se, soprattutto sulla parte lunga dell'obbligazionario americano, ci fosse stata un'epidemia di Covid, con il contagio che si è esteso anche all'azionario. E ora che è rientrato? Guardando l'andamento dell'economia, su entrambe le sponde dell'Atlantico, con l'idea della recessione che va sfumando (anche se non è scongiurata, specie in Europa), mentre il processo di disinflazione è decisamente in atto, le prospettive sembrano essere di una ritrovata normalità. Anche sui mercati.

Il punto sul ciclo economico: crescita sotto il potenziale ma rischio recessione attenuato

Proviamo ad analizzare ogni elemento in maniera organica. Innanzitutto, se guardiamo a che punto siamo nel ciclo economico, vediamo che nell'ultimo trimestre gli Stati Uniti hanno confermato una buona capacità di assorbire i forti contraccolpi di policy, testimoniata da un processo di disinflazione convincente nonostante una tenuta sostanziale dell'attività economica e dell'andamento dell'occupazione. Il processo di disinflazione sembra meno in discussione anche in Europa, dove nei mesi passati stava procedendo un po' più a rilento. E se la disinflazione non compromette la tenuta del livello di attività economica è perché la dinamica finora è stata guidata dalla normalizzazione dell'offerta. O meglio, dall'adeguamento dell'offerta al tenore di una domanda che è stata sostenuta, soprattutto in USA, dalle politiche economiche, dopo il rientro degli importanti colli di bottiglia nelle catene di approvvigionamento, vissute nella fase di riaperture post-pandemiche.

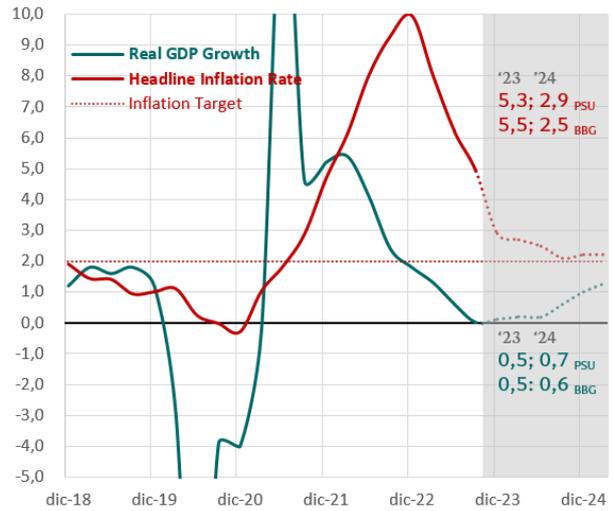
Da stagflazione a stabilizzazione. Soft Landing, o No Landing?

USA: crescita e inflazione (previsioni consenso 23 BBG, PSU)



Fonte: Bloomberg, Pictet Asset Management. Dati al 24.10.2023.

EZ: crescita e inflazione (previsioni consenso 23 BBG, e PSU)



Fonte: Bloomberg, Pictet Asset Management. Dati al 24.10.2023.

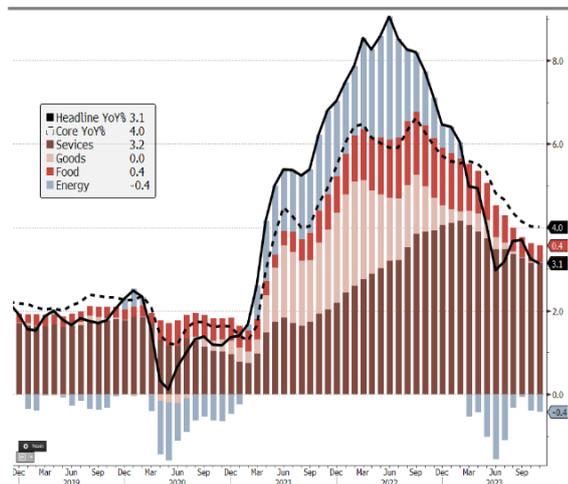
Quanto alle prospettive macroeconomiche, l'Europa mostra una maggiore flessione, in bilico sulla soglia tra crescita e recessione. Recessione che non è del tutto fugata neppure per gli USA, dove il maggior slancio dell'economia post Covid era stato determinato da un eccesso di risparmio ormai in via di esaurimento. Per l'America il *soft landing* rimane lo scenario favorito. Al momento le aspettative sono per una crescita un po' sotto il potenziale per quel che riguarda sia gli USA sia l'Europa: la prima poco sopra l'1% e la seconda poco sotto l'1%. Le previsioni, tuttavia, rischiano di essere volubili.

La disinflazione prosegue in Usa ed Europa, anche se la composizione del fenomeno inflattivo è differente

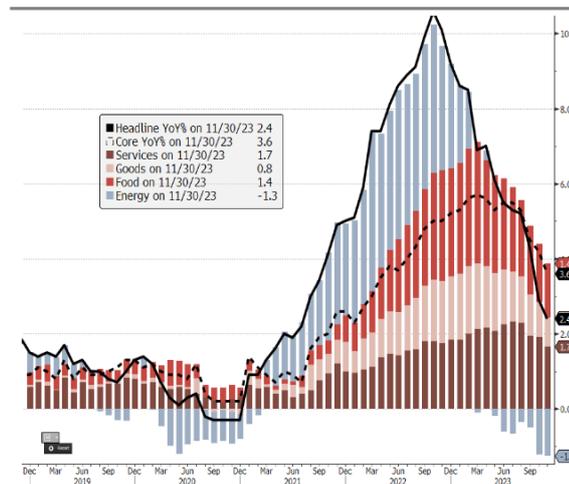
Meno incertezza sul fronte dei prezzi: il processo di disinflazione prosegue in maniera convincente, in USA e in Europa, anche se rimane diversa la natura della composizione dell'inflazione nei due mercati. Negli Stati Uniti ormai si parla di inflazione sostanzialmente da soli servizi, mentre l'inflazione da beni è rientrata. In Europa invece, c'è una componente residua di inflazione da beni e, soprattutto, di inflazione alimentare. Tuttavia, se ci concentriamo sulle componenti *core* depurate della parte volatile (qual è appunto quella alimentare), siamo sostanzialmente al 4% in America e al 3,6% in Europa.

Scomposizione dell'inflazione Headline: Beni, Servizi, Cibo, Energia

USA



Euro Area



Fonte: Pictet Asset Management, CEIC, Refinitiv, Bloomberg

Un elemento chiave per prevedere la forza del processo di disinflazione in atto in America è il mercato del lavoro. Infatti, quando si parla di servizi, si parla di forniture che impiegano principalmente forza lavoro. È chiaro, dunque, che il prezzo dei servizi dipenda in larga misura dalle dinamiche salariali; e queste a loro volta dall'equilibrio tra domanda ed offerta di lavoro. Il ritorno nella forza lavoro da parte di chi aveva lasciato la propria occupazione durante il Covid è stato un processo un po' lento. Mentre la domanda di lavoro (ricerca di lavoratori da parte delle aziende) proseguiva con tono sostenuto, a un certo punto, ogni disoccupato americano aveva a disposizione due posti di lavoro, il che dava la misura precisa di quanta domanda di lavoratori in eccesso ci fosse rispetto alla scarsa disponibilità di forza lavoro. Quel numero è sceso ormai all'1,4 e dovrebbe tendere a 1 che è storicamente compatibile con l'obiettivo implicito di inflazione salariale attorno al 3,5% (coerente con 2% di target d'inflazione più 1,5% di guadagni di produttività). Questo richiede un ulteriore aggiustamento di 2 milioni e mezzo circa di unità. Negli ultimi mesi questo aggiustamento è avvenuto in modo virtuoso, con una riduzione della domanda in eccesso, senza generare un gran sacrificio dal punto di vista occupazionale. Le *vacancies* sono scese da 12 milioni circa a poco meno di 9 e ci aspettiamo che questa tendenza prosegua nello scenario di *soft landing*, in quanto ci sarà meno euforia nelle assunzioni.

Banche Centrali: una comunicazione poco coerente della FED che alimenta le attese di ribassi... forse troppo

Infine, c'è il nodo delle banche centrali. Fed e Bce hanno lasciato i tassi invariati anche nell'ultima riunione dell'anno, come previsto. Ma la Fed ha completamente capovolto la narrativa di un trimestre fa, stimando che il tasso di riferimento scenderà al 4,6% per dicembre 2024 (dal 5,1% del FOMC di settembre) e suggerendo dunque tre tagli nel 2024. In qualche modo la Fed ha assecondato la tendenza di mercato, in cui da un po' si parla del prossimo ciclo di ribassi, e non più di quale sia il *terminal rate*, che in pratica è ormai stato raggiunto, con il 5,5% per l'America e il 4% per l'Europa. A settembre il mercato aveva metabolizzato con fatica una *hawkishness* convinta motivata da Powell con il maggior pericolo inflattivo di una politica accomodante; il 13 dicembre invece abbiamo sentito il presidente della Fed affermare che il mandato della Banca Centrale USA sia tornato a tutti gli effetti binario, in pratica ridando peso anche all'obiettivo della piena occupazione. Questa improvvisa *dovishness* dei toni, non ascrivibile ai dati più recenti, e tantomeno alle condizioni finanziarie (ben più accomodanti di un mese fa) ci sembra dunque più l'esito di un ripensamento del FOMC forse convinto ad accompagnare il processo disinflattivo con un ribasso dei tassi nominali (limitando il *tightening* in termini reali). Il cambio di marcia, giustificato nella sostanza anche se non nei modi, ha alimentato la volatilità del mercato che si è posizionato ben oltre la Fed, con attese di 6 tagli per il 2024: questo percorso dei tassi di politica monetaria pare ora un po' ottimistico a meno che non ricompaia il rischio di recessione.

Il tantrum dei bond: perché l'anomalia è rientrata (la spiegazione sta nella sua causa)

È essenziale comprendere cosa sia successo sui mercati negli ultimi mesi per cercare di capire come si muoveranno bond e azioni nel prossimo trimestre. Partiamo da quello che definiamo il *tantrum* dei bond, un eccesso dell'obbligazionario, che ha finito per contagiare anche l'azionario. Da fine luglio, anche i tassi sulle scadenze da tre a dieci anni, soprattutto in USA, si sono portate ad un livello molto superiore rispetto a quello di neutralità, ovvero del livello di equilibrio di lungo termine (stimato in termini reali attorno allo 0,5% o almeno all'interno di un intervallo 0-1%). Questo si giustificerebbe solo con una capacità del sistema di sopportare tassi reali molto più elevati di quello che normalmente è ritenuto verosimile. È una replica del 2013, quando l'allora presidente della Fed Ben Bernanke aveva di punto in bianco presagito la fine degli acquisti di titoli di Stato da parte della Fed. Qualcosa di simile è successa adesso e, come allora, prima il mercato si è spaventato (tra luglio e fine ottobre) e poi è poi tornato sui propri passi addirittura più velocemente di allora: il tasso swap (OIS) a termine (5Y5Y) è ora a 0,8% dopo aver toccato il massimo di 1,75%. Il *tantrum* ha poco a che fare non con la politica monetaria immediata, con le aspettative d'inflazione o con movimenti nel premio di rischio dell'emittente Tesoro

USA; si tratta quindi di una dinamica dei tassi reali essenzialmente dovuta ad un valore residuo (nella scomposizione dei rendimenti) detto *Term Premium*.

Il *term premium* è il rendimento in eccesso, che l'investitore chiede per acquistare il titolo a lunga scadenza, rispetto alla sua previsione sull'andamento dei tassi a breve. Questo valore non può cambiare a ritmi frenetici: è chiaro che il mercato sia andato nel panico, tra luglio e ottobre, forse a causa dell'eccesso di offerta di obbligazioni del Tesoro americano. In parte il Tesoro stesso ha poi ridimensionato leggermente il suo programma di emissione, ma riteniamo che il mercato sia tornato sui propri passi spontaneamente. Pertanto, se il *tantrum* dei bond è sostanzialmente un *tantrum* del *term premium*, può essere ritenuto un fatto transitorio. Questo peraltro è già rientrato su valori ragionevoli, consentendo ai tassi forward di riavvicinarsi ai livelli di neutralità, il che rende meno cogente, almeno tatticamente, la view costruttiva sull'obbligazionario, finché non saremo sicuri che l'inflazione sia sconfitta e il ciclo economico stabilizzato. In termini nominali, i bond hanno toccato un picco del 5% sul decennale e ora sono rientrati a ridosso del 4%. Per aspettarsi di più nel breve servirebbe forse una ragione macroeconomica: tra un anno forse vedremo livelli anche del 3,5%, se l'inflazione sarà sconfitta definitivamente e se le banche centrali avranno dato il loro benestare. Certo è che tutto il fenomeno descritto non è stato di natura inflazionistica.

Tassi a termine reali in usa ed EMU

Tassi (OIS) a 5Y tra 5Y in termini reali: differenza tra Tassi di interesse Swap e Tassi Swap d'inflazione forward (5Y5Y)



Azionario: perché le prospettive sono interessanti (ed è meno caro di quel che appare)

Quello che è successo nell'ultima parte dell'anno, anche sul fronte azionario, è di fatto gravitato tutto intorno all'obbligazionario. A inizio anno i bond avevano rendimenti reali in salita, senza che questo disturbasse la buona performance azionaria trainata dalla tecnologia in USA, con prezzi in salita a parità di *earnings*, poiché resisteva l'idea che un'economia sana potesse sopportare tassi più elevati senza che venissero meno le attese sulla crescita degli utili. Successivamente l'accelerazione nella salita dei rendimenti obbligazionari - non giustificata da fondamentali, ma dal *term premium* - è stata la spina nel fianco finanziaria che ha contagiato l'azionario. Ora che il *tantrum* dei bond sembra rientrato, si è innescato un rally azionario consequenziale. In questo senso il rally di fine anno è diverso dal solito, perché si tratta di un fenomeno guidato dalla normalizzazione dell'anomalia sui bond.

Il momento è propizio sul fronte dei portafogli per prendere profitto sull'obbligazionario e stare in attesa sull'azionario. Il mercato ha ancora prospettive abbastanza buone per gli utili americani, che però sono limitate a un gruppo molto concentrato di aziende. Sul fronte utili, di recente si è vista anche una certa ripartenza europea e una buona tenuta del Giappone. Le nostre previsioni sulla crescita utili per l'anno prossimo sono più caute rispetto a quelle del mercato: per l'America stimiamo un 2% e per

l'Europa un 3,6%, contro rispettivamente l'11% per l'America e il 5,7% per l'Europa previsti dal mercato. La partita si giocherà sui fondamentali. Il rapporto prezzo/utili del titolo mediano dell'S&P500 non è lontano dalla media storica; le società protagoniste di quest'anno, le magnifiche sette, hanno valutazioni elevate cui si accompagna una capacità di generare utili superiore a quella del mercato. Si tratterà di capire fin dove andrà avanti la capacità di innovare e mantenere la redditività di queste società sulla frontiera tecnologica.

Questa fine di 2023 ci ha offerto la buona notizia della normalizzazione del mercato obbligazionario, ma il regime di correlazione non si è ancora stabilizzato. Ci sono le condizioni affinché il 2024 possa essere l'anno del ritorno a correlazioni più utili ad una costruzione di portafoglio.

Le informazioni, opinioni e stime contenute nel presente documento riflettono un'opinione espressa alla data originale di pubblicazione e sono soggette a rischi e incertezze che potrebbero far sì che i risultati reali differiscano in maniera sostanziale da quelli qui presentati.

Il Gruppo Pictet

Fondato a Ginevra nel 1805, il Gruppo Pictet è uno dei principali gestori patrimoniali e del risparmio indipendenti in Europa. Con un patrimonio gestito e amministrato che ammonta a circa 653 miliardi di euro al 30 giugno 2023, il Gruppo è controllato e gestito da otto soci e mantiene gli stessi principi di titolarità e successione in essere fin dalla fondazione. Il Gruppo Pictet, con oltre 5.300 dipendenti, ha il suo quartier generale a Ginevra e altre sedi nei seguenti centri finanziari: Amsterdam, Barcellona, Basilea, Bruxelles, Dubai, Francoforte, Hong Kong, Londra, Losanna, Lussemburgo, Madrid, Milano, Montreal, Monaco di Baviera, Nassau, New York, Osaka, Parigi, Principato di Monaco, Roma, Shanghai, Singapore, Stoccarda, Taipei, Tel Aviv, Tokyo, Torino, Verona e Zurigo. Pictet Asset Management ("Pictet AM") comprende tutte le controllate e le divisioni del Gruppo Pictet che svolgono attività di asset management e gestione fondi istituzionali. Fra i principali clienti si annoverano alcuni dei maggiori fondi pensione, fondi sovrani e istituti finanziari a livello mondiale.

Contatti Stampa:

BC Communication

Beatrice Cagnoni | Tel. +39 335 5635 111 | beatrice.cagnoni@bc-communication.it

Lucrezia Pisani | Tel. +39 347 6732479 | lucrezia.pisani@bc-communication.it

Carla Parisi | Tel. +39 339 5796751 | carla.parisi@bc-communication.it