

Dal soft-landing al no-landing

A cura della Strategy Unit di Pictet Asset Management

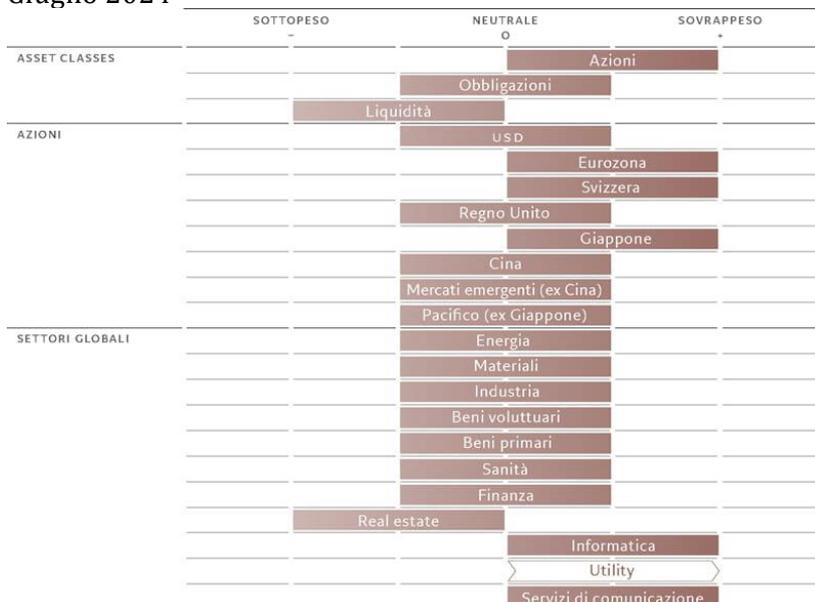
17.06.2024

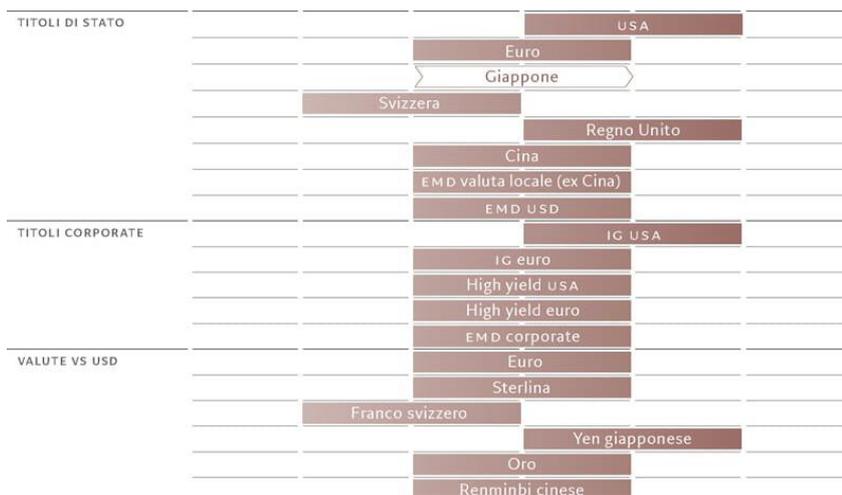
- **Con l'avvio del ciclo di allentamento monetario, le economie emergenti e dell'Australia mostrano segnali positivi, mentre le economie sviluppate, incluse quelle di Eurozona e Regno Unito, sono in miglioramento.**
- **Il settore delle utilities sta crescendo, trainato dalla transizione energetica. Prevediamo anche che il settore tecnologico continuerà a performare bene.**
- **Riteniamo i Treasury USA e i gilt britannici interessanti, mentre siamo neutrali sui titoli di Stato giapponesi. Lo yen giapponese risulta sovrappesato per la sua valutazione interessante e la copertura contro eventuali peggioramenti dell'economia globale.**

Non molto tempo fa, i mercati erano convinti che gli Stati Uniti sarebbero entrati in recessione nel corso dell'anno, trascinando con sé il resto del mondo. Ora lo scenario più probabile non è né una recessione né un atterraggio morbido, ma piuttosto ci si aspetta che l'economia prosegua nella stessa direzione degli ultimi mesi, con solo una modesta decelerazione di breve durata. In questo contesto, prevediamo che le azioni renderanno più del reddito fisso e rimaniamo quindi sovrappesati sulle azioni e neutrali sulle obbligazioni. Continuiamo a sottopesare la liquidità, dato l'avvio del ciclo di allentamento monetario globale, anche se la Federal Reserve sembra muoversi in ritardo rispetto alle altre banche centrali dei mercati sviluppati. Questo quadro favorevole non è tuttavia privo di rischi. Le elezioni statunitensi di quest'anno potrebbero causare notevoli turbolenze, visto che i sondaggi danno Donald Trump testa a testa col presidente in carica Joe Biden. Inoltre, alcuni economisti iniziano a temere che gli Stati Uniti possano dover ricorrere ad ulteriori aumenti dei tassi a fronte delle politiche fiscali accomodanti, mentre altri ritengono che un hard landing accidentale sia tuttora possibile. Vale la pena tenerne conto, dato che l'80% degli asset viene scambiato al di sopra del trend storico: la propensione al rischio è dunque robusta.

Fig.1 - Griglia mensile dell'asset allocation

Giugno 2024





Fonte: Pictet Asset Management.

I nostri indicatori sul ciclo economico stanno registrando segnali positivi in merito ai mercati emergenti e all'Australia, determinando un upgrade nel punteggio. I mercati emergenti, e non da ultima la Cina, sono in prima linea nel ciclo di allentamento, essendo stati rapidi nell'inasprire la politica monetaria a fronte dell'aumento dell'inflazione post-Covid. Questo dovrebbe sostenere la crescita. Le economie sviluppate mostrano una performance economica più modesta, ma nell'eurozona e nel Regno Unito si assiste già ad un miglioramento dell'attività. Per il momento, manteniamo la nostra posizione neutrale per l'economia statunitense. Riteniamo che il tasso di crescita rallenterà, passando da circa il 3% ad un valore più vicino all'1%, prima di recuperare nuovamente terreno verso il livello potenziale entro la fine dell'anno. Gran parte di questa temporanea debolezza potrebbe essere indotta da un ritorno del consumo di servizi a livelli più normali: il reddito reale disponibile cresce di solo la metà del suo ritmo potenziale, mentre rallenta anche la crescita dei prestiti al consumo. Prevediamo che l'inflazione non scenderà al di sotto del 3,5% nel corso dell'anno, costringendo la Fed a mantenere i tassi elevati per un periodo più lungo, anche se ciò non elimina la possibilità di tagli preventivi.

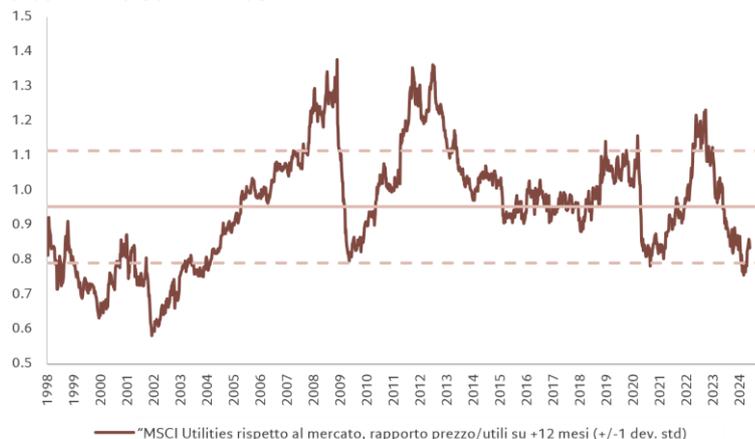
I nostri indicatori relativi alla liquidità mostrano percorsi divergenti delle banche centrali. La Fed è incline a tagliare i tassi e sembra disposta a ridurre il quantitative tightening, ma è ancora frenata da un'inflazione persistente. I suoi dot plot suggeriscono tagli di uno o due quarti di punto per il 2024; se e quando ciò avverrà, prevediamo una ripresa dei prestiti privati che rischierà a quel punto di risvegliare l'inflazione. Le banche centrali del Vecchio Continente, invece, stanno tracciando i propri percorsi di allentamento, con Svizzera e Svezia che si stanno già muovendo, seguite dalla Banca Centrale Europea. Prevediamo tagli da parte della BCE due volte superiori rispetto alla Fed in questo ciclo di allentamento. La Cina ha iniziato ad alleggerire gradualmente la pressione, mentre le economie dell'America Latina e dell'Europa orientale stanno iniziando a guadagnare terreno grazie all'allentamento della politica monetaria.

Regioni e settori azionari: oltre i tecnologici

È giunto il momento di guardare oltre i produttori di chip e le piattaforme di social media. I titoli delle utilities stanno finalmente godendo di un forte slancio e, poiché sono stati così poco apprezzati fino a poco tempo fa, le valutazioni sono ancora interessanti. Il settore scambia con un rapporto price/earning a termine su 12 mesi di 14,5 volte, rispetto al rapporto di 17,5 volte dell'indice MSCI All Country World (Fig. 2). Un'imminente impennata della domanda di elettricità dovrebbe avere riflessi positivi sulle prospettive di utili: la transizione verso un regime a zero emissioni provocherà un passaggio verso i veicoli ed i sistemi di riscaldamento elettrici, mentre la diffusione dell'AI e dei dispositivi ad essa connessi sta generando enormi quantità di dati, alimentando la necessità di data center sempre più energivori per poterli elaborare e archiviare in modo sicuro. Per questi motivi, abbiamo portato a sovrappeso la posizione delle utilities. La transizione aggiunge anche un grado di difensività al nostro posizionamento, che può risultare vantaggioso in caso di rallentamento dell'attività economica.

Fig.2 - Alternative ai titoli tecnologici

Settore globale delle utilities vs mercato in generale: variazione relativa del rapporto price/earning a termine su 12 mesi



Fonte: IBES, Pictet Asset Management. Dati relativi al periodo 01.01.1998-29.05.2024.

Ciononostante, ci aspettiamo che il settore tecnologico continui a registrare una forte performance, sia per quanto riguarda l'IT che i servizi di comunicazione. A nostro avviso, le tendenze di crescita secolare giustificano le valutazioni attuali nonostante il recente indebolimento della dinamica degli utili delle Big Tech (che viene ancora rivista al rialzo, ma non con la stessa rapidità di prima). Nei servizi di comunicazione, i buyback azionari superiori alla media, che ammontano ad un "rendimento netto da buyback" del 3,5% rispetto al 2% per il mercato complessivo, presentano un ulteriore interrogativo.

Passando alle regioni, vediamo il miglior potenziale nei mercati sviluppati al di fuori degli Stati Uniti, ad esempio in eurozona, Svizzera e Giappone. Tutti e tre i mercati offrono valutazioni molto più interessanti rispetto agli Stati Uniti, di gran lunga la regione più costosa del nostro modello. Le prospettive per l'eurozona sono sostenute da una lettura positiva dei nostri indicatori anticipatori, mentre la Svizzera offre una dinamica positiva degli utili societari e titoli di qualità a un prezzo ragionevole. Infine, il Giappone dovrebbe trarre beneficio dai miglioramenti alla governance aziendale e dalla combinazione di politica monetaria accomodante e yen debole. Restiamo neutrali sui titoli dei mercati emergenti, sebbene il contesto economico stia migliorando, poiché l'allentamento monetario paga e il commercio globale si sta riprendendo. Un eventuale dollaro più debole potrebbe rivelarsi il catalizzatore per un upgrade.

Reddito fisso e valute: opportunità in USA e UK; JGB ipervenduti

Poiché l'economia statunitense sta rallentando rispetto al mondo sviluppato, riteniamo che i linker siano una buona riserva di valore, soprattutto perché prevediamo che l'inflazione impiegherà un po' più di tempo per raggiungere l'obiettivo del 2% fissato dalla Fed rispetto alle convinzioni del mercato o della stessa banca centrale. Abbiamo portato la nostra posizione sui titoli di Stato giapponesi (JGB) da sottopeso a neutrale. Negli ultimi mesi, i JGB sono stati sottoposti a pressioni in quanto le aspettative di una stretta aggressiva da parte della Bank of Japan si sono intensificate. Ma con la banca centrale che ora sta cercando di adottare un approccio più graduale, prevediamo una ripresa dei rendimenti, soprattutto ora che l'economia giapponese è a rischio recessione. Inoltre, l'attuale rendimento dei JGB sembra particolarmente interessante per gli investitori esteri in termini di copertura. I JGB a 10 anni offrono un rendimento di circa il 6,5% con copertura in dollari, rispetto al 4,5% dei Treasury USA (Fig.3).

Fig.3 - Vento in poppa

Rendimento JGB con copertura a 10 anni rispetto ai Treasury USA



Fonte: Bloomberg, Pictet Asset Management, dati relativi al periodo 29.05.2014 - 29.05.2024 *Costo di copertura stimato per swap di valute a 3 mesi.

Rimaniamo sovrappesati sui gilt britannici. La crescita economica del Regno Unito rimane debole, il che dovrebbe consentire un calo dell'inflazione e permettere alla Bank of England di tagliare i tassi. Prevediamo tagli totali di circa 75 punti base entro la fine dell'anno, uno scenario più accomodante rispetto a quanto attualmente scontato dal mercato. In ambito creditizio, restiamo sovrappesati anche sulle obbligazioni statunitensi investment grade. Nonostante la crescita moderata, le società statunitensi stanno registrando utili solidi, margini resilienti e la leva finanziaria è bassa, cosa che si tradurrà in tassi di insolvenza inferiori alle medie storiche. Per gli investitori nel mercato del reddito, quello statunitense di alta qualità offre un rendimento più interessante rispetto alle azioni high dividend. Nei mercati valutari continuiamo a sovrappesare lo yen giapponese, che probabilmente trarrà maggior profitto da una debolezza del dollaro una volta che la Fed inizierà a tagliare i tassi d'interesse nel corso dell'anno. Lo yen offre anche una copertura nel caso in cui l'economia globale dovesse subire una svolta negativa inaspettata. Infine, sottopesiamo il franco svizzero; i suoi fondamentali a lungo termine potrebbero essere interessanti, ma la posizione accomodante della Banca nazionale svizzera indica un ulteriore indebolimento della valuta.

In generale, i nostri indicatori tecnici mostrano una solida propensione al rischio da parte del mercato: i titoli azionari godono di un forte slancio in tutti i mercati principali, ad eccezione del Giappone, e gli indicatori del sentiment degli investitori statunitensi sono di nuovo elevati, ma non a livelli estremi. Le posizioni sui futures dell'S&P 500 sono al livello più alto del range storico. Le obbligazioni giapponesi sono tatticamente ipervendute. Le posizioni lunghe in oro e rame sono al limite.

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 705 miliardi di euro al 31 marzo 2024, 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 5.400 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

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

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

Chiara Cattaneo | Tel. +39 340 9597461 | chiara.cattaneo@bc-communication.it