

Asset allocation: azioni ancora in ascesa

A cura della Strategy Unit di Pictet Asset Management

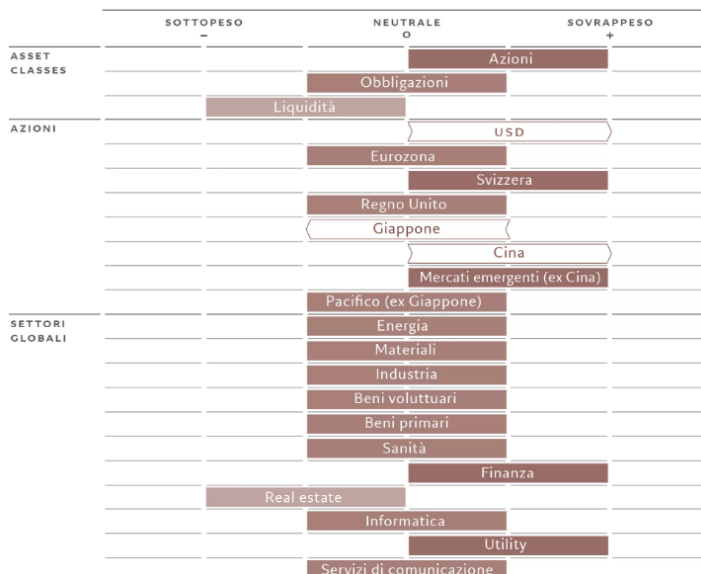
21.11.2024

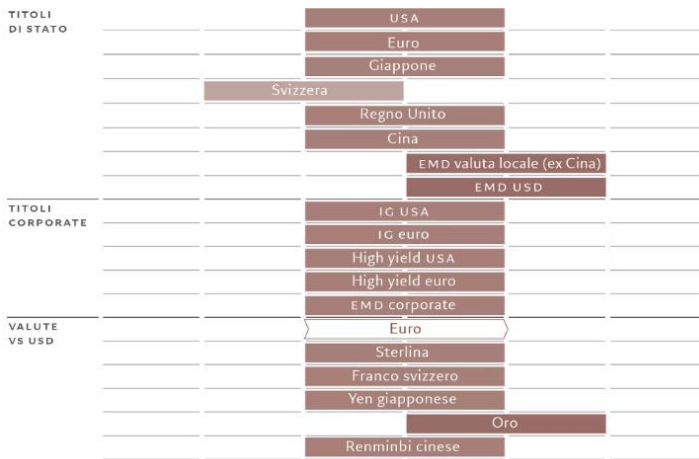
- I principali indicatori anticipatori sono migliorati in tutto il mondo mentre i tassi d'interesse sono in calo: un evento piuttosto raro e positivo per i mercati azionari. In particolare, restiamo sovrappesati nel settore finanziario e nei servizi di pubblica utilità difensivi.
- Le attuali e future divergenze nelle politiche andranno a schiudere varie opportunità di investimento tattico nei mercati del reddito fisso e delle valute. Al momento rimaniamo ottimisti sul credito europeo e statunitense, sia high yield che investment grade, e continuiamo a sovrappesare il debito dei mercati emergenti, con una preferenza per il debito in valuta locale.

Ottobre è stato un mese difficile per i mercati e l'azionario globale. L'escalation del conflitto in Medio Oriente e la volatilità generata dalle elezioni presidenziali statunitensi hanno suscitato negli investitori preoccupazione per la salute dell'economia globale. Sia azioni che obbligazioni hanno chiuso il mese in rosso, ma con una sovraperformance delle prime grazie a utili societari relativamente solidi. La nostra analisi mostra che i bilanci delle imprese e delle famiglie sono generalmente in buone condizioni, suggerendo un atterraggio morbido dell'economia statunitense - fattore positivo per gli utili societari. Inoltre, i principali indicatori anticipatori sono migliorati in tutto il mondo mentre i tassi d'interesse sono in calo, un evento piuttosto raro e un buon segnale per i mercati azionari. A ciò, va poi aggiunta la questione liquidità: con gli ultimi stimoli monetari messi in atto dalla Cina, l'immissione di liquidità sta crescendo a un tasso superiore alla crescita economica nominale, il che tende a incrementare i multipli degli utili azionari. Il nostro sovrappeso sull'azionario è controbilanciato da un sottopeso nella liquidità e da una posizione neutrale sulle obbligazioni, che nel complesso sono valutate in modo equo, anche se riteniamo che il mercato stia scontando tagli di tassi d'interesse statunitensi superiori a quelli che la Federal Reserve realizzerà. Prevediamo che quest'ultima tagli i tassi d'interesse a circa il 4%, mentre i mercati dei futures prevedono un tasso terminale più vicino al 3,5%.

Fig1 - Griglia mensile dell'asset allocation

Novembre 2024





Fonte: Pictet Asset Management

La nostra posizione è influenzata in parte dai nostri indicatori del **ciclo economico** che dipingono un quadro incoraggiante per le due maggiori economie mondiali. Negli Stati Uniti, le condizioni economiche rimangono solide, come dimostrano i recenti dati che stimano una crescita del PIL a un ritmo annualizzato sostenuto del 2,8% nel terzo trimestre. Il motore che stimola l'economia degli Stati Uniti rimane la spesa dei consumatori che si sta rivelando più sostenibile di quanto avevamo previsto all'inizio dell'anno. Sebbene prevediamo un rallentamento della crescita del PIL statunitense nei prossimi mesi, ci aspettiamo una lieve contrazione accompagnata da un costante calo dell'inflazione tale da consentire alla Fed di ridurre ulteriormente i costi di finanziamento nei prossimi mesi. La Cina, nel frattempo, sembra essere passata a condizioni più stabili dal punto di vista economico. Dopo che la Fed ha tagliato i tassi d'interesse a settembre, le autorità cinesi hanno potuto avviare un vasto piano di stimolo monetario pari a circa duemila miliardi di RMB, ovvero l'1,6% del PIL, per sostenere un'economia sull'orlo di una deflazione da debito. Tuttavia, siamo del parere che ciò costituisca solo una parte del piano di ripresa che il governo cinese ha in mente. Nei prossimi mesi prevediamo un pacchetto di stimoli fiscali di entità simile, pari a circa l'1,5% del PIL, che potrebbe trasformare le prospettive economiche a breve termine della Cina, nonché quelle delle economie emergenti in generale. Il pacchetto di stimoli fiscali contrasterebbe, in parte, qualsiasi aumento dei dazi statunitensi sulle esportazioni di merci cinesi. In Europa, invece, le condizioni sono meno favorevoli. Le prospettive per la spesa dei consumatori e l'attività industriale rimangono deboli, il che suggerisce che la Banca Centrale Europea (BCE) dovrà tagliare i tassi d'interesse in modo aggressivo, potenzialmente in misura maggiore rispetto a quanto scontato attualmente dal mercato.

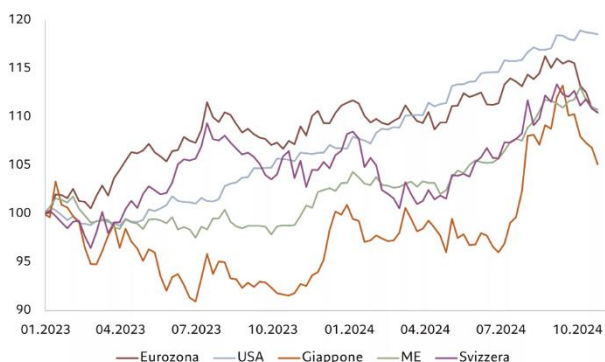
I nostri sistemi di misurazione della **liquidità** indicano che le condizioni sono generalmente positive per le asset class più rischiose. Con circa due terzi delle principali banche centrali mondiali che stanno tagliando i tassi di interesse e la Cina che ha recentemente aumentato gli stimoli monetari, sembra che i multipli prezzo/utili delle azioni possano mantenersi ai livelli attuali, se non addirittura raggiungere livelli un po' più alti. Tuttavia, ciò non vale necessariamente anche per le azioni europee. La stretta creditizia derivante dal persistere del quantitative tightening da parte della BCE potrebbe presto peggiorare quando Francia e Germania inizieranno a mettere in atto i forti tagli alla spesa pubblica che si sono recentemente impegnate a realizzare. Le metriche di **valutazione** mostrano che le azioni sono diventate complessivamente più costose. I recenti rally registrati dalle azioni cinesi e dai mercati emergenti fanno sì che entrambi appaiano meno interessanti dal punto di vista delle valutazioni. Nonostante ciò, rimangono tra i mercati azionari più convenienti sulla nostra scorecard. Nei mercati del reddito fisso e delle valute, nel frattempo, le obbligazioni europee paiono molto costose, così come il dollaro USA. I recenti sviluppi **tecnici** sostengono la nostra posizione di sovrappeso sulle azioni. I fattori stagionali sono positivi, in quanto i titoli tendono a performare bene verso la fine dell'anno, mentre i flussi di investimento in azioni da parte degli investitori privati sono robusti; da ultimo, è ipotizzabile che i riacquisti di azioni proprie rimangano forti.

Regioni e settori azionari

Con il pacchetto di stimoli monetari emesso dalla Cina, che sembra avere un effetto positivo sull'economia, e con un ulteriore sostegno previsto sotto forma di misure fiscali, è un buon momento per portare le azioni cinesi da neutrali a sovrappeso. E poiché riteniamo che le elezioni statunitensi avranno probabilmente un effetto positivo per il settore societario del Paese, portiamo a sovrappeso anche le azioni statunitensi. Sebbene le valutazioni delle azioni cinesi siano già più alte (con un aumento dall'inizio dell'anno del 24% in valuta locale, facendo registrare al mercato azionario cinese la migliore performance al mondo), riteniamo che si possano prevedere ulteriori guadagni nei prossimi mesi. In generale, le valutazioni appaiono ancora interessanti se si considera che la capitalizzazione di mercato totale della Cina è ai minimi da 20 anni in relazione all'offerta monetaria (indicatore della riserva di liquidità disponibile per gli investitori locali).

Fig.2 - L'ottimismo americano

Stime degli utili a 12 mesi, in USD



Fonte: Refinitiv, MSCI, IBES, Pictet Asset Management. Dati relativi al periodo compreso tra il 30/12/2022 e il 25/10/2024.

Per quanto riguarda i settori, manteniamo la nostra strategia barbell con un sovrappeso sia nel settore finanziario più ciclico che nei servizi di pubblica utilità difensivi. Le società finanziarie beneficiano di solidi margini di reddito netto, bassi tassi di insolvenza e di un atteso miglioramento della domanda di prestiti. Le banche rimangono le più economiche tra i settori industriali globali. Le utilities, nel frattempo, hanno la migliore dinamica tra i settori difensivi e hanno un interessante dividend yield, di circa il 4%. Inoltre, abbiamo declassato le azioni giapponesi da sovrappeso a neutrali a fronte di un aumento del rischio politico. Le recenti elezioni anticipate nel Paese hanno visto il potente partito liberaldemocratico (LDP) perdere il controllo della camera bassa del parlamento e il dominio che deteneva sulla politica nazionale dalla metà degli anni '50 del secolo scorso. Le valutazioni del mercato sono neutrali dopo la sua sovraperformance degli ultimi anni, mentre la politica monetaria sta subendo una stretta e la dinamica della crescita economica rimane debole. Dubitiamo inoltre che lo yen possa indebolirsi ulteriormente, facendo venir meno un sostegno vitale per le azioni locali.

Reddito fisso e valute

Sebbene circa 20 delle 30 principali banche centrali che monitoriamo stiano riducendo i tassi d'interesse più o meno di pari passo, presto emergeranno divergenze nelle politiche, aprendo varie opportunità di investimento tattico nei mercati del reddito fisso e delle valute. Abbiamo scelto, ad esempio, di prendere profitti sulla nostra posizione short in euro e di portarla da sottopeso a neutrale. Sebbene sia probabile che la BCE debba tagliare ulteriormente i tassi d'interesse rispetto alla Fed, questa prospettiva di differenziale dei tassi è stata in gran parte scontata dal mercato. Gli imminenti tagli alla spesa pubblica nelle due principali economie della regione, Francia e Germania, e la scarsa crescita in Europa, rendono probabile una riduzione dei tassi d'interesse al di sotto del tasso neutrale del 2% da parte della BCE. Uno scenario che riteniamo sia già incorporato nel valore dell'euro, riducendo la possibilità di un ulteriore deprezzamento. Manteniamo la nostra posizione neutrale sulle altre valute. Sebbene il dollaro appaia sopravvalutato su una serie di metriche, la crescita economica statunitense continua a superare quella del resto del mondo sviluppato; inoltre, la vittoria alle elezioni statunitensi di Trump va a sostegno del biglietto verde. Dall'altra, però,

continuiamo a utilizzare l'oro come copertura contro l'inflazione e qualsiasi instabilità politica che la nuova presidenza Trump potrebbe generare, nonostante la brillante performance del metallo prezioso di quest'anno possa indurre a prendere profitti.

Sebbene un numero crescente di analisti abbia espresso preoccupazione per le valutazioni delle obbligazioni societarie, rimaniamo ottimisti e quindi neutrali sul credito europeo e statunitense, sia high yield che investment grade. Nonostante gli spread creditizi stretti, i bilanci societari sono sani, così come quelli dei consumatori, in particolare negli Stati Uniti, e i tassi di insolvenza si presentano bassi e in calo. Le ricerche mostrano che i ritorni attesi sul credito sono altamente correlati al rendimento, il che permette agli investitori di trascurare i tassi di insolvenza, anche nel mercato high yield. Nel frattempo, continuiamo a sovrappesare il debito dei mercati emergenti, con una preferenza per il debito in valuta locale. Lo stimolo cinese dovrebbe sostenere altre economie emergenti, in particolare nella regione, soprattutto se dovessero verificarsi un aumento delle importazioni cinesi in linea con la crescita del PIL e una ripresa del turismo estero, tuttora al 60% rispetto ai livelli pre-Covid. Le valute dei mercati emergenti appaiono a buon prezzo e i tassi d'interesse reali dei mercati emergenti, soprattutto in America Latina, sono molto interessanti.

Per quanto riguarda il debito sovrano, rimaniamo neutrali sulla maggior parte dei titoli di Stato dei Paesi sviluppati. Il quadro è leggermente più confuso per i Treasury USA: se la vittoria di Trump rappresenta un aspetto negativo, il recente aumento dei premi a termine - la componente di rischio dei rendimenti obbligazionari - e la notevole riduzione dei tagli dei tassi impliciti da parte della Fed fino alla fine del 2025 sono importanti fattori di offset da tenere in considerazione. In fin dei conti, non si nota un segnale forte in nessuna delle due direzioni, mentre la valutazione suggerisce che le obbligazioni sono sostanzialmente al fair value dopo che i rendimenti erano saliti bruscamente nelle ultime settimane, riflettendo la forza dell'economia e il vantaggio di Trump nei sondaggi.

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 721 miliardi di euro al 30 giugno 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 quasi 5.500 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

Chiara Cattaneo | Tel. +39 344 2756238 | chiara.cattaneo@bc-communication.it