






BAROMETRO DEI MERCATI FINANZIARI, PREVISIONI DI
INVESTIMENTO DI OTTOBRE 2022

Barometro Ottobre 2022

Le nuvole che oscurano il cielo dell'economia non si sono ancora diradate ed è quindi possibile che il mercato azionario subisca ulteriori flessioni. Tuttavia, le obbligazioni iniziano ad apparire interessanti.

Sommario

- 01 Asset allocation: tempi difficili in vista, di nuovo 
- 02 Regioni e settori azionari: Regno Unito messo alle strette 
- 03 Reddito fisso e valute: c'è valore nei Treasury 
- 04 Panoramica sui mercati globali: un altro doppio crollo 
- 05 In breve 

01

Asset allocation: tempi difficili in vista, di nuovo

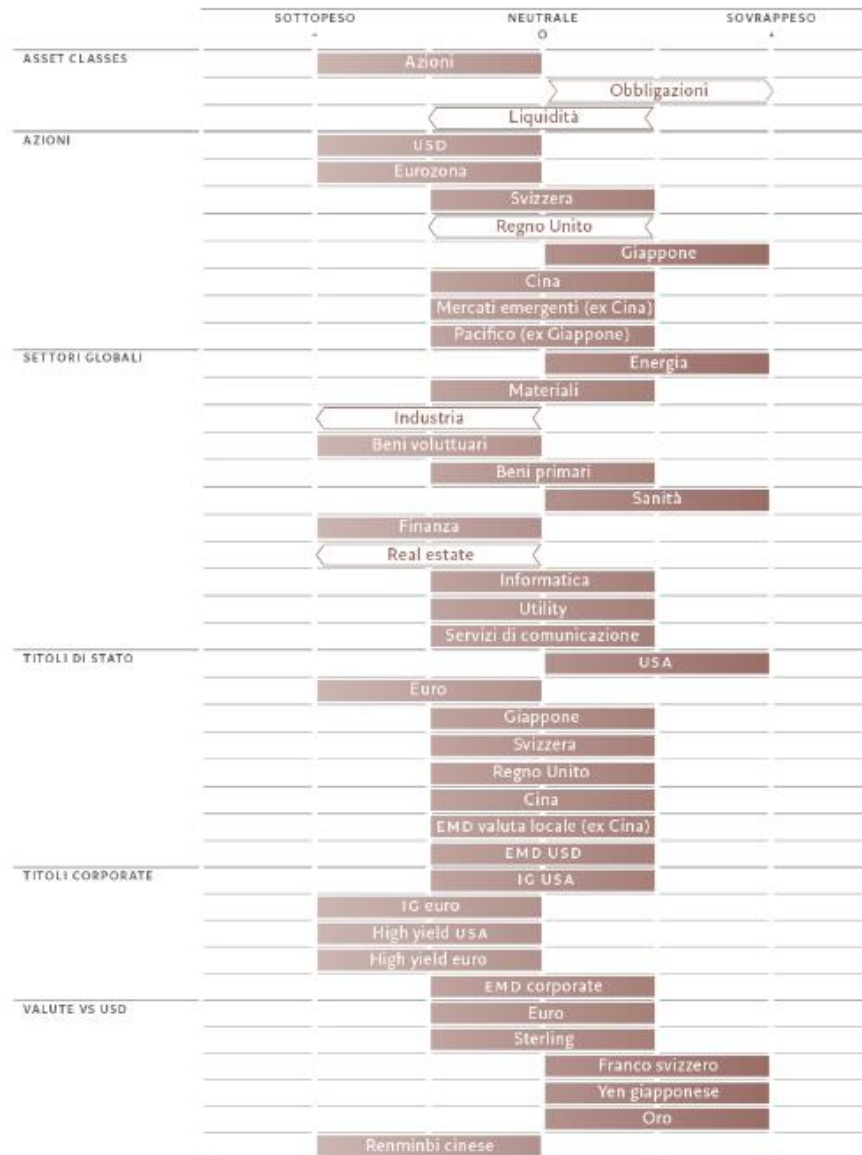
Le prospettive economiche globali si stanno nuovamente offuscando per via della stretta di politica monetaria in tutto il mondo e dell'aumento dei prezzi dell'energia, che continuano a minare la fiducia dei consumatori e la crescita degli

utili societari. Le principali economie rischiano infatti di finire in recessione. Tra tutte le regioni, è l'Europa quella che ne sta risentendo in misura maggiore: l'aumento del costo della vita e la carenza di energia costringono i consumatori a tirare la cinghia, le banche a rallentare i prestiti e le aziende a rinviare ogni progetto di spesa in conto capitale. Tutto ciò è di pessimo auspicio per gli utili societari dei prossimi mesi.

Nonostante la fase di vendite sul mercato azionario abbia portato la propensione al rischio degli investitori a registrare quest'anno minimi da record (a un punto in cui azioni e asset class rischiose tendono di solito a dare vita a un rimbalzo), intravediamo la possibilità di un'ulteriore correzione. Per questo motivo, manteniamo la nostra posizione di sottopeso sulle azioni. È poco probabile che questo atteggiamento cambi, almeno fino a quando non assisteremo a una stabilizzazione delle revisioni degli utili societari, a una curva dei rendimenti più ripida e a un ulteriore indebolimento dei titoli ciclici.

Per contro, alcune aree del mercato obbligazionario cominciano ad apparire interessanti, in quanto i rendimenti stanno salendo a livelli sempre più in contrasto con i fondamentali economici. L'inflazione headline ha probabilmente raggiunto il picco negli Stati Uniti e negli ultimi mesi sono scese anche le aspettative inflattive. Il sondaggio mensile della Federal Reserve di New York indica che, ad agosto, i consumatori hanno previsto un'inflazione al 5,75% per i prossimi 12 mesi, il livello più basso da ottobre 2021. In questo contesto, abbiamo portato a sovrappeso le obbligazioni, con una preferenza per i Treasury USA (un rifugio sicuro nei periodi di turbolenza). Inoltre, abbiamo abbassato a neutrale la liquidità.

Fig. 1 - Griglia mensile dell'asset allocation
 Ottobre 2022



Fonte: Pictet Asset Management

I nostri indicatori del **ciclo economico** mostrano un chiaro rallentamento della crescita economica globale. Come illustra la Fig. 2, l'aumento dei costi di finanziamento ha solitamente un forte impatto sulle condizioni commerciali globali. Le prospettive sono peggiorate soprattutto in eurozona, dove la fiducia dei consumatori è crollata a un minimo storico e la possibilità di un razionamento dell'energia rappresenta un ulteriore rischio per i settori industriali. Si prevede una contrazione dell'economia dell'eurozona verso la fine di quest'anno; per questo, abbiamo tagliato dall'1% allo 0,2% la nostra previsione di PIL reale nel 2023.

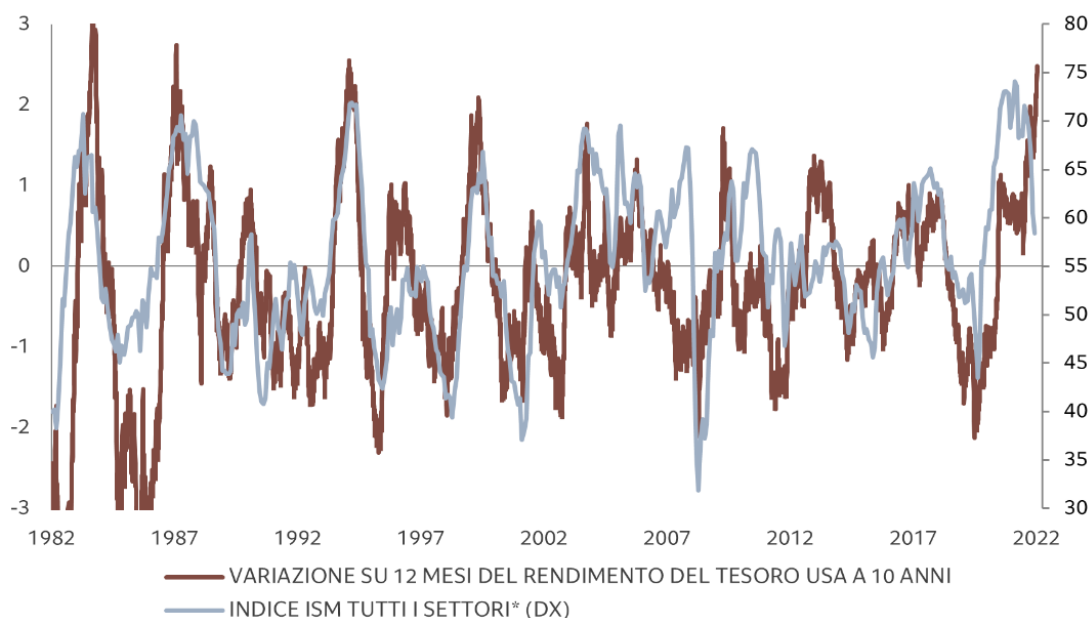
Le prospettive di crescita sono deboli anche negli Stati Uniti, nonostante la maggiore economia mondiale mostri alcuni segnali positivi a testimonianza della sua resilienza. Il mercato del lavoro statunitense resta saldo, con le richieste di sussidi di disoccupazione ora in calo. La fiducia dei consumatori, nel frattempo, è

migliorata per il secondo mese consecutivo grazie all'allentamento delle preoccupazioni sull'inflazione. Detto questo, i sondaggi indicano che le società sono ancora poco inclini a incrementare la loro spesa in conto capitale, mentre il mercato immobiliare affronta un crollo dell'attività edilizia e lascia presagire un ulteriore calo del 10% dei prezzi degli immobili nei prossimi sei mesi. Inoltre, le rate dei più tradizionali mutui ipotecari, in proporzione al reddito, hanno toccato i massimi livelli dagli anni '80.

Iniziamo a essere cauti sull'economia giapponese dopo il rallentamento dei suoi indicatori anticipatori. L'attività manifatturiera sta diminuendo e la debole domanda globale mette pressione sul settore delle esportazioni. Deboli rimangono anche le prospettive per l'economia britannica. I piani del governo di mettere in atto il più grande taglio fiscale dal 1972 e di incrementare i prestiti in un momento in cui l'indice dei prezzi al consumo del Paese si avvicina ai massimi degli ultimi 40 anni ha portato gli investitori a mettere in discussione la credibilità fiscale del Paese, dando origine a una brusca ondata di vendite che ha riguardato la sterlina e i titoli gilt. La fiducia dei consumatori resta ai minimi storici; una volta rettificati per l'inflazione, i salari dovrebbero subire una contrazione del 5%. Prevediamo che l'economia britannica finisca in recessione a partire dal quarto trimestre di quest'anno e che la crescita annua sia pari a zero nel prossimo.

Fig. 2 - Raffreddamento dell'attività

Rendimenti dei Treasury e condizioni commerciali globali



*Media tra output e prezzo pagato. Fonte: Refinitiv, dati relative al periodo 15/97/1982 – 28/09/2022

I nostri indicatori di **liquidità** mostrano condizioni più restrittive nelle principali economie, soprattutto negli Stati Uniti e nel Regno Unito, dove le banche centrali

sono impegnate a investire lo stimolo monetario legato al periodo della pandemia. Allo stesso tempo, i prestiti bancari (che fino a poco tempo fa avevano compensato parzialmente l'effetto della stretta delle banche centrali) stanno finalmente rallentando, allineandosi a quanto anticipato dalle condizioni sul mercato del credito. La Cina è l'unico Paese in cui la liquidità resta ancora accessibile. La People's Bank of China sta abbassando i costi di finanziamento e sta offrendo misure di allentamento mirate, volte a rilanciare la domanda di credito.

Il nostro modello **di valutazione** conferma l'atteggiamento positivo che abbiamo nei confronti delle obbligazioni. Dopo una recente ondata di vendite massicce, i rendimenti obbligazionari globali hanno ora toccato i loro massimi dalla metà del 2011. Dopo il calo del 9% delle azioni mondiali nel solo mese di settembre (motivato interamente dalla contrazione dei multipli degli utili), le azioni sono a un passo dal tornare a essere convenienti per la prima volta dall'aprile 2020. Di conseguenza, il rapporto prezzo/utigli globale a 12 mesi è sceso a 13 volte, al di sotto del minimo registrato a giugno.

Inoltre, il ritmo della contrazione è compatibile con il tipo di ondata di vendite che si osserva di solito durante una recessione. I nostri modelli suggeriscono un rimbalzo dei multipli del 5-10% nei prossimi 12 mesi, ipotizzando che il rendimento decennale dei titoli statunitensi protetti da inflazione, i Treasury Inflation Protected Securities (TIPS), scenda allo 0,75%. Le nostre previsioni di crescita degli utili globali per il 2022, nel frattempo, si attestano al 2%, significativamente al di sotto del consenso di mercato.

In ambito azionario, aumenta la cautela verso i settori ciclici sensibili alla crescita, come l'industria e l'immobiliare. I nostri indicatori **tecnici** mostrano una propensione al rischio degli investitori prossima ai livelli più bassi di sempre: nelle ultime quattro settimane, i fondi azionari hanno visto i flussi ridursi di 25 miliardi di dollari. Dato il basso livello del sentiment, non è possibile escludere un rimbalzo tecnico; ciononostante, il nostro trend score negativo suggerisce di assumere una posizione di sottopeso in azioni sul nostro orizzonte d'investimento.

02

Regioni e settori azionari: Regno Unito messo alle strette

In tutto il mondo, la pressione al rialzo sui tassi reali ha messo in ombra il segmento azionario. Manteniamo pertanto una posizione di sottopeso sulle azioni e continuiamo a diminuire il rischio tra le nostre allocazioni azionarie, riducendo da sovrappeso a neutrale il mercato britannico. Le azioni britanniche sono diventate particolarmente vulnerabili a causa della maggiore incertezza sul mix delle politiche economiche e sulla credibilità fiscale. Aumentano inoltre le aspettative per cui la Bank of England dovrà alzare drasticamente i tassi d'interesse per riprendere il controllo della sterlina in calo e delle pressioni inflazionistiche.

Prevediamo una maggiore volatilità per gli asset britannici in generale e, di conseguenza, abbiamo declassato le azioni britanniche da sovrappeso a posizione neutrale. Nel frattempo, manteniamo il sottopeso sulle azioni statunitensi ed europee; le azioni giapponesi restano il nostro unico sovrappeso.

Fig. 3 – Ciclicamente costoso

Titoli ciclici mondiali (tecnologici esclusi) rispetto ai difensivi e all'indice manifatturiero ISM



Fonte: Refinitiv Datastream, Pictet Asset Management. Dati relative al periodo 27/09/2012 al 28/09/2022

Per quanto riguarda i settori, siamo particolarmente cauti sui titoli industriali e immobiliari. Abbiamo declassato i titoli industriali da neutrali a sottopeso per diversi motivi. Innanzitutto, il contesto economico globale è sfidante per gli investimenti aziendali: i sondaggi tra i dirigenti mostrano poca propensione a reinvestire profitti che, in un contesto meno complesso, sarebbero considerati solidi. L'utilizzo degli impianti produttivi negli Stati Uniti è tornato solo ai livelli pre-COVID e non mostra segni di voler aumentare. Le aspettative di crescita degli utili sui beni strumentali per quest'anno e per il prossimo sono molto più elevate rispetto a quelle del mercato in generale, ostacolo difficile da superare e che, in questo contesto, espone le aziende posizionate in quest'ambito al rischio di deludere gli investitori (si veda la Fig. 3). Inoltre, se ci aggiungiamo anche la sua vulnerabilità, questo è il settore ciclico più costoso. Infine, l'effetto Cina. Il ciclo di investimento in Cina rimane incerto e, in ogni caso, le società cinesi del settore sono scambiate a premi di valutazione elevati.

Abbiamo inoltre declassato da neutrale a sottopeso il comparto degli immobili quotati. Il settore immobiliare ha registrato una contrazione (non da ultimo, negli Stati Uniti) e gli indicatori anticipatori dell'attività immobiliare sono di recente crollati. Ciò espone i fondi di investimento immobiliare (REIT) a una correzione. Nel frattempo, negli Stati Uniti si è fermata la ripresa della domanda post-COVID di uffici e spazi adibiti alla vendita al dettaglio. Inoltre, le revisioni degli utili sono risultate peggiori di quanto non lo fossero per il mercato in generale, e non mostrano alcun segnale che la dinamica dei prezzi sia inferiore al sentiment sugli utili, a differenza di quel che accade in altri settori ciclici. Infine, dati i rischi associati al comparto, non si intravedono valutazioni così interessanti da spingere all'acquisto: le valutazioni sono ancora solo neutrali.

03

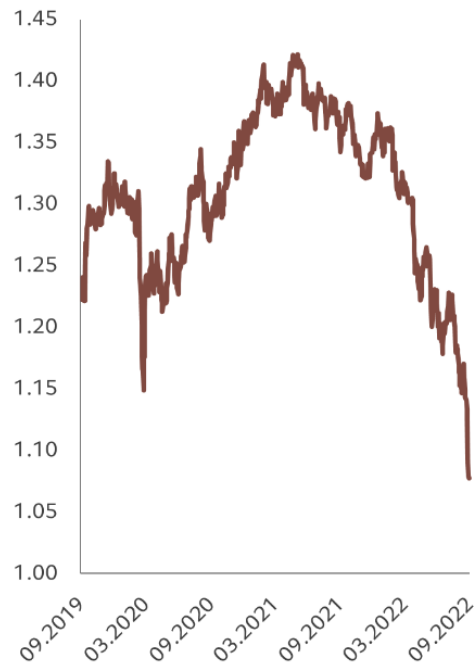
Reddito fisso e valute: c'è valore nei Treasury

La brusca ondata di vendite nei mercati del reddito fisso ha portato le valutazioni dei titoli di Stato statunitensi al livello più basso degli ultimi dieci anni, e riteniamo che ciò rappresenti un'opportunità interessante. I rendimenti sui titoli di riferimento decennali hanno toccato il 4% per la prima volta dalla metà del 2010. Questo valore è ben al di sopra del fair value da noi stimato (3,2%), che prende in considerazione un quantitative tightening di oltre 1.500 miliardi di dollari da parte della Fed, un rallentamento della dinamica di crescita a breve termine e le nostre aspettative sull'inflazione a lungo termine.

L'aumento dei flussi verso le obbligazioni statunitensi suggerisce che tale sacca di valore potrebbe non durare a lungo. L'investimento è ancora più interessante se si considera che i Treasury offrono protezione in caso di ulteriore deterioramento dello slancio economico. A livello macroeconomico, il nostro giudizio sulla maggiore economia mondiale resta negativo. Anche se alcuni dati recenti hanno sorpreso in positivo, i rischi al ribasso persistono e il mercato immobiliare è già in recessione. Mentre si prevede che gli affitti rimarranno solidi (per almeno i prossimi 9-12 mesi), gli aumenti dei prezzi per il resto del paniere sul quale si tara l'inflazione core dovrebbero rallentare bruscamente con il calo della domanda e con l'aumento dei tassi in territorio fermamente restrittivo da parte della Federal Reserve.

Fig. 4 – Sterlina in ribasso

Tasso di cambio sterlina contro dollaro USA



Fonte: Refinitiv, Pictet Asset Management. Dati relativi al periodo 28/09/2019 – 27/09/2022.

La nostra posizione di sovrappeso sui Treasury si contrappone al sottopeso sui titoli di Stato dell'eurozona. Mentre l'inflazione sembra aver raggiunto il picco negli Stati Uniti, in Europa è ancora in fase di accelerazione e allargamento. Gli accordi salariali sono in aumento. La Banca centrale europea è indietro rispetto alla Fed e la sua capacità di contenere l'inflazione è limitata dalla crisi energetica in corso.

Siamo cauti anche nei confronti del credito high yield su entrambe le sponde dell'Atlantico. La debolezza economica impatterà gli utili societari; al contempo, l'aumento dei costi delle materie prime ha già iniziato a rosicchiare i margini e i costi di finanziamento sono destinati ad aumentare ulteriormente. Anche le obbligazioni societarie di qualità inferiore tendono a essere influenzate in modo negativo dalla volatilità delle previsioni sui tassi di interesse, destinata a persistere almeno nel breve termine.

Tra le valute, il dollaro sta raggiungendo massimi pluridecennali ed è particolarmente forte rispetto alla sterlina (si veda la Fig. 4). Anche se rimaniamo negativi sull'economia britannica (prevedendo una crescita zero nel 2023), riteniamo che la sterlina potrebbe essere prossima al raggiungimento del minimo. La posizione degli investitori sulla valuta è stata decisamente short. Le mosse della Bank of England per calmare i mercati (mediante acquisti di obbligazioni) e la prospettiva di ulteriori aumenti dei tassi dovrebbero contribuire a fissare un limite al deprezzamento della valuta. Manteniamo le nostre posizioni di sovrappeso sul

franco svizzero e sull'oro, apprezzandone le caratteristiche difensive in questo periodo di incertezza economica e geopolitica.

04

Panoramica sui mercati globali: un altro doppio crollo

Azioni e obbligazioni hanno chiuso il mese di settembre in netto ribasso mentre le banche centrali di tutto il mondo, trainate dalla Fed, hanno continuato ad alzare i tassi di interesse nel tentativo di contenere l'inflazione, che rimane ai suoi massimi dagli anni '80. I cali su base mensile dei Treasury USA e dell'indice azionario S&P 500 hanno portato a perdite rispettivamente da inizio anno nell'intorno del 17% e del 25%. La nostra analisi indica che tali flessioni lasciano un portafoglio bilanciato, equamente diviso tra azioni e obbligazioni statunitensi, alle prese con la sua perdita maggiore da oltre un secolo, con un calo di circa il 21% dall'inizio dell'anno.

Il doppio sell-off di settembre ha trovato ragion d'essere nelle pressioni inflazionistiche rimaste elevate in Europa e negli Stati Uniti, nel comportamento delle banche centrali (Fed, Bank of England e BCE comprese), che hanno aumentato i tassi di interesse e nei giudizi degli analisti, che hanno continuato ad abbassare le previsioni sugli utili societari. I dati di Factset mostrano che gli analisti hanno in media ridotto del 6,6% le previsioni sugli utili trimestrali per le società dell'S&P 500 a causa del balzo dei costi delle materie prime, che continua a erodere i margini.

Fig. 5 - Mancano i beni rifugio

Obbligazioni, azioni e materie prime. Movimenti di mercato dal 01/01/2020 in USD



Fonte: Refinitiv DataStream, Pictet Asset Management. Dati relativi al periodo 01/01/2020-27/09/2022.

A livello globale, i mercati obbligazionari hanno sofferto a causa della continua stretta della politica monetaria, con il rendimento del titolo decennale statunitense di riferimento salito fino al 4%, una soglia che non veniva toccata dal 2010. Il mercato del reddito fisso dei gilt britannici è stato quello di gran lunga più volatile e ha visto i rendimenti oscillare di quasi 100 punti base in due giorni di negoziazione, con gli investitori che contestavano il piano del governo di finanziare con prestiti straordinari i nuovi tagli alle imposte sul reddito. Il rendimento trentennale ha, a un certo punto, toccato il suo massimo degli ultimi 30 anni sopra quota 5%, spingendo la banca centrale a lanciare un'operazione di emergenza di acquisto di obbligazioni. Sui mercati valutari, il dollaro USA ha continuato a salire, registrando guadagni particolarmente forti sia rispetto alla sterlina che allo yen giapponese. Alla fine di settembre, la valuta britannica ha toccato il minimo storico contro il biglietto verde, prima di riprendersi leggermente, mentre il rapido crollo dello yen ha spinto la Banca del Giappone a vendere sui mercati valutari parte delle sue riserve in dollari nel tentativo di contrastare il declino della propria moneta.

05

In breve

BAROMETRO OTTOBRE 2022

Asset allocation

A fronte dell'incertezza economica, manteniamo il nostro sottopeso in azioni. Abbiamo portato a sovrappeso le obbligazioni, privilegiando i Treasury USA, in qualità di bene rifugio.

Regioni e settori azionari

Riduciamo da sovrappeso a neutrale le azioni britanniche e, per quanto riguarda i settori, da neutrali a sottopeso i titoli industriali e immobiliari.

Reddito fisso e valute

Intravediamo un valore interessante nei Treasury USA, ma rimaniamo cauti sui titoli di Stato dell'eurozona in considerazione dell'aumento dell'inflazione.

Le informazioni, opinioni e stime contenute nel presente documento riflettono un giudizio espresso 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.

Qualora decidiate di pubblicare questo contenuto online, si prega gentilmente di rimandare al sito internet di Pictet Asset Management: <https://am.pictet.it/italy/articoli/2022/analisi-dei-mercati-e-asset-allocation/10/barometro-ottobre-2022#overview>

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 609 miliardi di euro al 30 giugno 2022, 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 5.000 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.

Contatto Stampa:

BC Communication

Federica Guerrini | Tel: +39 340 750 0862 | federica.guerrini@bc-communication.it

Lucrezia Pisani | Tel: +39 347 6732 479 | lucrezia.pisani@bc-communication.it

Giovanni Prati | Tel: +39 351 529 | giovanni.prati@bc-communication.it