

Fattori chiave del 2018 per gli investitori

Martedì, 08/14/2018

Il contesto macroeconomico sostiene la propensione al rischio. Questo scenario può cambiare rapidamente, ma per il momento l'assenza di pressioni inflazionistiche e crescita positiva dovrebbero favorire i mercati finanziari. Numerosi rischi macro e geopolitici potrebbero ostacolare il sentiment positivo. La gestione del rischio è di vitale importanza. I prezzi degli attivi azionari e obbligazionari sono elevati, ma vi sono aree di valore con profili di rischio/rendimento interessanti.



Adrien Pichoud

Chief Economist & Senior Portfolio Manager



Hartwig Kos

"Il quadro macroeconomico complessivo si mantiene favorevole".

Finora il 2018 ha riservato agli investitori una serie di difficoltà che hanno minacciato l'andamento rialzista che dura da quasi un decennio. Come se la caveranno i mercati nel secondo semestre del 2018 e cosa ha in serbo l'economia mondiale per gli investitori?

La crescita positiva, le condizioni finanziarie accomodanti e il sentiment favorevole sono coerenti con un quadro di crescita globale, seppur con crescenti differenze tra Stati Uniti, Europa e il resto del mondo.

L'inflazione, che attualmente non rappresenta un fattore significativo, rimarrà al centro dell'attenzione dato che determinerà la velocità e la portata della normalizzazione della politica monetaria in futuro.

I prezzi degli attivi sono elevati ma è possibile trovare aree di valore. Preferiamo le azioni e i Treasury statunitensi e alcune obbligazioni dei mercati emergenti.

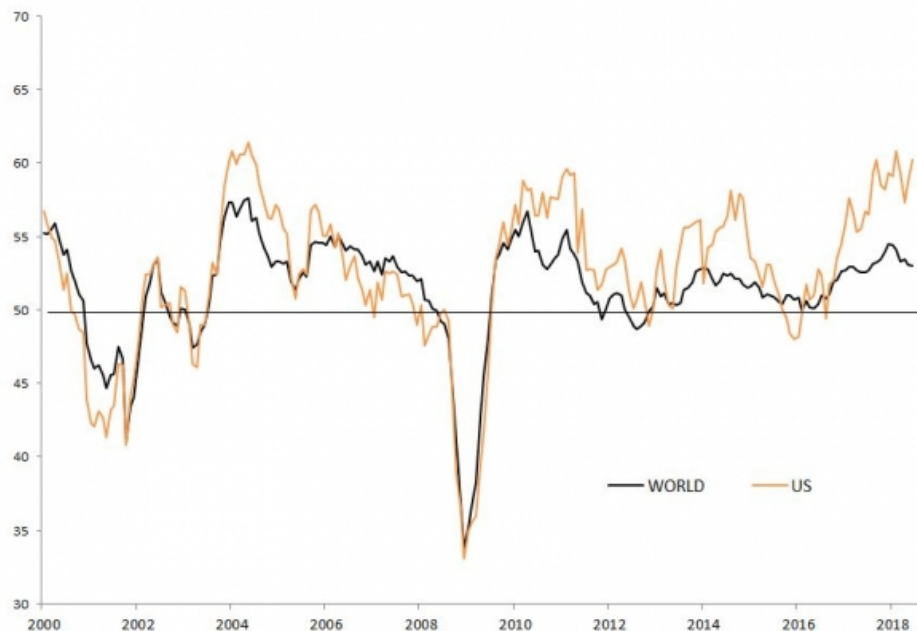
Scenario macroeconomico

Analisi del panorama top-down

La dinamica della crescita globale si è alquanto attenuata, nonostante ciò gli Stati Uniti hanno continuato a sfoggiare un momentum economico solido. Gli ottimi risultati degli USA non lasciano intravedere segni di cedimento nei mesi a venire e potrebbero addirittura rafforzarsi con un ulteriore piano di tagli fiscali in vista delle elezioni di metà mandato. Ad oggi le previsioni si confermano rosee per il futuro della maggiore economia mondiale.

1. Un'economia statunitense forte, o relativamente troppo forte, potrebbe rivelarsi un boccone avvelenato per l'economia mondiale. Il problema è che la forte dinamica economica degli Stati è in netto contrasto con quanto si osserva nella maggior parte delle altre aree del mondo. Il divario tra crescita e politica monetaria provoca già alcune crepe, in particolare nel mondo emergente. Il dollaro forte e tassi USD più elevati penalizzano le economie che per anni hanno approfittato di finanziamenti in valuta estera a basso costo. Purtroppo è improbabile che queste difficoltà si smorzino a breve, perché altro non sono che il rovescio della medaglia della "economia statunitense forte". Il protezionismo e le prospettive di un possibile ritiro su vasta scala degli USA dal commercio globale rischiano infatti di amplificare questo trend. Il presidente Trump potrebbe effettivamente far tornare grande l'America, ma a spese del resto del mondo.

Indici PMI manifatturieri

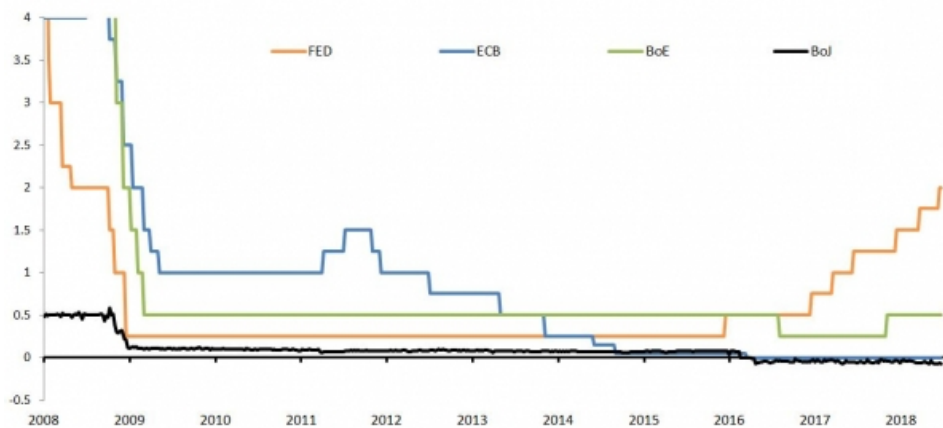


Fonte

Fonti: SYZ Asset Management, FactSet, dati al 29.06.2018

2. La dinamica di crescita più debole osservata in Europa potrebbe essere un male solo apparente. L'indebolimento della crescita ha spinto la BCE a posticipare, per il momento, eventuali strette di politica monetaria, ampliando ulteriormente il divario con la traiettoria dei tassi della Fed. L'impegno della BCE a mantenere condizioni di finanziamento accomodanti sosterrà la crescita interna europea nei mesi a venire, nonostante i settori industriali rimangano sotto pressione per via delle minacce di dazi all'importazione da parte degli Stati Uniti. Ciò potrebbe assicurare che le condizioni di finanziamento globale non si inaspriscano eccessivamente, nonostante i rialzi dei tassi negli USA.

Tassi ufficiali a breve termine delle banche centrali



Fonte

Fonti: Bloomberg, SYZ Asset Management. Dati a: 22 giugno 2018

3. Prevediamo che il contesto economico globale rimarrà positivo nella seconda metà dell'anno. Potrebbero persistere significative disparità in termini di dinamiche di crescita (a differenza di un 2017 piuttosto sincronizzato). Nel complesso, prevediamo che il contesto economico sia caratterizzato da una ruggente economia statunitense, una crescita modesta e una stabilizzazione del resto del mondo sviluppato dopo un periodo di debolezza e perduranti difficoltà per varie economie emergenti in un contesto di tassi USD più alti, prezzi del petrolio elevati e rallentamento del commercio globale.

Valutazioni degli attivi

3 idee per la seconda parte del 2018

1. Sfruttare in modo controllato il premio al rischio azionario

I timori di guerre commerciali e gli sviluppi del quadro politico europeo hanno provocato una lieve correzione delle azioni statunitensi e un movimento di vendita più pronunciato su altri mercati, in particolare quelli emergenti. Tuttavia, il quadro macroeconomico complessivo si mantiene favorevole, come spiegato sopra.

Il nostro orientamento nei confronti del rischio azionario in generale è in sostanza positivo, anche se preferiamo il mercato statunitense in virtù del contributo relativamente basso al rischio di questo portafoglio diversificato rispetto ad altri mercati azionari.

In base a vari dati sulla valutazione, le azioni statunitensi appaiono più costose rispetto a quelle degli altri mercati mondiali. Tuttavia, l'esame del rapporto prezzo/utigli rispetto alla crescita, che esprime il P/E per unità di crescita, mostra che il differenziale tra le valutazioni si è nettamente ridotto e ad oggi si aggira più o meno sullo stesso livello rispetto ad altri mercati azionari globali più ampi.

Rapporto prezzo/utigli rispetto alla crescita



Fonte

Fonti: Factset, SYZ Asset Management. Dati al: 29 giugno 2018

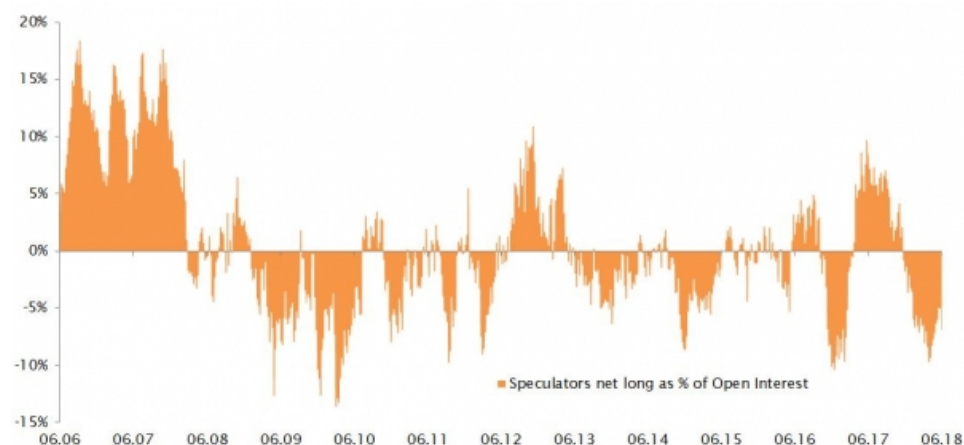
Le revisioni degli utili degli analisti per il mercato mondiale esclusi gli Stati Uniti evidenziano un andamento nel complesso laterale, mentre per il mercato statunitense sono in netto aumento. Ciò è dovuto in buona parte alla riforma statunitense sulla fiscalità delle società, promulgata dal presidente Trump e sostenuta dal Partito Repubblicano, che a nostro avviso dovrebbe continuare a creare anche in futuro uno scenario favorevole per gli utili societari. Inoltre, il rafforzamento relativo della crescita degli utili dovrebbe continuare a tenere bassa la volatilità del mercato azionario statunitense nei prossimi mesi.

2. Opportunità di guadagno nei bistrattati Treasury USA

Il contesto di mercato per gli strumenti del reddito fisso è indubbiamente mutato. I mercati obbligazionari non sono convenienti e le politiche delle banche centrali stanno diventando meno accomodanti. Anche se non siamo particolarmente ottimisti per quanto riguarda il comparto obbligazionario, l'esposizione al rischio di duration non ci preoccupa.

Tra i titoli di alta qualità del settore i nostri preferiti sono i Treasury USA. Il sentiment nei confronti di questo mercato è ancora troppo negativo e gli operatori che investono in chiave opportunistica continuano a puntare sui titoli che offrono i rendimenti più elevati.

Futures sui decennali USA



Fonte

Fonti: Absolute Strategy Research, SYZ Asset Management Dati al: 29 giugno 2018

Al contempo, oggi le aspettative degli investitori appaiono molto più allineate alle indicazioni della Fed sui tassi d'interesse rispetto al passato.

Il clima di sfiducia nei confronti dei Treasury, unito al considerevole riallineamento delle attese di nuove strette monetarie con le indicazioni della Fed prodottosi negli ultimi mesi, crea a nostro avviso un interessante livello di asimmetria per i Treasury USA.

3. Opportunità a basso rischio nei mercati emergenti

Gli ultimi mesi sono stati caratterizzati da un mix tossico di apprezzamento dell'USD e crescita dei rendimenti obbligazionari che ha spinto nettamente al rialzo i rendimenti del debito dei mercati emergenti, portando le valutazioni su livelli interessanti (quando i rendimenti crescono i prezzi calano). Ad ogni modo ci sembra ancora prematuro assumere un orientamento eccessivamente positivo su tutta la classe di attivi.

Ciò nonostante, abbiamo individuato interessanti opportunità d'investimento a più basso rischio, ad esempio le obbligazioni brasiliane in valuta locale con copertura in diverse valute (ad esempio, BRL vs. EUR). Fino a 6 mesi fa, questo tipo di esposizione era l'unico modo per accedere agli elevati livelli di rendimento che il Brasile offre. Da allora il costo delle coperture valutarie è sceso, mentre i rendimenti brasiliani sono rimasti elevati, di conseguenza gli investitori hanno avuto modo di accedere agli alti livelli di carry senza doversi esporre a rischi di cambio o di duration eccessivi.

Ad esempio, per un investitore in euro, un'obbligazione governativa brasiliana a 5 anni interamente coperta genera un rendimento di circa il 4,4%, che per una duration complessiva di 3,5 anni rappresenta un livello molto interessante.

Rendimenti delle obbligazioni brasiliane locali con copertura in EUR



Fonte

Fonti: Bloomberg, SYZ Asset Management. Dati al: 29 giugno 2018

Un carry che non comporta rischi di duration e di cambio elevati è un'altra caratteristica su cui puntiamo nella costruzione di un portafoglio multi-asset ampiamente diversificato.