ASSET ALLOCATION INSIGHTS

La nostra opinione mensile sull'asset allocation (settembre 2018)

Venerdì, 09/28/2018

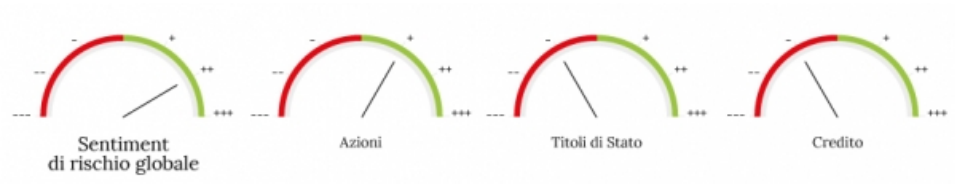
Nonostante il contesto macro continui a sostenere gli attivi a rischio, esistono elementi perturbatori che potrebbero stravolgere l'appetito per il rischio. Oggi è primordiale bilanciare i rischi in portafoglio ed essere a conoscenza del comportamento degli attivi in caso di turbolenze di mercato. La maggior parte degli osservatori concordano sul fatto che siamo giunti all'ultima parte del ciclo di mercato, ma che un approccio di "propensione al rischio" potrebbe ancora generare performance interessanti per qualche tempo.

Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist

Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager

Maurice Harari
Senior Portfolio Manager

Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Le prospettive dei titoli azionari non sono tutte uguali

La crisi della lira turca e le sue ripercussioni limitate sugli attivi dei fragili mercati emergenti non hanno compromesso un quadro economico nel compresso positivo. Ciò vale in particolare per i mercati sviluppati e per l'economia statunitense, dove crescita, inflazione e dinamiche monetarie non sono cambiate e rimarranno invariate sino a che la crisi dei mercati emergenti resterà circoscritta ad alcune economie affette da problemi endogeni, come postula il nostro scenario di base. Per questo, malgrado la battuta d'arresto segnata da vari attivi dei mercati emergenti, le perduranti tensioni commerciali e le preoccupazioni per la legge di Bilancio italiana, manteniamo la propensione al rischio e continuiamo a favorire le azioni statunitensi, ben protette dalle turbolenze globali, sulle quali si orientano le nostre preferenze sin dall'aumento dell'esposizione al rischio a giugno.

Anche se in questo momento gli investitori potrebbero essere tentati di allungare la duration per coprire, o almeno attenuare in parte, il rischio di portafoglio, i vantaggi della decorrelazione al momento sono piuttosto modesti. Sino a che il quadro globale resterà nelle condizioni attuali, nel senso che non si prevede un crollo di crescita e inflazione, è preferibile ridurre direttamente il livello rischio nei portafogli. In base alle valutazioni correnti e alle nostre analisi economiche, è molto probabile che i tassi continuino a salire. Per tale motivo manteniamo un posizionamento di segno leggermente negativo in termini di duration.

Quest'anno i mercati non hanno avuto vita facile: i titoli del NASDAQ hanno evidenziato performance altamente contrastanti poiché la crescita si è concentrata esclusivamente su una manciata di aziende di alto profilo, mentre le altre piazze sviluppate hanno rallentato il passo e molti mercati emergenti sono addirittura scivolati in territorio negativo. La situazione richiama alla mente la Legge di Stein, secondo la quale "se una cosa non può durare all'infinito, finirà". Per questo motivo dobbiamo cercare di prevedere se e quando gli altri mercati azionari globali riusciranno a colmare il divario con quello statunitense, o gli altri titoli del NASDAQ colmeranno il divario con le azioni più brillanti. Le nostre analisi del ciclo economico, le valutazioni degli attivi e i giudizi dei nostri comitati di bilanciamento del rischio propendono per la seconda ipotesi, cioè un ribilanciamento a favore dei titoli value a scapito di quelli growth entro la fine dell'anno.

Per quanto riguarda il catalizzatore di questo cambiamento, al fine di prevederne le tempistiche, sarà necessario aspettare sino a che le divergenze tra le dinamiche di crescita, inflazione e politica monetaria delle principali economie non si saranno attenuate. Quando gli investitori si saranno convinti che la crescita sta per riprendere vigore in Europa e in Cina, mentre quella statunitense ha raggiunto il picco, oppure una volta che le strette della Fed avranno portato i tassi su livelli neutrali e la politica della BCE e della BoJ si sarà fatta meno espansiva, ci aspettiamo che i mercati meno brillanti superino quelli attualmente in vantaggio. Se questa teoria dovesse dimostrarsi corretta, la fase di apprezzamento del dollaro dovrebbe concludersi, facendo salire prezzi e propensione al rischio in tutti i mercati, a svantaggio del settore tecnologico statunitense, che oggi è il favorito.

_ Fabrizio Quirighetti

Sintesi del panorama economico ed esame dell'economia globale

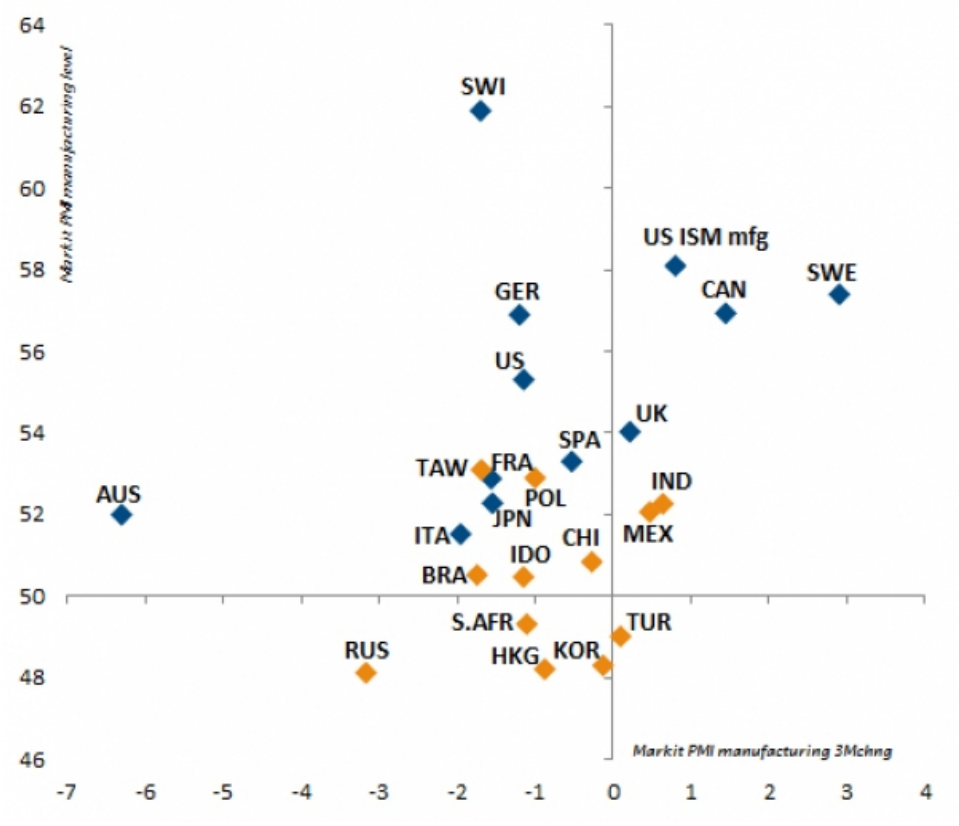
Nell'ultimo periodo le notizie macroeconomiche sono state dominate dallo scoppio delle tensioni in Turchia. La crisi diplomatica con gli Stati Uniti dovuta al mancato rilascio di un pastore americano è stata la classica "ultima goccia": l'ottava economia emergente era già in condizioni molto precarie, con un'economia in deterioramento, e questi sviluppi hanno spinto la lira su nuovi minimi storici. In un quadro caratterizzato da una crescita globale inferiore alle attese, dal rallentamento dell'economia cinese, dal deprezzamento dello yuan e da tensioni commerciali, gli sviluppi in Turchia hanno alimentato dubbi e timori sulla crescita dei mercati emergenti e in particolare sulla loro capacità di far fronte alla normalizzazione dei tassi da parte della Fed, all'aumento dei tassi d'interesse statunitensi e all'apprezzamento del dollaro.

Tuttavia, malgrado questi dati, l'economia globale continua nel complesso a crescere grazie alla solidità della domanda nei paesi sviluppati. Infatti, a causa dell'effetto combinato di una spesa pubblica dissennata, un'eccessiva dipendenza dai finanziamenti esterni e una politica monetaria non ortodossa, la Turchia va considerata un caso a parte, piuttosto che la cartina al tornasole delle condizioni dei mercati emergenti. Dopo il rallentamento del primo semestre, l'economia globale ha ripreso a espandersi grazie alla stabilizzazione della crescita in Europa e in gran parte dell'Asia emergente su livelli soddisfacenti e alla dinamica sempre positiva dell'economia statunitense, sebbene meno vigorosa e costante dell'anno scorso.

Crescita

Sebbene nella maggior parte delle principali economie le dinamiche del ciclo economico stiano nel complesso rallentando, il livello assoluto della crescita resta positivo. I principali contributi alla domanda finale dei paesi sviluppati si confermano stabili: un mercato del lavoro e dinamiche salariali positive e un settore immobiliare sostenuto da condizioni di credito favorevoli.

Trend e livello del PMI manifatturiero



Fonte
Factset, SYZ Asset Management. Dati aggiornati al: 22 agosto 2018

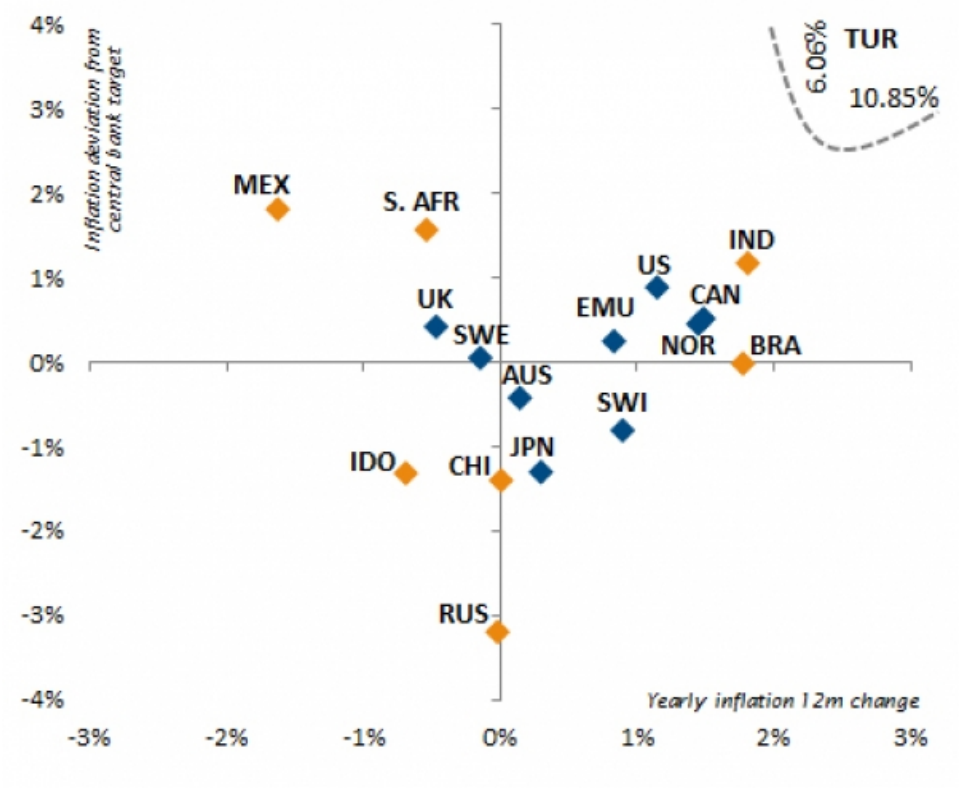
Inflazione

Malgrado i perduranti ostacoli strutturali, le dinamiche dell'inflazione si mantengono moderatamente positive in tutte le economie avanzate, grazie alla crescita economica e agli aumenti salariali che alimentano un modesto incremento dei prezzi. Nei mercati emergenti, le pressioni inflazionistiche variano da un paese all'altro, mentre le oscillazioni valutarie spesso acuiscono eventuali criticità endogene.

Orientamento di politica monetaria

Nonostante l'ultima stretta operata dalla Bank of England, il contesto di politica monetaria generale si mantiene estremamente espansivo in tutte le economie avanzate. Negli Stati Uniti, la Fed continuerà ad alzare gradualmente i tassi, portando l'orientamento a un livello leggermente restrittivo.

Trend inflazionistico e deviazione dall'obiettivo della Banca centrale



Fonte
Factset, Markit, SYZ Asset Management. Dati aggiornati al: 22 agosto 2018

Economie avanzate

Dopo un secondo trimestre relativamente positivo, l'economia statunitense ha inaugurato la stagione estiva con dinamiche altrettanto robuste, sostenute dal perdurante vigore dei consumi interni. Tuttavia, i limiti di capacità pregiudicano un'ulteriore accelerazione, inoltre è più probabile che le dinamiche macroeconomiche degli Stati Uniti finiscano per stabilizzarsi o rallentare leggermente nei prossimi mesi, pur mantenendosi su livelli relativamente elevati. L'inasprimento della politica monetaria è controbilanciato dagli stimoli fiscali, che continuano a sostenere una robusta espansione economica.

L'economia dell'eurozona sta apparentemente iniziando a stabilizzarsi dopo il rallentamento del primo semestre. Anche se il ritmo della crescita non sorprende più al rialzo, tutti gli indicatori segnalano che l'espansione annualizzata del PIL si sta consolidando attorno all'1,5%. Inoltre, anche le stime di consenso si sono adeguate a questo livello. L'eurozona sembra quindi destinata a mettere a segno una crescita superiore al potenziale e in linea con le aspettative per il resto del 2018. La banca centrale inglese, anch'essa alle prese con un tasso di crescita sostenuto, malgrado le incertezze legate alla Brexit, e un'inflazione superiore al target, ha deciso di alzare il tasso d'interesse a breve termine allo 0,75%.

Le dinamiche economiche si sono stabilizzate anche in Giappone, come dimostra il rimbalzo messo a segno dal PIL del secondo trimestre, trainato dai consumi. La Bank of Japan ha fatto un piccolissimo primo passo verso la normalizzazione della politica monetaria, alzando il tetto dei tassi titoli di stato (JGB) decennali nel contesto della sua politica di "controllo della curva dei rendimenti". Tuttavia, è ancora ben lontana dal dismettere l'attuale atteggiamento estremamente accomodante.

In Australia la crescita ha perso vigore, ostacolata da un lato dal rallentamento della crescita cinese e dai dazi statunitensi e dall'altro dal calo dei prezzi delle materie prime.

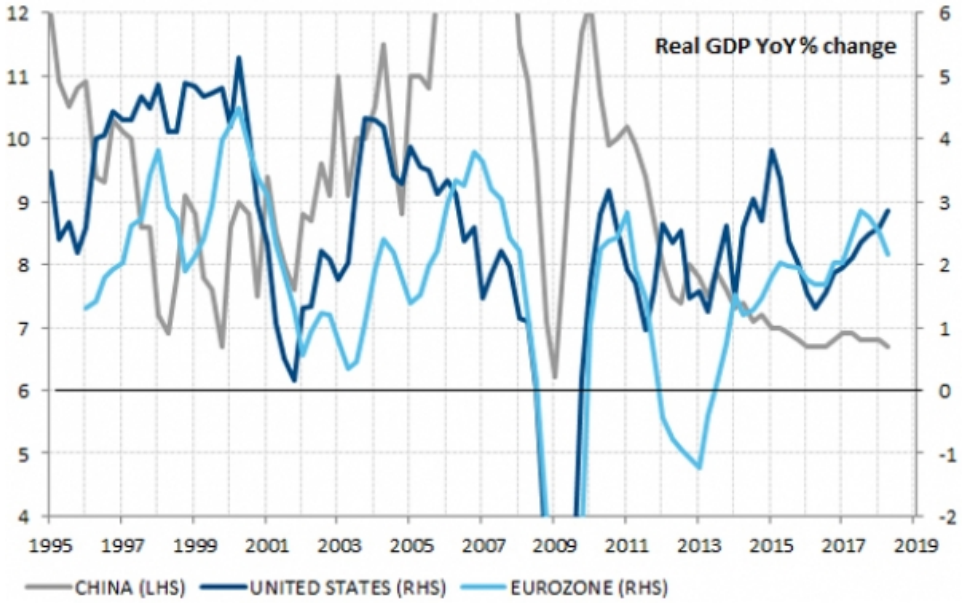
Economie emergenti

La crisi in Turchia ha richiamato alla memoria precedenti crisi dei mercati emergenti, innescate da uno dei cicli di inasprimento della Fed. Tuttavia, sino ad ora la Turchia rimane un caso isolato. Il rialzo dei tassi a breve termine e il rafforzamento del dollaro sono ulteriori difficoltà che vanno ad aggiungersi a una situazione interna già strutturalmente fragile. Le politiche economiche della Turchia pregiudicano infatti gli interessi dei creditori, dei quali il paese ha tuttavia bisogno per finanziare la propria economia. La politicizzazione della politica monetaria della banca centrale, l'assenza di una risposta efficace all'impennata dell'inflazione e il crollo della valuta sono tutti problemi di natura endogena, ai quali sono venuti a sommarsi le tensioni diplomatiche e commerciali con gli Stati Uniti.

Di conseguenza, per il momento il "rischio di contagio" per le altre economie emergenti appare limitato. La crescita ha continuato a perdere terreno in Cina e quindi anche in tutto il Sudest asiatico, ma le misure espansive fiscali e monetarie introdotte da Pechino dovrebbero favorire una stabilizzazione, se non addirittura un rimbalzo dell'attività entro la fine dell'anno.

_Adrien Pichoud

La crescita mondiale si conferma positiva, ma le incertezze sui dazi minacciano gli scambi globali già rallentati.



Fonte
Factset, SYZ Asset Management. Dati aggiornati al: 22 agosto 2018

Asset Valuation & Investment Strategy Group Review

Rischio e duration

Il nervosismo dovuto ai timori sulla Turchia e alla svalutazione della lira si è rapidamente dissipato, così come la volatilità di mercato. Le condizioni macroeconomiche restano le stesse di prima e la passeggera impennata della volatilità di mercato, accompagnata da un lieve arretramento dei listini azionari, si è rivelata più che altro un'opportunità di acquisto. Per questo motivo non abbiamo modificato la propensione al rischio.

Anche il posizionamento di duration è rimasto invariato. Le valutazioni dei Treasury USA hanno subito una vistosa rettifica, ma negli altri mercati obbligazionari mondali si sono mantenute piuttosto elevate. Inoltre, dato che la BCE, la più importante banca centrale dopo la Fed, non ha ancora apportato cambiamenti degni di nota alla politica monetaria, al momento non è consigliabile adottare un posizionamento di duration più positivo sui mercati globali.

Mercati azionari

Per tenere fede all'obiettivo di mantenere nei nostri portafogli un'esposizione azionaria elevata ma al contempo ben equilibrata, il mercato statunitense continua a costituire la componente principale della nostra asset allocation complessiva. Questa strategia ha dato buoni risultati negli ultimi mesi e a nostro avviso dovrebbe continuare a funzionare ancora per qualche tempo. Siamo tuttavia consapevoli del crescente divario tra le valutazioni, in particolare quelle degli Stati Uniti e dei mercati emergenti. L'apprezzamento del dollaro e le costanti tensioni sul commercio globale, uniti alla crisi politica e valutaria in Turchia, hanno fortemente penalizzato i listini emergenti. Esistono indubbiamente opportunità di guadagno in questo segmento del mercato, tuttavia è ancora troppo presto per modificare sostanzialmente la nostra allocazione a favore delle piazze emergenti. Interverremo quando si saranno manifestati maggiori progressi nei negoziati sugli scambi commerciali e una pausa nella corsa del dollaro. Gli unici cambiamenti apportati al posizionamento nei mercati emergenti sono stati la revisione positiva del giudizio sull'India, da avversione a lieve avversione, e il declassamento di quello sul Sudafrica a lieve avversione. L'India ha registrato un notevole miglioramento, mentre il Sudafrica risente di numerosi sintomi simili a quelli della Turchia.

"L'apprezzamento del dollaro e le costanti tensioni sul commercio globale, uniti alla crisi politica e valutaria in Turchia, hanno fortemente penalizzato i listini emergenti. Abbiamo declassato di un grado il giudizio sull'Italia da lieve avversione ad avversione. La decisione è dovuta all'aumento dell'incertezza relativa alla situazione politica in Italia, esacerbata dal mancato supporto della BCE."

Maurice Harari
Senior Portfolio Manager

Mercati obbligazionari

Dopo la correzione positiva del giudizio sul credito investment grade in occasione dell'ultima riunione, non sono state apportate ulteriori modifiche all'asset allocation obbligazionaria. Tuttavia, abbiamo effettuato due lievi cambiamenti nella componente dei titoli di Stato. L'Italia è stata declassata di un grado, da lieve avversione ad avversione, a causa della maggiore incertezza legata alla situazione politica, esacerbata dal mancato supporto della BCE. L'Australia è stata innalzata di un grado a lieve avversione a seguito del miglioramento delle valutazioni.

Forex, investimenti alternativi e liquidità

Abbiamo innalzato di un grado il giudizio sull'oro a lieve avversione. Il rafforzamento del dollaro statunitense e il fatto che le banche centrali di alcuni paesi emergenti, come la Turchia, abbiano dovuto vendere un'ingente quota delle riserve auree nazionali per arginare la corsa al ribasso delle rispettive valute hanno esercitato forti pressioni negative sul metallo giallo. La correzione delle quotazioni è stata sostanziale e da inizio anno l'oro ha perso circa il 12% rispetto al dollaro. Non consigliamo di aumentare significativamente l'esposizione all'oro per il momento, ma indubbiamente il nostro orientamento negativo sul metallo giallo va rivisto. Non abbiamo apportato altri cambiamenti ai nostri giudizi sulle altre classi di attivi.

_ Maurice Harari

Disclaimer

Il presente documento di marketing è stato redatto dal Gruppo Syz (di seguito denominato «Syz»). Esso non è destinato alla distribuzione o all'utilizzo da parte di persone fisiche o giuridiche cittadini o residenti in uno Stato, un Paese o una giurisdizione le cui leggi applicabili ne vietino la distribuzione, la pubblicazione, l'emissione o l'utilizzo. Spetta unicamente agli utenti verificare che siano legalmente autorizzati a consultare le informazioni nel presente. Il presente materiale ha esclusivamente finalità informative e non deve essere interpretato come un'offerta o un invito per l'acquisto o la vendita di uno strumento finanziario, o come un documento contrattuale. Le informazioni fornite nel presente non sono intese costituire una consulenza legale, fiscale o contabile e potrebbero non essere adeguate per tutti gli investitori. Le valutazioni di mercato, le durate e i calcoli contenuti nel presente rappresentano unicamente stime e sono soggetti a variazione senza preavviso. Si ritiene che le informazioni fornite siano attendibili; tuttavia, il Gruppo Syz non ne garantisce la completezza o l'esattezza. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.