

La nostra opinione mensile sull'asset allocation (Febbraio 2019)

Lunedì, 02/11/2019

L'inizio dell'anno è stato positivo per i mercati nonostante il continuo deterioramento dei dati sulla crescita economica. Il cambiamento di discorso da parte della Fed e il suo tono più accomodante hanno sostenuto il sentimento degli investitori, ma in generale restiamo costruttivi, anche se con cautela, in quanto prevediamo che, nei prossimi mesi, le azioni rimarranno nel range mentre i tassi dovrebbero mantenersi entro rialzi limitati. Il nostro sentimento di rischio globale tende verso la "lieve avversione", il che si riflette anche nelle nostre preferenze azionarie e nei titoli di Stato, mentre il credito resta meno interessante, in particolare rispetto ai mercati azionari liquidi.



Fabrizio Quirighetti

Macroeconomic
Strategist



Adrien Pichoud

Chief Economist & Senior Portfolio
Manager



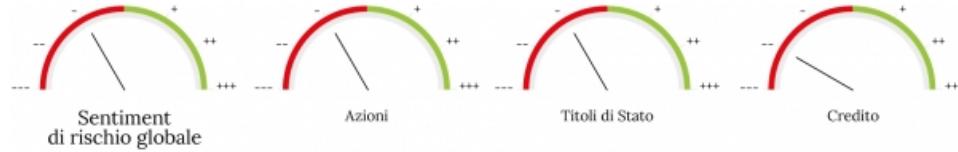
Maurice Harari

Senior Portfolio Manager



Luc Filip

Head of Discretionary Portfolio Management



Oro: perché un rendimento pari a zero è meglio di un rendimento negativo

I mercati azionari hanno iniziato l'anno con un buono slancio, in contrasto con lo scenario oscuro dello scorso dicembre. La domanda principale è quindi la seguente: "Si tratta di un rally del mercato ribassista o di un nuovo mercato rialzista?" Tendiamo a favorire la prima ipotesi. Ovviamente, a fine 2018 ci sono state delle dislocazioni, delle esagerazioni e alcune occasioni per i più coraggiosi, ma qual è stato il vero cambiamento che nelle ultime settimane ci ha fatto propendere per un trend più rialzista, in particolare dopo il recente e rapido rimbalzo?

Dal punto di vista macroeconomico, lo scenario di crescita ha continuato a deteriorarsi, in particolar modo in Europa e Giappone, che ora devono fare i conti con la stagnazione, ma anche negli Stati Uniti, dato che il sostegno fornito dalle misure di stimolo fiscale sta venendo gradualmente meno e il blocco dell'attività amministrativa non aiuterà certo i dati del primo trimestre. I dati cinesi hanno evidenziato alcuni segnali esitanti di stabilizzazione, annunci vaghi di un proseguimento delle politiche accomodanti e una recente speranza in merito a un accordo commerciale con gli Stati Uniti, che potrebbe rivelarsi solo una tregua. Di conseguenza, nella migliore delle ipotesi, è bene non attendersi nessuna stabilizzazione della crescita prima della primavera...

L'inflazione resta invece assente e sotto controllo, anche dopo dieci anni di espansione negli Stati Uniti e nelle economie dei principali mercati sviluppati (MS). I "bond vigilantes" (gli investitori che vendono per sollecitare un adeguamento dei rendimenti alla paventata fiammata dei prezzi), che hanno alla fine avuto qualche momento di gloria lo scorso anno, sono improvvisamente scomparsi nel quarto trimestre con il crollo degli attivi petroliferi e rischiosi.

Di conseguenza, l'unico cambiamento degno di nota ha riguardato la retorica della Fed. L'equilibrio che Jerome Powell aveva rotto ad ottobre con un orientamento considerato troppo aggressivo è stato ripristinato grazie alla distensione del sentimento degli investitori ottenuta con espressioni come "pazienza", "flessibile" e "dipendente dai dati". La Fed ha fatto un passo indietro giusto in tempo, fermandosi prima che la situazione potesse sfuggirle di mano. Cosa succederà adesso?

Potrebbero delinearsi due scenari. Il primo prevede una ripresa della crescita nel secondo semestre dell'anno e, in questo caso, la Fed (come pure altre banche centrali dei paesi sviluppati) dovrà proseguire la normalizzazione spingendo al ribasso le valutazioni di attivi che potrebbero non essere considerati abbastanza interessanti se confrontati con un rendimento reale positivo della liquidità standard. Nel secondo scenario la crescita scompare lentamente, in un lungo atterraggio morbido (non riteniamo possibile uno scenario di netta e dannosa recessione al punto in cui siamo), con la speranza di una sorpresa al rialzo in materia di utili per i prossimi trimestri.

In conclusione, nei prossimi mesi le azioni dovrebbero rimanere nel range e i tassi entro rialzi limitati. Restiamo pertanto cautamente costruttivi, sottopesando lievemente sia le azioni che la duration, in particolare sulla curva dell'euro, riservando risorse per il momento in cui le valutazioni diventeranno più interessanti. Ora che il debito continua ad aumentare e le banche centrali dei MS sono quasi a corto di munizioni, un'allocazione sull'oro sembra sensata. Un rendimento pari a zero è una prospettiva effettivamente migliore della promessa di un rendimento negativo su circa USD 8 mila miliardi di titoli di Stato di paesi indebitati.

Sintesi del panorama economico ed esame dell'economia globale

Da un punto di vista macroeconomico, siamo contenti che il 2018 sia finito. È stato un anno deludente rispetto all'attività economica, con un aumento del rischio a livello mondiale e condizioni di credito meno accomodanti. Le ultime settimane dell'anno non hanno modificato questi andamenti, con indicatori più deboli in Europa, Cina e persino Stati Uniti, combinati con un altro aumento dei tassi da parte della Federal Reserve e con la conferma della fine del programma di QE della BCE. Per l'economia mondiale prevale il rischio di ribasso, ma riteniamo che nell'anno in corso l'esito più probabile resti una stabilizzazione della crescita mondiale a un livello modesto.

La possibilità che questi rischi di ribasso si materializzino o meno dipende da tre aspetti importanti. Il primo è la divergenza nella politica monetaria tra gli Stati Uniti e il resto del mondo. Con una crescita mondiale che perde slancio, le normalizzazioni dei tassi dovrebbero registrare una pausa. I membri della Fed, infatti, hanno recentemente veicolato un messaggio rassicurante, che invita alla "pazienza", in contrasto con la retorica aggressiva di alcuni mesi fa.

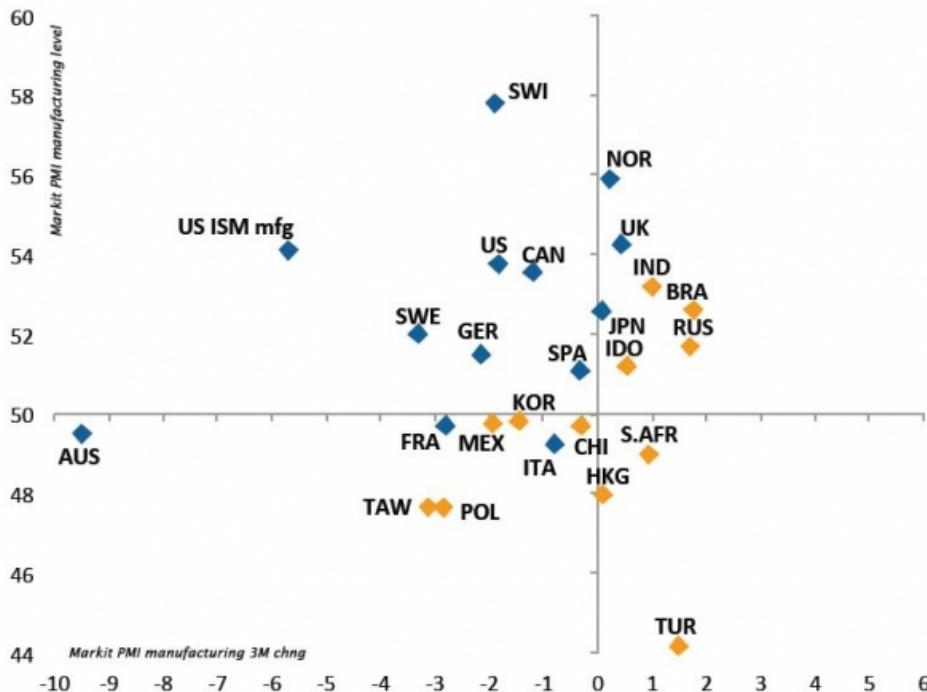
Gli altri due elementi chiave necessari per sostenere un quadro macroeconomico costruttivo quest'anno sono i segnali di stabilizzazione in Europa e in Cina. Il rallentamento economico dello scorso anno è stato spiacente, ma ha lasciato la crescita in territorio positivo. Tuttavia, qualsiasi deterioramento rispetto ai livelli attuali diventerebbe problematico. Le politiche monetarie e fiscali accomodanti indicano che è in corso una stabilizzazione, ma una serie di rischi politici, tra cui i negoziati commerciali, la Brexit e le elezioni europee, uniti a un indebolimento del sentimento del settore privato, hanno fatto salire i rischi di ribasso.

Pertanto, questi tre punti non forniscono ancora rassicurazioni tali da poter dichiarare l'emergenza rientrata. L'atteggiamento più cauto della Fed rappresenta uno sviluppo positivo, ma fragile. Le prospettive di crescita della Cina sono ancora incerte e minacciate dai dazi statunitensi, mentre l'Europa continua a non mostrare nessun segnale concreto di una ripresa dell'attività. Sebbene un possibile miglioramento macroeconomico nel corso dell'anno resti il nostro scenario di base, le incertezze e i rischi del 2018 perdureranno probabilmente anche nei prossimi mesi.

Crescita

L'Europa e la Cina stanno avendo un impatto diretto e indiretto sul rallentamento della crescita mondiale, penalizzando tutte le economie che, per soddisfare la domanda finale, si affidano a esse. E, di recente, anche lo slancio dell'America del Nord si sta affievolendo.

Dinamica di crescita in calo in generale



Fonte

SYZ Asset Management. Dati al: 21 gennaio 2019

Inflazione

Gli effetti di base dei prezzi del settore energetico stanno attualmente penalizzando le dinamiche dell'inflazione complessiva, in un contesto di deboli pressioni inflazionistiche sottostanti nei mercati sviluppati e in diversi mercati emergenti.

Orientamento di politica monetaria

Un indebolimento della dinamica di crescita, l'assenza di pressioni inflazionistiche e un trend generalizzato verso una normalizzazione delle politiche lasciano in essere una politica monetaria certamente accomodante, anche se meno rispetto ad alcuni mesi fa.

Economie avanzate

Verso la fine del 2018, fattori negativi ciclici hanno iniziato a penalizzare tutte le economie avanzate. L'eurozona ha esteso il suo trend di rallentamento, con la Francia in netto ritardo a causa dell'impatto delle tensioni sociali, il cui effetto si è fatto particolarmente sentire nel settore retail. L'economia statunitense sta sperimentando un affievolimento della dinamica di crescita, sebbene non sia chiaro per il momento se si tratti di un semplice dissolversi dell'effetto delle misure di stimolo fiscale combinato a fattori esterni, in particolare di tipo commerciale, oppure di qualcosa di più specifico relativi alle dinamiche sottostanti della crescita interna stessa. È interessante notare come il Giappone si mantenga sulla strada di un'espansione stabile, anche se non eccezionale, sostenuto dalla domanda interna.

“Sebbene un possibile miglioramento macroeconomico nel corso del 2019 resti il nostro scenario di base, le incertezze perdureranno probabilmente anche nei prossimi mesi.”

— **Adrien Pichoud**
Chief Economist & Senior Portfolio Manager



Economie emergenti

Il rallentamento della Cina è stato uno degli aspetti macroeconomici più importanti del 2018. Le politiche economiche sono gradualmente diventate più favorevoli negli ultimi mesi e dovrebbero contribuire a stabilizzare l'attività nel corso dell'anno, anche se l'impatto di queste misure non è ancora visibile nei dati. L'affievolirsi dello slancio cinese sta penalizzando le vicine economie del sud-est asiatico, in modo simile a quanto si nota in Europa orientale, dove il rallentamento dell'eurozona sta iniziando a farsi sentire.

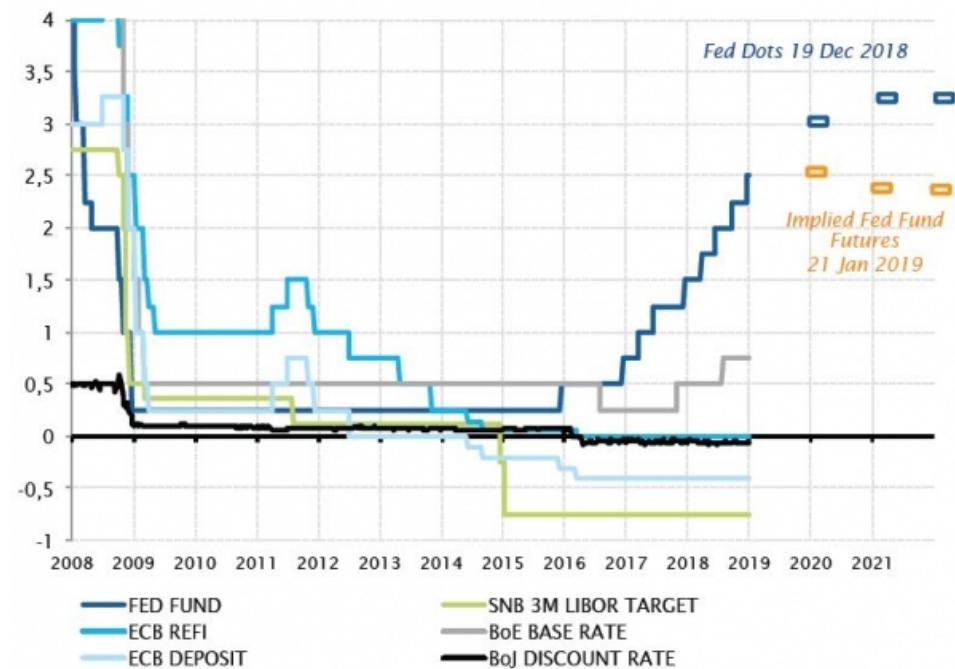
Con Bolsonaro alla guida del Brasile, l'economia continua a beneficiare del miglioramento del sentimento ottenuto con la sua vittoria alle elezioni e il paese è una tra le poche economie emergenti importanti a evidenziare una dinamica positiva. Ovviamente le sfide strutturali permangono, in particolare per quanto riguarda la necessaria riforma delle pensioni, ma nel breve termine il dinamismo è favorevole.

In un contesto di inflazione generalmente depresso, alcune economie, come Messico, Russia e Turchia, continuano a registrare pressioni inflazionistiche al rialzo. Ciò è essenzialmente dovuto a fattori interni, che costringono le banche centrali ad orientarsi verso una politica restrittiva.

Adrien Pichoud

Tassi d'interesse delle principali banche centrali

Nel 2019, la Fed dovrebbe operare una pausa e altre banche centrali non saranno probabilmente in grado di fare grandi passi avanti nel processo di normalizzazione. Durante l'anno prevarranno tassi di interesse bassi.



Fonte

Bloomberg, SYZ Asset Management. Dati al: 21 gennaio 2019

Rischio e duration

Lo scenario economico non è sufficiente a garantire un miglioramento della nostra propensione al rischio. La crescita globale è in calo, anche negli Stati Uniti, e gli ultimi dati relativi alla Cina continuano a non indicare un rimbalzo della sua economia. Sussistono inoltre incertezze su un accordo commerciale sino-statunitense. Riteniamo pertanto che sia meglio aspettare segnali di maggiore chiarezza prima di aumentare la nostra esposizione al rischio. Per ora riteniamo che un rally azionario sia limitato, da una parte, dal rialzo dei tassi operato dalla Federal Reserve in caso di un miglioramento dell'attività e, dall'altra, dai timori relativi alla crescita. Inoltre, siamo del parere che le banche centrali non modificheranno in modo sostanziale i loro orientamenti di politica monetaria, tranne in caso di imminente recessione e/o del materializzarsi del rischio sistematico, che non prevediamo.

In questo contesto manteniamo la nostra posizione di "lieve avversione" al rischio. Non abbiamo un orientamento settoriale, ma tendiamo a prediligere le azioni con dividendi di alta qualità (rispetto al credito), che offrono un carry interessante, con un rendimento superiore al 4%, e sono meno volatili del resto del mercato. Continuiamo a preferire il mercato azionario statunitense a quello europeo.

In futuro, potremmo aumentare l'esposizione ai mercati emergenti in Europa in caso di un miglioramento dei dati macroeconomici, di un progresso nella situazione relativa ai dazi doganali e di una stabilizzazione o deprezzamento del dollaro USA.

La duration è rimasta invariata dallo scorso mese, mantenuta su una "lieve avversione". I tassi hanno un potenziale di ribasso limitato, dato che i livelli restano deboli, ma vale la pena detenere della duration in portafoglio per bilanciare il rischio. Inoltre, le dinamiche macroeconomiche stanno gradualmente perdendo forza e la pausa nel processo di normalizzazione non favorisce un netto incremento dei tassi.

"Abbiamo mantenuto invariati i giudizi complessivi su rischio e duration, tenuto conto dello scenario economico e delle valutazioni che non sono sufficienti a comportare miglioramenti. Ma gli attivi europei stanno iniziando a diventare interessanti in termini di valutazioni e rendimenti corretti per il rischio."

— Maurice Harari
Senior Portfolio Manager

Mercati azionari

In generale, nel corso del mese, i premi al rischio azionario sono migliorati in quasi tutti i mercati azionari sviluppati, ma senza raggiungere livelli convenienti. Questo miglioramento è stato sostenuto da rendimenti obbligazionari più bassi a dicembre e da costi del capitale più alti. Le valutazioni sui mercati emergenti non sono state alterate di molto, dato che questi mercati hanno dimostrato una maggiore resilienza a dicembre e le valutazioni erano già abbastanza basse.

Il giudizio sulle azioni del Regno Unito è stato innalzato di un grado, a "lieve preferenza", sulla base di valutazioni interessanti, del rendimento da dividendi elevato e del fatto che recentemente hanno perso il favore degli investitori. La sterlina e le azioni britanniche scontano molte notizie negative, mentre le valutazioni di queste ultime restano convenienti: esiste pertanto un maggiore potenziale di un rialzo inatteso con un rischio di ribasso limitato. L'assenza di accordo sulla Brexit o la possibilità di una "hard" Brexit sarebbero gli scenari peggiori per i mercati, anche se sembrano molto improbabili.

Abbiamo portato a "lieve avversione" anche il Sudafrica, per ridurre la posizione sottopesata nei mercati emergenti.

Mercati obbligazionari

Nonostante un leggero deterioramento delle valutazioni, i titoli di Stato nominali restano interessanti nella situazione economica attuale e sono associati a una "lieve preferenza". Dato il miglioramento delle valutazioni, abbiamo mantenuto a "lieve preferenza" le obbligazioni indicizzate all'inflazione. Le valutazioni dei titoli investment grade e high yield non sono aumentate in modo sufficiente da comportare miglioramenti di giudizio. Continuiamo a privilegiare la liquidità nel comparto azionario rispetto alla minore liquidità dell'universo del credito. Sui mercati emergenti, il valore del debito espresso in valuta forte resta migliore di quello in valuta locale.

Forex, investimenti alternativi e liquidità

Abbiamo innalzato di un grado il giudizio sulla sterlina britannica, portandolo a "lieve preferenza", tenuto conto delle valutazioni e dell'aumento della probabilità di una "soft" Brexit.

Questo mese, non abbiamo apportato ulteriori modifiche ai giudizi sulle valute. Abbiamo confermato la nostra "lieve preferenza" per lo yen giapponese rispetto al dollaro USA per apportare decorrelazione ai portafogli, mentre è rimasto il giudizio di "avversione" sul franco svizzero.

Manteniamo l'oro a "lieve preferenza", date le sue caratteristiche di diversificazione nel contesto attuale di avversione al rischio.

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.