

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

Lunedì, 07/22/2019

Ci risiamo... La disperata ricerca di rendimento è di nuovo tra noi. In un mondo con oltre USD 13.000 miliardi di titoli obbligazionari con rendimento negativo e dove detenere liquidità nelle valute dei mercati sviluppati (MS) è penalizzante, non ci sono alternative.

Al banco degli imputati siedono le banche centrali ultra-accomodanti dei MS, disposte a fare il possibile per rilanciare la crescita nominale. Non sottovalutiamo la loro creatività, ma dubitiamo che tassi ridotti e misure non convenzionali siano efficaci per sostenere la crescita economica e l'inflazione. Sfortunatamente, tassi ridotti e maggiore crescita nominale non vanno di pari passo, in quanto i principali problemi sono strutturali. Il rallentamento di crescita e inflazione abbinato all'aumento del debito non è un nuovo trend. Tagliare i tassi non è la soluzione, ma semplicemente un modo per procrastinare e fare finta di nulla.



Fabrizio Quirighetti
*Macroeconomic
Strategist*



Adrien Pichoud
*Chief Economist & Senior Portfolio
Manager*



Maurice Harari
Senior Portfolio Manager



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



IL RITORNO DEGLI "ZOMBIE" NON LASCIA ALTERNATIVE: ANDARE ALLA DISPERATA RICERCA DI RENDIMENTO

Ci risiamo... La disperata ricerca di rendimento è di nuovo tra noi. In un mondo con oltre USD 13.000 miliardi di titoli obbligazionari con rendimento negativo e dove detenere liquidità nelle valute dei mercati sviluppati (MS) è penalizzante, non ci sono alternative.

Al banco degli imputati siedono le banche centrali ultra-accomodanti dei MS, disposte a fare il possibile per rilanciare la crescita nominale. Non sottovalutiamo la loro creatività, ma dubitiamo che tassi ridotti e misure non convenzionali siano efficaci per sostenere la crescita economica e l'inflazione. Sfortunatamente, tassi ridotti e maggiore crescita nominale non vanno di pari passo, in quanto i principali problemi sono strutturali. Il rallentamento di crescita e inflazione abbinato all'aumento del debito non è un nuovo trend. Tagliare i tassi non è la soluzione, ma semplicemente un modo per procrastinare e fare finta di nulla.

Stando a un rapporto della BRI, il 12% delle società quotate nel mondo può già fregiarsi del non invidiabile titolo di "aziende zombie", con utili insufficienti per coprire gli interessi da versare. Non siete ancora convinti? Pensate al debito pubblico italiano o ai passivi non finanziati a livello globale. Oppure provate a chiedere a un membro della banca centrale giapponese.

Il pragmatismo è quindi d'obbligo nel nostro attuale posizionamento, che può essere riassunto come segue: mantenere un beta azionario da basso a moderato e ricaricare il carry del debito. I mercati azionari sono bloccati su livelli che li rendono ora più esposti a ulteriore volatilità e meno inclini a produrre guadagni. Gli interventi della Fed nel corso dell'estate si riveleranno forse più limitati di quanto atteso e la crescita degli utili continuerà probabilmente a deludere, con il materializzarsi dei rischi di ribasso per la crescita.

In merito all'allocazione sul reddito fisso e al posizionamento in termini di duration, raccomandiamo di conservare gli investimenti, mantenere un determinato livello di duration, privilegiare il debito dei mercati emergenti (ME) e incrementare il credito europeo. I titoli di Stato tedeschi e francesi, così come quelli spagnoli e portoghesi a cinque anni, presentano tassi negativi. Inoltre, le valutazioni degli spread in Europa restano piuttosto interessanti e il credito investment grade potrebbe finire nel mirino della BCE, nel quadro del prossimo programma di QE.

In questo scenario di tassi ridotti, è ancora opportuno puntare sui titoli growth del settore tecnologico, ricercare opportunità sui ME e restare esposti a investimenti di alta qualità che offrono flussi reddituali solidi e costanti.

Da ultimo, ma non meno importante, continuiamo ad apprezzare lo yen giapponese e l'oro come elementi di diversificazione. La "barbara reliquia" sta tornando in auge, poiché la credibilità delle banche centrali e, pertanto, la moneta fiduciaria continueranno in futuro a essere messe in discussione. Improvvisamente i mercati si sono resi conto che l'economia statunitense è ad appena una recessione di distanza dal cadere nella stessa trappola di liquidità in cui sono finiti Giappone ed Europa. Questo significa che persino i tassi di remunerazione della liquidità in dollari USA potrebbero varcare il Rubicone in un futuro non molto lontano.

_Fabrizio Quirighetti

SINTESI DEL PANORAMA ECONOMICO ED ESAME DELL'ECONOMIA GLOBALE

Le banche centrali si sono infine arrese agli sviluppi negativi sempre più numerosi e ai crescenti rischi di ribasso. Alla luce di una crescita globale in rallentamento combinata con una debole inflazione, un calo delle aspettative, tensioni geopolitiche in ascesa e un prolungato impatto delle tensioni commerciali, Washington, Francoforte e Tokyo sono tutte giunte alla stessa conclusione: allentare concretamente la politica monetaria. Il presidente della BCE e il Consiglio della Fed hanno entrambi comunicato di prevedere un taglio dei tassi a breve termine nei prossimi mesi, mentre il governatore della Banca del Giappone ha indicato una certa flessibilità (al ribasso) sul fronte dei rendimenti a lungo termine.

Questa svolta simultanea delle banche centrali è ovviamente connessa al rallentamento generalizzato dell'attività che interessa sia le economie sviluppate sia quelle emergenti. Smentendo le aspettative di una ripresa, soprattutto in Europa e Cina, la dinamica della crescita globale è rimasta fragile e continua a perdere vigore, con i recenti indicatori che puntano a una battuta d'arresto persino negli Stati Uniti. Tuttavia, per il momento la solida domanda interna in gran parte delle economie avanzate impedisce loro di sprofondare in recessione e ha finora scongiurato un allentamento della politica monetaria da parte delle banche centrali. Il declino dell'inflazione attesa e reale, che soprattutto nell'eurozona ha minacciato ulteriormente gli obiettivi delle banche centrali, peraltro già mancati, è stato probabilmente la classica goccia che ha fatto traboccare il vaso. L'impatto di un allentamento monetario sui tassi d'inflazione resta però incerto. Tuttavia, fintanto che le dinamiche associate a crescita e inflazione permangono depresse, le banche centrali avranno motivo di procedere in tal senso e mantenere un approccio molto accomodante, quanto meno per cercare di preservare la propria credibilità.

Crescita

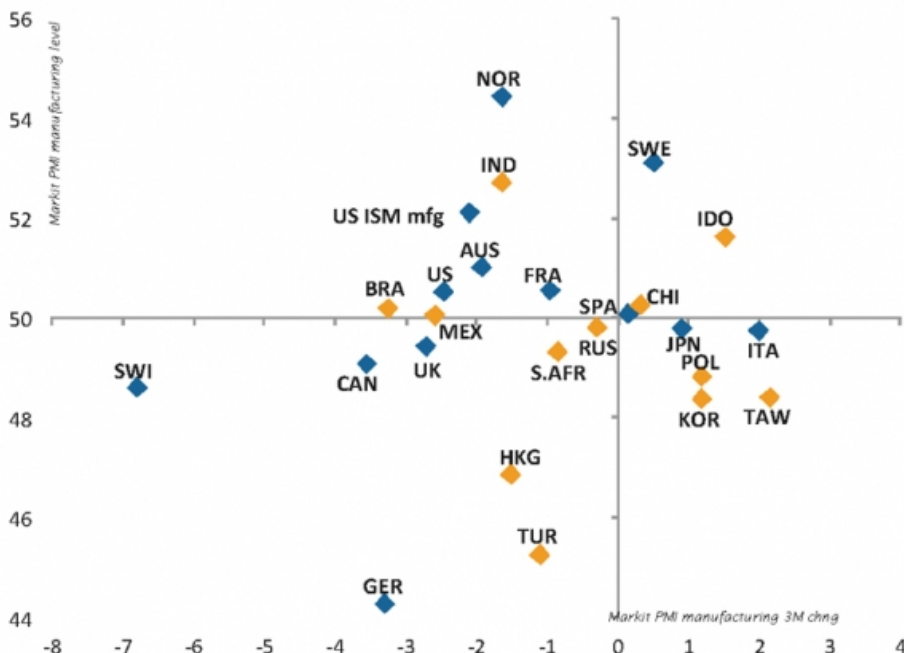
Il persistente rallentamento della crescita nelle economie sviluppate e le costanti tensioni commerciali tra Cina e Stati Uniti sembrano infine aver minato la promettente dinamica osservata negli scorsi mesi in molti paesi dei ME. L'intera economia globale sta perdendo colpi, salvo poche eccezioni...

Inflazione

Le dinamiche dell'inflazione permangono in generale fiacche e non sono state favorite dalla recente flessione dei prezzi del petrolio, che peserà sull'inflazione complessiva. Aspetto più allarmante per le banche centrali, sono diminuite anche le stime di inflazione sul medio termine. Il mondo si sta sempre più "giapponesizzando"...



Rallentamento generalizzato della crescita nei MS e ME.



Fonte

Fonti: Factset, SYZ Asset Management. Dati al: 27.06.2019

Orientamento di politica monetaria

Oltre alla svolta accomodante delle banche centrali nei paesi sviluppati, spettacolare e oggetto di ampia copertura mediatica, anche le banche centrali dei ME stanno gradualmente ammorbidendo le rispettive politiche monetarie. Questo avviene in un contesto segnato da crescita e inflazione fragili, a cui si aggiunge un dollaro statunitense che ha smesso di apprezzarsi.

Esame dell'economia globale

Il rallentamento della crescita in atto dallo scorso anno non ha risparmiato nessuna delle maggiori economie sviluppate. Anche se gli indici del settore manifatturiero sembrano essersi stabilizzati in Europa, rimangono su livelli alquanto depressi, facendo riaffiorare il rischio che tale debolezza ciclica contagi infine l'economia interna trainata dai consumi, finora resistente. Potrebbero già essere stati fatti danni, poiché il sentiment continua a deteriorarsi e le dinamiche dell'occupazione mostrano segni di cedimento, persino in Germania. Anche negli Stati Uniti sono emersi segni di tendenze analoghe, con una convergenza verso il basso degli indici manifatturieri, che si allineano ai già modesti valori nel resto del mondo, ma anche una crescita dell'occupazione più debole.

« Alla luce di una crescita globale in rallentamento e una debole inflazione, Washington, Francoforte e Tokyo sono tutte giunte alla stessa conclusione: allentare nuovamente la politica monetaria. »

e una fiducia delle famiglie in calo. È indubbio che questi fenomeni siano in parte imputabili all'esaurimento degli stimoli fiscali presenti nel 2018. Tuttavia, la scarsa crescita globale e le incertezze sul versante commerciale esercitano anche pressioni ribassiste sul ciclo economico. Questo vale anche per il Giappone, dove il settore esterno è penalizzato dalla mediocre crescita cinese, le inquietudini commerciali e l'apprezzamento dello yen, mentre sull'economia interna incombe la minaccia dell'aumento dell'IVA previsto a ottobre. Anche i paesi produttori di materie prime, come l'Australia o il Canada, patiscono la minore domanda globale (e soprattutto cinese).

Economie emergenti

In modo analogo all'eurozona, le speranze di una ripresa dell'economia cinese, apparse nel corso del primo trimestre, sono state disattese. Le costanti e addirittura crescenti tensioni commerciali con gli Stati Uniti non hanno inciso soltanto sul settore manifatturiero trainato dalle esportazioni, ma anche sui consumi interni. Di conseguenza, la crescita del PIL si è mantenuta su un livello minimo da decenni, con funeste ripercussioni a catena su altre economie del Sud-est asiatico quali Corea o Taiwan.

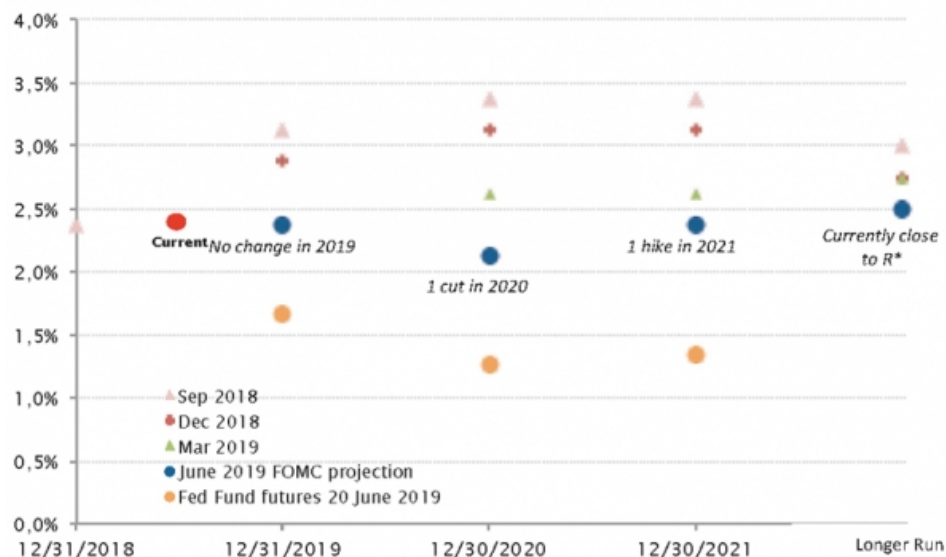
L'incertezza politica rappresenta un ulteriore ostacolo per le dinamiche della crescita in alcune grandi economie emergenti, dove si sono di recente tenute le elezioni e in cui l'attuazione delle riforme è fondamentale per la stabilità sul lungo termine. È il caso del Brasile, dove la riforma delle pensioni è ancora in sospeso, del Sudafrica o del Messico, paesi sui quali pesano le vicissitudini rispettivamente di Eskom e Pemex, e della Turchia, chiamata a fare giochi di prestigio per stabilizzare la lira e conservare in tal modo l'accesso ai mercati dei capitali globali, senza far mancare un sufficiente sostegno interno al presidente.

L'andamento dei prezzi del petrolio ha frenato la dinamica della crescita in Russia. Tuttavia, dato che l'inflazione sembra essere anch'essa calata, la banca centrale può infine allentare la sua posizione finora alquanto restrittiva.

_Adrien Pichoud

Valutazioni formulate dai membri del FOMC sul livello adeguato dei tassi dei Fed Fund e aspettative del mercato

Nell'arco di un anno, le aspettative della Fed sono drasticamente cambiate: da un aumento dei tassi a una loro diminuzione. I mercati dei future scontano tagli dei tassi per 100 pb nei prossimi 12 mesi



Fonte

Fonti: Federal Reserve, Bloomberg, SYZ Asset Management Dati al: 20.06.2019

Asset Valuation & Investment Strategy Group Review

Rischio e duration

Nel mese in rassegna, abbiamo nuovamente innalzato il grado di propensione al rischio a "lieve avversione" e mantenuto la duration su "lieve avversione" nell'ambito della nostra asset allocation.

La svolta accomodante della Fed statunitense e della BCE influirà sulla futura evoluzione delle politiche e avrà un impatto significativo sui mercati finanziari (di gran lunga superiore a quello delle dinamiche correlate a crescita o inflazione). Pertanto, gli operatori del mercato saranno costretti a mantenere o incrementare gli attivi a rischio, per schivare le forze monetarie della repressione finanziaria.

« Siamo tornati a innalzare di un grado la propensione al rischio (a lieve avversione), rafforzando l'esposizione agli attivi più rischiosi nell'universo del reddito fisso, sostenuti da un regime di politica monetaria nel complesso più accomodante in gran parte delle maggiori economie avanzate. »

Fino a quando non emergeranno segni tangibili di una ripresa della crescita economica, i mercati azionari dovrebbero restare volatili, con soltanto rialzi limitati. Con i tassi su livelli artificialmente depressi, l'allocazione azionaria dovrebbe essere molto tattica e dipendere dal trend della crescita, poiché diminuisce l'importanza delle valutazioni. Stiamo tuttavia attuando questa maggiore propensione al rischio attraverso attivi con "carry" sui mercati del reddito fisso, tramite credito e debito dei mercati emergenti in valuta estera.

Dato che non abbiamo sfruttato appieno il rally dei tassi d'interesse sui titoli di Stato "core", preferiamo a questo punto non incrementare la duration pura (prevediamo infatti una flessione temporanea dopo tale ripresa e un'impennata delle valutazioni). Assumiamo tuttavia rischi di duration indiretti, rafforzando il credito e il debito dei mercati emergenti in valuta forte.

Di conseguenza, l'aumento del rischio sarà implementato unicamente nel segmento "più rischioso" del reddito fisso e non nella componente azionaria.

Mercati azionari

Valutiamo i mercati azionari di Europa, Cina e Giappone come "lieve avversione", mentre l'esposizione generale agli Stati Uniti e ai mercati emergenti si colloca un grado sopra a "lieve propensione".

Nei prossimi mesi Europa, Cina e Giappone saranno potenzialmente le prime a subire le conseguenze dirette o indirette di una crescita deludente o di un'escalation della guerra commerciale.

Inoltre, preferiamo ancora non esprimere un orientamento settoriale eccessivamente forte né per i titoli difensivi né per quelli ciclici, poiché nessun particolare settore sembra distinguersi per valutazioni o dinamismo degli utili.

Tuttavia, continuiamo ad apprezzare le azioni a dividendo elevato che dovrebbero essere meno esposte al rischio di temporaneo rialzo dei tassi d'interesse oltre a offrire un'alternativa di medio-lungo periodo all'attuale scenario di tassi d'interesse ridotti.

Mercati obbligazionari

Dopo aver rivisto al rialzo la nostra valutazione del rischio, abbiamo deciso di incrementare di due gradi (a "lieve propensione") il credito investment grade superiore e di un grado (a "lieve avversione") l'high yield. Continuiamo a preferire il credito europeo a quello statunitense per motivi di valutazione, nonché vista la ripidità della curva dei rendimenti in euro e l'approccio accomodante della BCE.

Per quanto concerne il credito investment grade: abbiamo innalzato Stati Uniti, Europa e Regno Unito rispettivamente a "lieve avversione", "lieve propensione" e "avversione".

Non abbiamo modificato la nostra preferenza relativa per i titoli di Stato reali rispetto a quelli nominali e per le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta forte rispetto a quelle in valuta locale.

Le obbligazioni indicizzate e nominali italiane sono ora una delle nostre principali posizioni (insieme agli Stati Uniti) e sono state entrambe riviste al rialzo rispettivamente a "lieve avversione" e "lieve propensione".

Riguardo al debito dei mercati emergenti, l'attuale contesto permane favorevole, soprattutto in caso di un futuro allentamento della Fed e qualora, in linea con il nostro scenario economico centrale, l'economia statunitense non scivoli in recessione sul breve termine. Inoltre, le valutazioni restano interessanti, soprattutto in termini relativi rispetto al credito o ai periferici europei.

Nel paniere in valuta forte, il Messico è stato declassato a "lieve avversione" e il Brasile innalzato a "lieve propensione"; quest'ultimo paese può contare al momento sul sostegno e la fiducia degli investitori esteri.

L'Indonesia (valuta locale) è stata incrementata a "lieve avversione", in quanto il contesto economico resta propizio, con un'inflazione sotto controllo e una banca centrale che potrebbe ammorbidire la sua politica restrittiva. Di recente, S&P ha anche rivisto al rialzo il suo rating del debito e il paese potrebbe essere tra i principali beneficiari di una Fed più accomodante.

Forex, investimenti alternativi e liquidità

Preferiamo il dollaro statunitense all'euro, malgrado le valutazioni più elevate del biglietto verde, poiché offre previsioni di crescita più rosee e un differenziale di rendimento ancora positivo.

Per quanto riguarda lo yen giapponese, il cui giudizio è di "lieve propensione", la nostra stima della valuta continua a essere favorevole rispetto al franco svizzero, la cui natura di bene rifugio è stata minata dall'orientamento accomodante in termini di politica monetaria assunto dalla Banca nazionale svizzera. Manteniamo infine una "lieve propensione" per l'oro, data la sua caratteristica di diversificazione in un contesto di avversione al rischio.

_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.