

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

Giovedì, 09/12/2019

Come spesso accade, agosto non è stato un mese tranquillo sui mercati finanziari come avrebbe potuto credere chi è andato in vacanza. Dopo due mesi in cui il dolce nettare dei previsti tagli dei tassi ha alimentato i mercati azionari e obbligazionari, è bastato un tweet per riportare gli investitori alla dura realtà: le tensioni commerciali e le incertezze riguardanti la crescita economica permangono e con loro i potenziali rischi di ribasso incombenti sul sentiment e sull'attività economica.

In questo contesto è importante distinguere tra sviluppi potenziali e reali. Obiettivamente l'attuale situazione è quella di un continuo rallentamento della crescita economica causato dall'indebolimento della dinamica ciclica, da un'attività industriale che perde vigore e dalle incertezze riguardanti le condizioni commerciali e geopolitiche mondiali (dazi USA e Brexit, solo per citarne alcune). Finora però, la crescita economica resta sostenuta da un'attività resiliente nel settore dei servizi e dei consumi delle famiglie, con una disoccupazione bassa o in calo, condizioni di finanziamento accomodanti e la risalita dei prezzi delle abitazioni.



Adrien Pichoud

Chief Economist & Senior Portfolio Manager



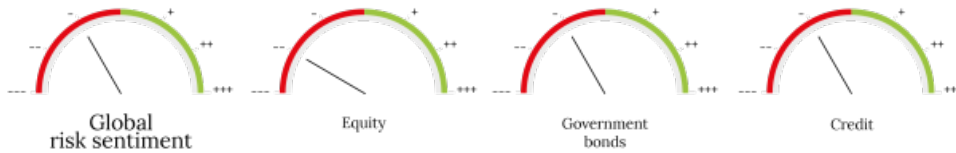
Maurice Harari

Senior Portfolio Manager



Luc Filip

Head of Discretionary Portfolio Management



Resistere alle tentazioni

Come spesso accade, agosto non è stato un mese tranquillo sui mercati finanziari come avrebbe potuto credere chi è andato in vacanza. Dopo due mesi in cui il dolce nettare dei previsti tagli dei tassi ha alimentato i mercati azionari e obbligazionari, è bastato un tweet per riportare gli investitori alla dura realtà: le tensioni commerciali e le incertezze riguardanti la crescita economica permangono e con loro i potenziali rischi di ribasso incombenti sul sentiment e sull'attività economica.

In questo contesto è importante distinguere tra sviluppi potenziali e reali. Obiettivamente l'attuale situazione è quella di un continuo rallentamento della crescita economica causato dall'indebolimento della dinamica ciclica, da un'attività industriale che perde vigore e dalle incertezze riguardanti le condizioni commerciali e geopolitiche mondiali (dazi USA e Brexit, solo per citarne alcune). Finora però, la crescita economica resta sostenuta da un'attività resiliente nel settore dei servizi e dei consumi delle famiglie, con una disoccupazione bassa o in calo, condizioni di finanziamento accomodanti e la risalita dei prezzi delle abitazioni.

Per il futuro, è evidente che il rischio di un trend ribassista dell'attività industriale e della fiducia delle imprese potrà avere ripercussioni sul settore dei servizi e sulla fiducia dei consumatori. Più questa tendenza al ribasso continua e maggiori saranno le possibilità che la conseguente ricaduta possa provocare il temuto scenario di recessione mondiale. Non ci sono tuttavia prove che questo scenario stia già prendendo forma. Pertanto presumere la concretizzazione di tale scenario negativo sarebbe altrettanto imprudente come supporre che le cose finalmente miglioreranno.

In base allo scenario, le valutazioni di azioni e obbligazioni possono essere considerate sia come troppo costose, sia sempre interessanti dato il previsto allentamento di politica monetaria di vasta portata. In questa situazione riteniamo che il miglior approccio sia di mantenere un equilibrio tra gli attivi che potrebbero beneficiare di uno scenario di stabilizzazione della crescita, come le azioni, il credito e il debito dei mercati emergenti (ME) da una parte, e gli attivi difensivi che dovrebbero proteggere i portafogli in caso di recessione globale. Tra questi attivi figurano i titoli di Stato, l'oro e lo yen giapponese.

A nostro avviso il principale pericolo in questa fase è cedere alla tentazione di agire senza una base fattuale, destabilizzando così l'allocazione e tentando una scommessa senza garanzie. Pur riconoscendo l'incremento dei rischi di ribasso, manteniamo il nostro orientamento "cautamente neutrale", favorendo la riallocazione tra le classi di attivi per aumentare la solidità dei nostri portafogli.

_Adrien Pichoud

SINTESI DEL PANORAMA ECONOMICO ED ESAME DELL'ECONOMIA GLOBALE

Più a lungo le cose restano invariate e più diventano binarie. Ciò potrebbe riassumere lo scenario macroeconomico mondiale che ha mostrato tendenze simili dall'inizio dell'anno senza cambiamenti significativi nelle ultime settimane: la permanente debolezza dell'attività industriale ciclica e la resilienza dell'attività interna trainata dai servizi. Poiché quest'ultima incide di più sul PIL della prima, è per ora sufficiente a mantenere la crescita del PIL in territorio positivo nel mondo sviluppato, ad eccezione della Germania che registra una contrazione nel secondo trimestre.

Più a lungo durerà questa situazione e più l'esito sarà binario. La continuazione del trend ribassista dell'attività manifatturiera, unita alle tensioni e alle incertezze commerciali, provoca senza dubbio l'aumento del rischio di ripercussioni sul settore dei servizi e sulla fiducia delle famiglie, il che potrebbe spingere le economie verso la recessione. Ma la semplice stabilizzazione dell'attività industriale nelle economie avanzate sarebbe sufficiente per dissipare i timori di recessione e sostenere uno scenario di fine ciclo, espansione economica fragile ma positiva, in particolare nel contesto di un rinnovato sostegno dato dalla politica monetaria. In altre parole, la divergenza tra l'attività industriale e dei servizi non può ampliarsi all'infinito e, a seconda di quale settore interrompe il trend, le crescenti preoccupazioni sulle prospettive macroeconomiche mondiali potrebbero rivelarsi sbagliate o essere confermate. In entrambi gli scenari potrebbe essere dato per scontato che le banche centrali diventeranno sempre più accomodanti, quantomeno a causa del basso livello di inflazione e delle pressioni inflazionistiche.

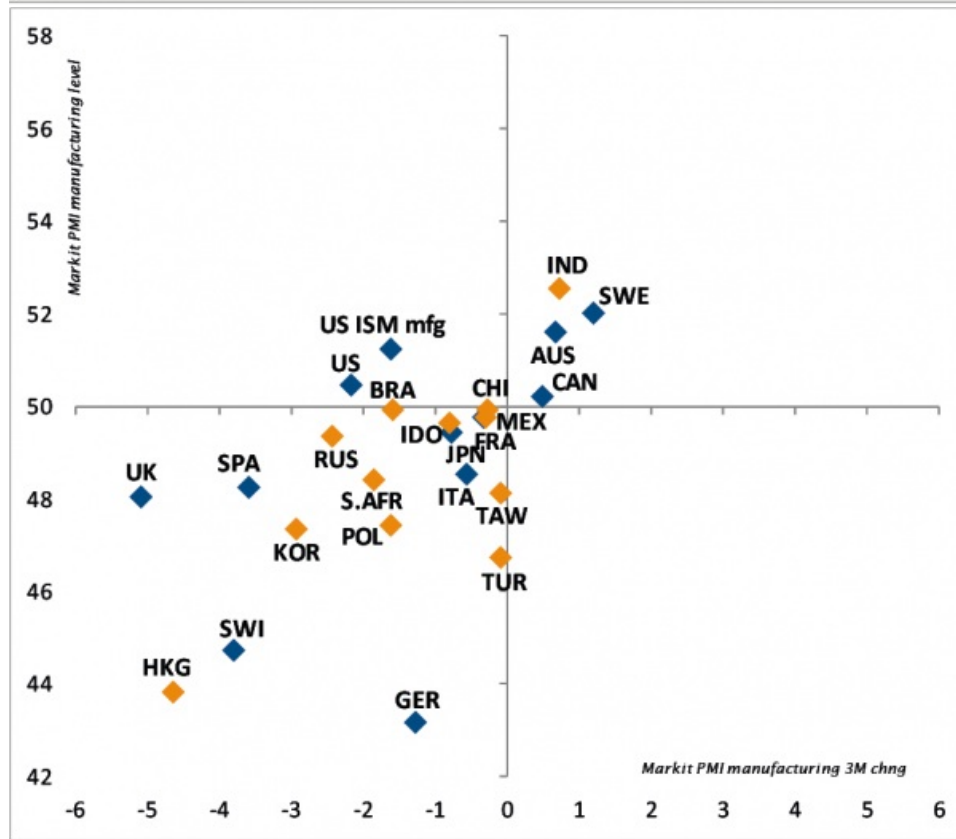
Crescita

La maggior parte dell'economia mondiale continua a decelerare in seguito alla stessa combinazione di fattori negativi dei mesi precedenti: rallentamento del commercio e degli investimenti a livello mondiale per effetto dei dazi statunitensi e cinesi, incertezze commerciali globali e incertezze legate alla Brexit in Europa. Per ora non ci sono prove che il rallentamento si sia affievolito o abbia addirittura registrato un'inversione di tendenza.

Inflazione

L'inflazione resta bassa e sostanzialmente inferiore ai target delle banche centrali nelle economie sviluppate ed emergenti. Tuttavia, negli Stati Uniti e in Europa si registrano segnali del raggiungimento di un punto di minimo, dovuti principalmente a fattori tecnici. Ciò significa tuttavia che il trend deflazionistico del primo semestre dell'anno potrebbe essere sul punto di invertirsi gradualmente.

L'attività industriale mondiale è attualmente in contrazione a causa delle incertezze commerciali



Fonte
SYZ AM, Factset. Dati al 31.08.2019.

Orientamento di politica monetaria

Dopo il netto e ben pubblicizzato cambiamento di orientamento da parte delle banche centrali che hanno annunciato un imminente allentamento monetario, è ora di raccogliere i risultati. La Federal Reserve ha già tagliato i tassi di interesse ufficiali a luglio ma continuerà probabilmente a farlo a settembre.

Economie avanzate

L'economia statunitense continua a mostrare indicatori economici contrastanti, leggermente più deboli ma senza una contrazione dell'attività industriale e con un'attività del settore dei servizi e i consumi delle famiglie che restano abbastanza solidi, grazie al basso livello di disoccupazione e a condizioni di finanziamento agevolate. In questo contesto, i timori di recessione o il previsto allentamento monetario da parte della Fed sono basati sulle preoccupazioni che un rallentamento globale e i dazi doganali possano penalizzare in modo significativo l'attività in futuro. Sebbene ciò sia chiaramente un rischio, per il momento non si è ancora concretizzato.

In Europa, l'impatto del rallentamento della domanda mondiale di esportazioni industriali ha già severamente colpito la crescita economica e continua a penalizzare la Germania, fortemente dipendente dal settore manifatturiero. Tuttavia la combinazione di disoccupazione in calo, vivacità del mercato immobiliare e condizioni di credito favorevoli sostiene, presentando alcune analogie con la situazione statunitense, l'attività economica interna e sta contribuendo alla stabilizzazione della maggior parte dell'eurozona su un livello di crescita lieve ma positiva. Date però le pressioni derivanti da un'inflazione in calo e tenuto conto dei rischi di ribasso nelle prospettive di crescita, la BCE continua ad avere ragioni molto valide per intraprendere un allentamento monetario nei prossimi mesi. Per quanto riguarda la Svizzera, questa combinazione di rallentamento dell'attività industriale nell'eurozona e di probabili tagli dei tassi da parte della BCE rappresenta un mix macroeconomico molto negativo. Penalizza fortemente una parte importante dell'economia, a causa del calo della domanda di esportazioni svizzere e dell'impatto negativo di un franco svizzero più forte rispetto all'euro. La Banca nazionale svizzera ha a disposizione opportunità limitate di controbilanciare queste dinamiche. Allo stesso modo la Banca del Giappone ha poche opzioni di contrastare il ribasso della dinamica inflazionistica del paese sostenuta dall'apprezzamento dello yen.

Economie emergenti

Il rallentamento della crescita mondiale nonché le incertezze a livello commerciale e di dazi penalizzano gradualmente le economie emergenti nonostante una domanda interna relativamente resiliente. L'Europa dell'Est risente dell'impatto del rallentamento dell'attività industriale in Germania, il Sud-Est asiatico è direttamente esposto alle ripercussioni delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina, proprio come le tensioni tra Giappone e Corea del Sud non fanno altro che aggravare l'instabilità commerciale.

In questo contesto, la tendenza verso ulteriori tagli dei tassi e verso un allentamento delle condizioni di credito, già in azione da diversi mesi, sembra destinata a protrarsi, in particolare dato che la Fed e la BCE stanno per intraprendere nuovamente il cammino del QE.

_Adrien Pichoud

Indice dell'attività globale dei settori manifatturiero e dei servizi.

L'attività manifatturiera globale è in contrazione, mentre l'attività del settore dei servizi resta per ora resiliente e sostiene la crescita globale



Fonte
SYZ AM, Factset. Dati al 31.08.2019

Rischio e duration

È stata confermata una "lieve avversione" al rischio, anche se siamo stati tentati di diminuire l'esposizione al rischio del portafoglio a causa del recente deterioramento del sentiment del mercato. Abbiamo tuttavia assunto un approccio indiretto di riduzione del rischio all'interno della struttura dei nostri prodotti azionari e obbligazionari.

Abbiamo preferito questa tattica poiché siamo già cautamente posizionati in termini di esposizione azionaria. Inoltre, le valutazioni azionarie erano stabili nello scorso trimestre e non sono peggiorate così tanto da provocare un cambiamento significativo di orientamento in questo comparto.

Sebbene dal punto di vista macroeconomico i rischi di ribasso, in particolare quello di recessione, aumentino con l'estendersi del trend di rallentamento della crescita globale, continuiamo a ritenere che lo scenario più probabile sia quello in cui la crescita globale non diventerà improvvisamente negativa. Dovrebbe piuttosto stabilizzarsi attorno a un tasso più debole ma positivo, grazie a un generale allentamento della politica monetaria e al sostegno fornito da quest'ultima ai consumi interni delle economie avanzate. Non siamo in possesso di prove sufficienti a livello macroeconomico che ci inducano a modificare il nostro scenario o a posizionare i nostri portafogli per far fronte a una possibile recessione.

In definitiva, una riduzione dell'allocazione azionaria totale potrebbe destabilizzare i portafogli, rendendoli più vulnerabili a una correzione se i tassi d'interesse dovessero aumentare nettamente in seguito alla stabilizzazione degli indicatori economici e al miglioramento del sentiment del mercato.

Anche la "lieve avversione" alla duration è confermata. Sebbene sussista un rischio di rialzo dei tassi d'interesse in uno scenario macroeconomico che dovesse rivelarsi, a sorpresa, positivo, riteniamo che questo rischio resti basso dati i fattori strutturali negativi delle dinamiche di inflazione, il regime di tassi d'interesse "bassi più a lungo" e l'insieme dei rischi di una crescita orientata al ribasso.

Abbiamo lasciato invariato a "lieve avversione" il posizionamento sul rischio orientando però la struttura dei portafogli verso mercati e attivi più difensivi, senza alterare l'equilibrio complessivo del portafoglio.

— Maurice Harari



Mercati azionari

Abbiamo innalzato il giudizio sul mercato azionario giapponese e svizzero (con esposizione valutaria aperta) a "lieve preferenza". Questi due mercati sono abbastanza difensivi dal punto di vista settoriale e della qualità della situazione patrimoniale. Allo stesso tempo forniscono alcune caratteristiche di diversificazione tramite valute non rischiose come lo yen giapponese e il franco svizzero.

Abbiamo mantenuto generalmente invariata a "lieve avversione" l'esposizione alle azioni dell'eurozona ma sottolineiamo l'elevato livello di cautela e una netta avversione alle azioni tedesche a causa delle preoccupanti dinamiche macroeconomiche del paese e dell'orientamento settoriale nei confronti del settore automobilistico. Stiamo inoltre evitando un'esposizione eccessiva ai titoli ciclici e bancari europei.

Per quanto riguarda i mercati emergenti, abbiamo abbassato il giudizio sul Messico, portandolo a "lieve avversione" data la combinazione di rischio geopolitico e rischio politico interno che ci ha indotto a differenziarlo dagli altri mercati emergenti in generale, i quali continuano a ottenere una "lieve preferenza".

Mercati obbligazionari

Abbiamo, da una parte, ridotto di un livello la nostra preferenza per le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta forte e in valuta locale, portandola rispettivamente a "lieve avversione" e ad "avversione", alla luce delle crescenti incertezze nelle prospettive di crescita globale, delle potenziali onde d'urto provenienti da Argentina e Hong Kong e di alcuni possibili rischi di ribasso dei tassi di cambio per il debito in valuta locale.

Dall'altra abbiamo innalzato a "lieve preferenza" il giudizio sui titoli di Stato nominali in quanto siamo disposti a mantenere una certa esposizione ai titoli di alta qualità allo scopo di bilanciare i portafogli. Non abbiamo apportato modifiche ai giudizi sulle obbligazioni investment grade e high yield, rimasti rispettivamente a "lieve avversione" e "avversione", dopo averli già declassati un mese fa.

Per finire abbiamo ridotto a "lieve avversione" l'orientamento nei confronti del debito russo in valuta locale. Dopo la solida performance dall'inizio dell'anno, abbiamo intravisto una certa debolezza delle valute estere e un valore relativo dei tassi inferiore. Il sentiment positivo degli investitori che ha sostenuto il rublo russo quest'anno potrebbe, a livello marginale, deteriorarsi in seguito all'annuncio di un'altra serie di sanzioni degli Stati Uniti nei confronti della Russia.

Forex, investimenti alternativi e liquidità

Abbiamo aumentato a "lieve avversione" l'esposizione al franco svizzero, sebbene questa valuta sembri molto costosa a livello di parità di potere di acquisto e sulla base di altri dati sulla valutazione. La limitazione delle opportunità di manovra da parte della Banca nazionale svizzera per contrastare la pressione rialzista sulla valuta e la qualità di bene rifugio del franco svizzero rendono quest'ultimo un'allocazione difensiva potenzialmente utile.

Continuiamo a preferire 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.

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.