

La nostra opinione mensile sull'asset allocation (Aprile 2017)

Venerdì, 04/07/2017

Dando uno sguardo al passato, la principale riflessione dei critici sarebbe che gli investitori sono stati leggermente troppo cauti, e troppo presto, sugli attivi a rischio.



Luc Filip

Head of Discretionary Portfolio Management



Hartwig Kos



Fabrizio Quirighetti

Macroeconomic Strategist



Adrien Pichoud

Chief Economist & Senior Portfolio Manager

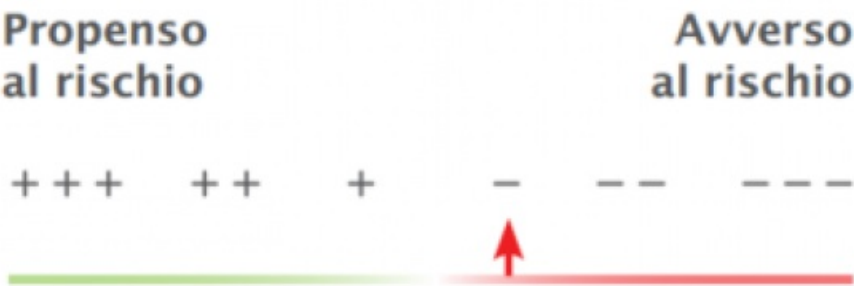
- Mentre la crescita è senza ombra di dubbio positiva, il divario sempre più evidente tra la netta accelerazione dipinta dai "soft data" e l'andamento più debole degli "hard data" insinua alcuni dubbi circa le previsioni.
- Attualmente, esiste un'asimmetria tra il potenziale guadagno derivante dagli attivi a rischio e il loro potenziale calo.
- Le elezioni francesi potrebbero rappresentare un'opportunità per tornare nei mercati azionari, soprattutto in Europa.

Aspettando Godot?

Dando uno sguardo al passato, la principale riflessione dei critici sarebbe che gli investitori sono stati leggermente troppo cauti, e troppo presto, sugli attivi a rischio. Mentre le nostre analisi sullo scenario economico erano e rimangono complessivamente ottimistiche, i livelli elevati delle valutazioni azionarie, soprattutto negli Stati Uniti e nell'universo del credito (più precisamente nel segmento High Yield), ci hanno per il momento impedito di essere più coraggiosi. Sembra così legittimo chiedersi se non stiamo per caso aspettando Godot... Noi pensiamo di no. Prima di tutto non siamo stati del tutto pessimisti, piuttosto esposti in modo cauto, dal momento che da gennaio la nostra posizione è rimasta di "leggera" avversione al rischio. A dire il vero non abbiamo previsto un'importante correzione del mercato, ma abbiamo tenuto a disposizione delle munizioni da utilizzare quando le valutazioni saranno diventate più interessanti e/o quando alcuni dubbi si saranno dissipati. Nel frattempo continuiamo a essere fermamente convinti che esiste un'asimmetria tra il potenziale guadagno derivante dagli attivi a rischio e il loro potenziale calo; dato il costo elevato delle valutazioni, il rischio è stato distribuito in modo più selettivo su ogni classe di attivi. La reazione dei mercati in seguito all'ultimo aumento della Fed e il primo insuccesso della politica di Trump (immigrazione, ObamaCare) hanno confermato le nostre opinioni e la nostra posizione. Senza un significativo cambiamento delle prospettive economiche e delle valutazioni degli attivi, non abbiamo ancora trovato una ragione valida per modificare la nostra posizione in termini di rischio e di duration. Guardando al futuro, restiamo costruttivi sulle azioni, soprattutto quelle non statunitensi ed europee, in quanto potrebbero decisamente sovraperformare nella seconda parte dell'anno, quando il premio di rischio politico europeo si ridurrà. Per il momento, gli investitori sono ancora distratti dalle elezioni francesi e dall'attività di Trump su Twitter, ma a un certo punto si renderanno sicuramente conto che la crescita economica dell'eurozona è forte tanto quanto quella degli USA e con un grande potenziale di recupero. Prima o poi la BCE metterà in atto il tapering e l'euro non è (ancora) morto. In parallelo, il reale impatto della politica reflazionistica di Trump ha poche chance di essere all'altezza delle elevate aspettative già integrate nei prezzi. In questo contesto, la nostra posizione favorevole sul debito in valuta forte e locale dovrebbe offrire un migliore rendimento corretto per il rischio rispetto, ad esempio, al credito USA. I Treasury USA corrono meno il rischio di un importante rialzo dei tassi rispetto ai Bund tedeschi o ai titoli di Stato giapponesi. In questo contesto di tassi elevati dei Fed fund, che non rima né con un rafforzamento del dollaro né con un'impennata dei tassi USA a lungo termine, le maggiori sorprese e i cambiamenti più significativi sui mercati potrebbero giungere da altre aree economiche maggiori o dalle banche centrali. Se osserviamo un aumento diffuso e sincronizzato del PIL nominale, rispetto ai livelli estremamente bassi degli ultimi anni, le migliori opportunità non risiedono sicuramente nelle azioni USA e nei mercati del credito. Godot sta davvero arrivando.

— Fabrizio Quirighetti

Sentiment di rischio globale



Preferenza per classe di attivi

Azioni



Titoli di Stato



Credito



Sintesi del panorama economico

Il quadro economico globale è rimasto pressoché invariato nelle ultime settimane: le economie sviluppate continuano a beneficiare di una dinamica ciclica positiva, con alcune riserve più pronunciate sulla situazione di aziende e famiglie rispetto ai dati reali dell'attività. Le economie emergenti mostrano un andamento meno netto, con fattori idiosincratici e pressioni inflazionistiche che causano politiche monetarie restrittive che impediscono loro di beneficiare delle dinamiche positive di sviluppo del mercato, come era successo in passato. La sostenibilità di questo andamento positivo della crescita globale dipende da tre domande. L'amministrazione Trump sarà in grado di fornire uno stimolo fiscale in linea con le elevate aspettative create negli scorsi mesi? La Fed sarà in grado di condurre una graduale normalizzazione dei tassi senza intaccare l'attività economica e la fiducia del mercato? L'agenda politica europea manderà a monte l'attuale crescita stabile? Queste domande troveranno una risposta (almeno in parte) prima dell'inizio dell'estate e i prossimi mesi potrebbero essere quelli della svolta.

Crescita

Mentre la crescita è senza ombra di dubbio positiva, il divario sempre più evidente tra la netta accelerazione dipinta dai "soft data" e l'andamento più debole degli "hard data" insinua alcuni dubbi circa le previsioni. È poco probabile che tale divario duri a lungo e la maniera in cui si chiuderà sarà determinante per definire la crescita globale della seconda metà del 2017. Prevediamo che il miglioramento non sarà così spettacolare come indica lo scenario, ma riconosciamo che per il momento esistono rischi su entrambi i fronti.

Inflazione

Recentemente le dinamiche d'inflazione sono state positive, soprattutto grazie agli effetti dei prezzi del petrolio sulle economie sviluppate e alla debolezza delle valute in alcune economie emergenti. Tale andamento potrebbe perdurare, ma non altererà la debolezza dell'inflazione core, soprattutto nei mercati sviluppati. Gli effetti base dovrebbero dissiparsi nel tempo, come in Europa, dove il livello massimo del tasso di inflazione complessiva potrebbe già essere stato raggiunto.

Posizione della politica monetaria

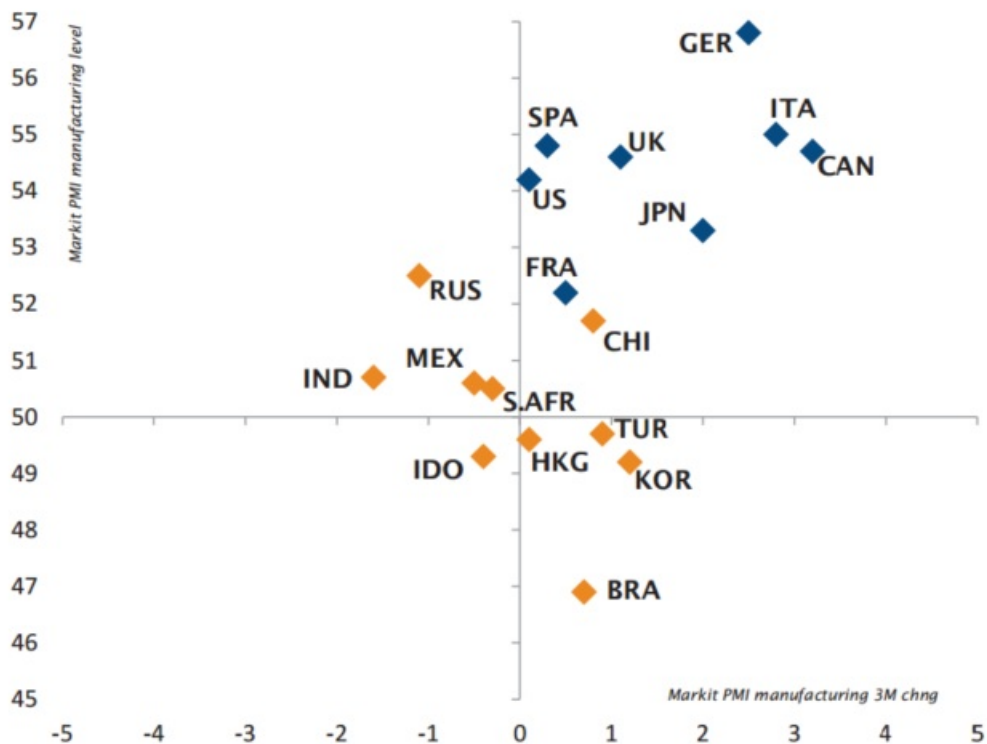
Nel complesso la politica monetaria dovrebbe restare piuttosto accomodante nei mercati sviluppati e piuttosto restrittiva in quelli emergenti, dove la debolezza della valuta e il risultato delle pressioni inflazionistiche richiedono tassi più elevati. Negli Stati Uniti un ulteriore aumento dei tassi dipenderà dalla continuità della crescita e dall'andamento dell'inflazione. La BCE potrebbe anche considerare una graduale normalizzazione attraverso una riduzione del QE, ma solo dopo aver scongiurato l'immediato rischio politico.

« La sostenibilità di questo andamento positivo della crescita globale dipende da tre domande [che] troveranno una risposta prima dell'inizio dell'estate. »

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

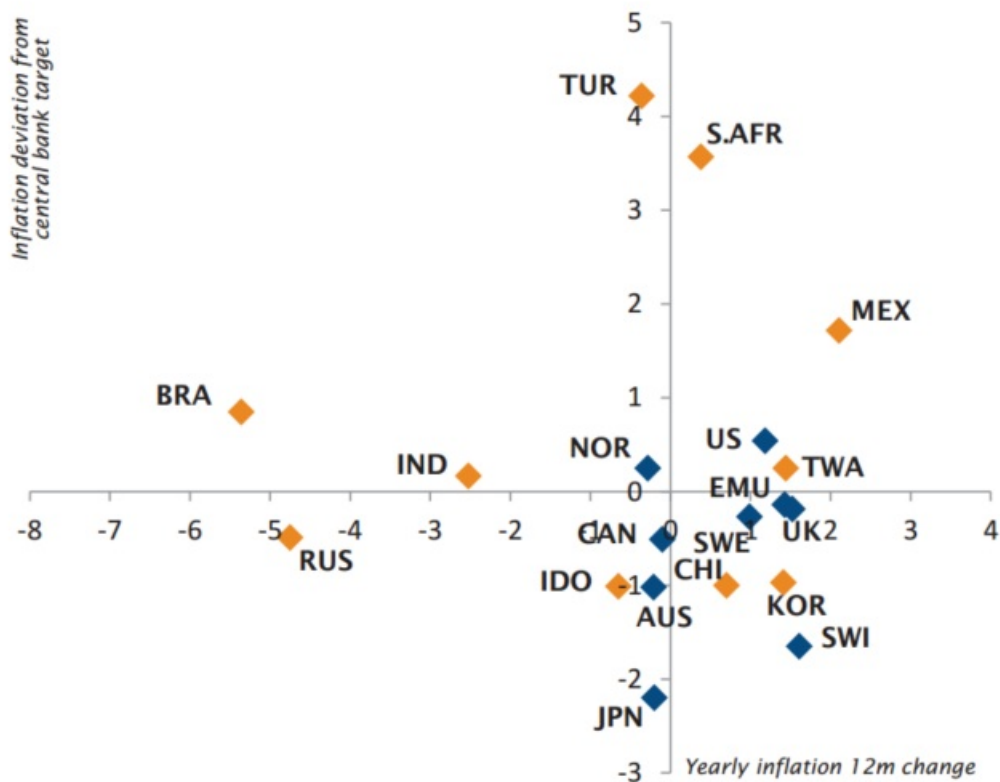


● Trend e livello del PMI manifatturiero



Fonte: SYZ Asset Management

● Trend inflazionistico e deviazione dall'obiettivo della Banca centrale



Fonte: SYZ Asset Management, Datastream

Economie sviluppate – Qualcosa è cambiato

Negli Stati Uniti, la congiuntura economica resta positiva dato che la Fed ha innalzato i tassi il 15 marzo. Tuttavia il divario tra la congiuntura, che indica un'intensa accelerazione della crescita, e i dati reali non sta ancora mostrando un significativo miglioramento e richiede ancora prudenza. Le elevate aspettative attorno allo stimolo fiscale potrebbero essere attenuate dal difficile contesto dell'azione legislativa, con il ritorno di un massimale sul debito pubblico, con un dibattito più lungo del previsto sull'ObamaCare e opinioni divergenti, all'interno del partito repubblicano, sui contorni di una riforma fiscale.

In Europa, a parte il rischio politico, il contesto macroeconomico indica probabilmente che qualcosa è cambiato; con un'espansione generalizzata nell'eurozona, l'eliminazione dei rischi di deflazione senza aumento dell'inflazione core e le condizioni finanziarie accomodanti che la BCE intende mantenere. Se le elezioni francesi non causeranno uno shock negativo di fiducia, la situazione economica dovrebbe restare positiva in futuro e, alla fine, convincere la BCE a considerare un'ulteriore diminuzione del QE.

Gli indicatori giapponesi non mostrano lo stesso momentum ciclico delle economie occidentali, ma sottolineano ancora l'espansione in atto. Gli ultimi dati sui prezzi suggeriscono una leggera inversione del precedente rallentamento, forse aiutato dalla debolezza dello yen nel quarto trimestre, che mantiene l'inflazione in territorio positivo e riduce la pressione sulla Banca del Giappone.

Economie emergenti – L'inflazione è sotto i riflettori

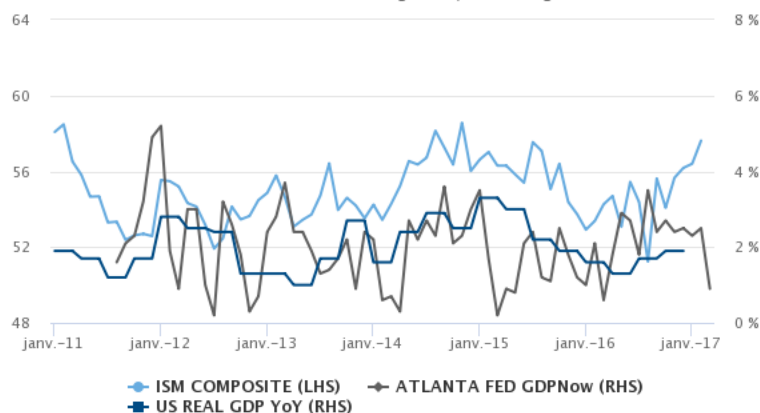
Le dinamiche dei cicli dell'attività sono generalmente positive nelle economie emergenti, nonostante restino meno pronunciate nei paesi sviluppati. La crescita in Cina sembra essersi stabilizzata a un livello coerente con la crescita del PIL, tra il 6,5% e il 7%, il solo problema è che questo livello è stato raggiunto soprattutto attraverso una forte crescita del credito. L'equilibrio tra crescita e stabilità finanziaria resta una questione piuttosto complessa per le autorità cinesi.

L'inflazione è il problema più diffuso nel mondo emergente, in quanto la combinazione di fattori quali la debolezza delle valute, gli elevati prezzi del petrolio e la crescita del credito tiene sull'attenti le banche centrali e le obbliga a mantenere politiche monetarie relativamente restrittive rispetto ai mercati sviluppati. Tale posizione funge anche da spinta contraria per la dinamica del ciclo economico e può spiegare la relativa mancanza di crescita rispetto al mondo occidentale.

Adrien Pichoud

L'ampia divergenza tra le prospettive e gli hard data favoriscono l'incertezza sulle previsioni del PIL USA

Source: SYZ Asset Management, Bloomberg



Gruppo di strategie d'investimento: principali conclusioni

Rischio e duration

La nostra valutazione rimane invariata. Il fatto che il partito anti UE di Geert Wilder non sia riuscito a ottenere abbastanza voti per prendere il controllo nei Paesi Bassi è sicuramente positivo. Non è tuttavia possibile trarre una conclusione da questo risultato per prevedere l'esito delle elezioni presidenziali in Francia. Nonostante pensiamo che le elezioni francesi possano rappresentare un'opportunità per tornare nei mercati azionari (soprattutto in Europa), è ancora troppo presto per prendere una decisione. Inoltre, l'impasse politica negli Stati Uniti circa l'ObamaCare, il budget federale e la possibile riforma fiscale potrebbe, secondo noi, potenzialmente frenare i mercati azionari in futuro. Perciò il nostro posizionamento resta di leggera avversione al rischio. Per quanto riguarda la duration, la nostra opinione resta invariata circa il fatto che i mercati obbligazionari sono costosi e le banche centrali si stanno orientando verso una politica meno accomodante. La reazione positiva degli investitori in obbligazioni all'aumento dei tassi d'interesse da parte della Federal Reserve a metà marzo è un buon segno, ma indica soprattutto una gestione delle anticipazioni da parte della Fed. Siamo consapevoli che la BCE e la Banca del Giappone potrebbero finire per essere costrette a cambiare la loro logica accomodante. Di conseguenza, anche in questo caso, il nostro giudizio resta invariato.

« Dalla sconfitta di Trump sul suo progetto di abrogazione e sostituzione dell'ObamaCare, una delle sue promesse elettorali, la volatilità implicita delle azioni ha iniziato a risalire. Ma resta ancora a livelli molto bassi, e continua a suggerire un giusto livello di noncuranza degli attori del mercato circa i potenziali rischi. »

— Hartwig Kos

Mercati azionari

Tra i mercati azionari, l'unico segmento che sembra presentare una valutazione interessante è la volatilità. Fino a fine marzo i livelli della volatilità implicita delle azioni erano bassi come non si era visto da anni. L'indice VSTOXX, che misura la volatilità delle azioni europee, è crollato all'11,2% dopo il risultato delle elezioni nei Paesi Bassi, un minimo mai raggiunto prima. Alcuni potrebbero affermare che tale calcolo della volatilità sia alquanto impreciso, dal momento che le opzioni, i cui prezzi di esercizio sono distanti anni luce dal livello constatato dell'indice delle azioni, sono sovrarappresentate nel calcolo della volatilità. Tuttavia, persino considerando i livelli di volatilità implicita delle opzioni vicini a quelli dei prezzi di esercizio, è evidente che la volatilità è a buon mercato. La misura generica della volatilità implicita a 1 mese delle opzioni su valuta è crollata al 12%. Il prezzo poco elevato della volatilità delle azioni può essere osservato anche negli Stati Uniti dove l'indice VIX ha raggiunto un minimo al 10,6% a gennaio, in Giappone dove l'indice VXJ ha toccato il 14,5% e nei mercati emergenti con l'VXEEM al 14% a marzo. Dalla sconfitta di Trump sul suo progetto di abrogazione e sostituzione dell'ObamaCare, una delle sue promesse elettorali, tutti i sopracitati indicatori di volatilità delle azioni hanno iniziato a risalire. Restano tuttavia ancora a livelli molto bassi, e continuano a suggerire un eccesso di fiducia degli attori del mercato circa i potenziali rischi. La nostra opinione su Canada e Norvegia è leggermente peggiorata e non vi sono stati cambiamenti sulle preferenze del paese. Tale pessimismo si spiega con il forte orientamento sui valori legati alle risorse naturali, unito al fatto che i prezzi del petrolio sono scesi di oltre il 13% dall'inizio dell'anno.

Mercati obbligazionari

Come evocato il mese scorso, siamo preoccupati per le valutazioni delle obbligazioni. Tuttavia, il fatto che l'aumento dei tassi d'interesse da parte della Fed a metà marzo sia stato accompagnato da un rally dei titoli di Stato USA indica che a brevissimo termine i Treasury sembrano essersi stabilizzati. Inoltre, il conflitto politico negli USA e il fatto che le pressioni inflazionistiche e il momentum della crescita oltreoceano potrebbero restare stabili in ragione degli effetti base, suggerisce che per il futuro le obbligazioni saranno per lo meno stabili. Ciò spiega la nostra preferenza relativa per i Treasury a scapito di altri mercati obbligazionari. Più a lungo termine, tuttavia, persiste un punto interrogativo sulla sostenibilità degli attuali livelli di rendimento dei titoli di Stato. Il rischio politico resta sottovalutato in Europa e il fatto che la BCE e la Banca del Giappone finiranno per adottare misure più aspre, potrebbe gravare sui mercati obbligazionari. I titoli di Stato giapponesi sono soprattutto vulnerabili a una rivalutazione, dato che sono rimasti pressoché invariati dalle elezioni statunitensi. Ciò spiega il nostro cambiamento di giudizio.

« Il rischio politico resta sottovalutato in Europa e il fatto che la BCE e la Banca del Giappone finiranno per adottare misure più aspre, potrebbe gravare sui mercati obbligazionari. »

— Hartwig Kos

La liquidità continua a dominare! Inoltre il dollaro sembra stia seguendo un andamento al ribasso. Abbiamo evocato il fatto che la forza dell'USD sembra essere eccessiva da diversi mesi, eppure il dollaro ha continuato a salire dinanzi alle previsioni di aumento dei tassi d'interesse da parte della Fed e alla speranza di un'accelerazione della crescita USA con l'introduzione del programma di rilancio di Trump. Con la Fed che ha ridotto i tassi prima di quanto previsto dai mercati e Trump che ha incontrato i primi ostacoli all'attuazione dei suoi cambiamenti politici, il dollaro è andato in caduta libera. Prevediamo che questa situazione perdurerà e forse accelererà, in quanto altre banche centrali occidentali hanno iniziato a riesaminare le loro posizioni in materia di politica monetaria.

_Hartwig Kos

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.