

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

Lunedì, 05/15/2017

Nel complesso, le previsioni per l'economia globale sembrano essere sostanzialmente positive, ma non a tal punto da rendere necessaria una rapida stretta monetaria.



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Hartwig Kos



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager

- Il contesto economico è favorevole: crescita generalizzata, inflazione bassa ma positiva e politiche monetarie accomodanti nelle varie regioni.
- In Europa il rischio politico ed economico si sta dissolvendo.
- Il rischio è stato incrementato di un livello, principalmente attraverso le azioni europee.

Ora in marcia (En Marche!)

La grande recessione del 2007-2008 e la successiva crisi del debito del 2011-2012 hanno spinto l'eurozona verso la Terra Oscura, dove l'assenza di prospettive economiche ha radicato un contesto di crescita debole, flagellato da elevata disoccupazione, sempre maggiori crediti in sofferenza e mancanza di riforme. I nuvoloni neri hanno dominato l'eurozona così a lungo che il populismo e le forze politiche anti-sistema sono cresciute al punto da rendere tutt'altro che remota la possibilità di una disintegrazione. Lo scenario era tanto più terrificante poiché il pericolo arrivava dalla Francia, uno degli Stati membri fondatori del progetto europeo, che (ri)unisce caratteristiche sia periferiche che "core". In altre parole, il Cavaliere Nero avanzava minaccioso nonostante Gandalf-Draghi facesse tutto il possibile per evitare il peggio.

Per fortuna, come in ogni film di Hollywood che si rispetti, un colpo di scena improvviso e alquanto incredibile ha portato una ventata di speranza e freschezza: stando all'esito del primo turno delle presidenziali francesi, è probabile che lo sconosciuto Frodo-Macron venga eletto a nuovo Presidente della Repubblica francese. È come se all'improvviso si fosse accesa una luce in fondo al tunnel. Con il cielo sereno e sgombro di nubi, gli investitori si stanno rendendo conto che le previsioni economiche dell'eurozona non sono poi così funeste come percepito in precedenza. Infatti, la crescita del PIL reale attualmente si attesta intorno al 2%, un livello che non si vedeva dalla ripresa a breve termine del 2010 e che è comparabile, se non addirittura migliore, alla performance del mercato statunitense e paleamente più alto del potenziale (stimato attorno all'1%). Inoltre, la domanda è sostenuta poiché i tassi di disoccupazione dovrebbero continuare la discesa da livelli estremamente elevati. La situazione sui crediti in sofferenza dovrebbe migliorare con l'andamento al rialzo della crescita nominale e una buona dose di speranza e riforme potrebbe far ripartire gli investimenti moribondi, sia delle società nazionali che estere.

In breve, la ripresa europea è alquanto una novità (per certi versi inattesa) rispetto agli otto anni consecutivi di espansione dell'economia statunitense. La Trumponomics e le speranze di reflazione hanno già cominciato a svanire, mentre Macron potrebbe ora essere visto come il salvatore arrivato a resuscitare l'euro e la grandezza francese. Di conseguenza, pensiamo che sia arrivato il momento di rimettere un po' di rischio nei portafogli e in particolare nelle azioni europee, che beneficiano di valutazioni relativamente interessanti e dovrebbero attrarre flussi esteri significativi, che negli ultimi anni avevano disertato i mercati. Abbiamo leggermente declassato la nostra posizione sulla duration, perché attualmente sussiste un maggiore rischio sui tassi tedeschi dovuto alla possibilità che gli investitori comincino a scontare un tapering europeo. Per il momento siamo ancora in uno scenario globale simile agli ultimi decenni giapponesi, almeno finché non verranno attuate riforme sociali, economiche e politiche di rilievo. Attualmente l'Europa si dirige verso il gruppo di testa, mentre gli Stati Uniti probabilmente stanno già perdendo terreno. Se abbiamo ragione, nell'universo dei titoli di Stato i Treasury USA saranno il "meno peggio" e l'era del dollaro statunitense forte è decisamente tramontata.

Fabrizio Quirighetti



Sintesi del panorama economico

Attualmente, il contesto economico è molto vicino a essere “in bilico tra espansione e recessione”, per quanto questo sia possibile a livello globale, con una crescita generalizzata, un’infrazione positiva ma bassa e politiche monetarie accomodanti nelle varie regioni. Questo ha permesso alla Fed di procedere a un “moderato aumento” a marzo e alla BCE di mantenere il suo impegno in favore di politiche di sostegno, mentre prendevano atto di un miglioramento delle condizioni economiche. Per quanto il principale motore di tale espansione, ossia la spesa per consumi sostenuta dalla maggiore occupazione, sia destinato a permanere nei prossimi mesi, alcuni segnali suggeriscono che determinati elementi di queste dinamiche siano sul punto di perdere slancio. Gli indicatori basati sulla fiducia sono calati negli Stati Uniti, dopo lo straordinario rialzo registrato nel periodo post-elettorale, mentre i dati reali sull’attività non hanno finora evidenziato sostanziali miglioramenti. I tassi più elevati potrebbero già iniziare a erodere la crescita del credito e influire sulla domanda finale. È in corso un’inversione delle dinamiche d’infrazione, poiché gli effetti base associati al petrolio stanno venendo gradualmente meno. In tale contesto, le banche centrali dei paesi sviluppati non hanno fretta di abbandonare le proprie politiche monetarie accomodanti, nonostante il trend continui a indicare una progressiva normalizzazione. Nel complesso, le previsioni per l’economia globale sembrano essere sostanzialmente positive, ma non a tal punto da rendere necessaria una rapida stretta monetaria.

Crescita

Il divario tra i dati “soft” e quelli “hard” non si è colmato lo scorso mese, poiché i dati reali sulla produzione industriale e la spesa per consumi non hanno mostrato miglioramenti di rilievo nelle economie sviluppate. Questa situazione è in linea con le nostre aspettative di un limitato potenziale rialzista per la crescita del PIL globale, nonostante l’ottimismo osservato a inizio anno. Per quanto i rischi di ribasso siano presumibilmente diminuiti, la crescita globale sembra restare bloccata sui livelli degli ultimi cinque anni (3-3,5%).

Inflazione

Le dinamiche d’infrazione stanno già calando dai rispettivi picchi a livello globale. L’impatto degli effetti base sui prezzi del petrolio e, per numerose economie dei mercati emergenti, la debolezza valutaria si stanno dissipando, dopo aver guidato nel 2016 l’accelerazione dell’infrazione. L’infrazione core e la crescita dei salari restano atone.

Posizione della politica monetaria

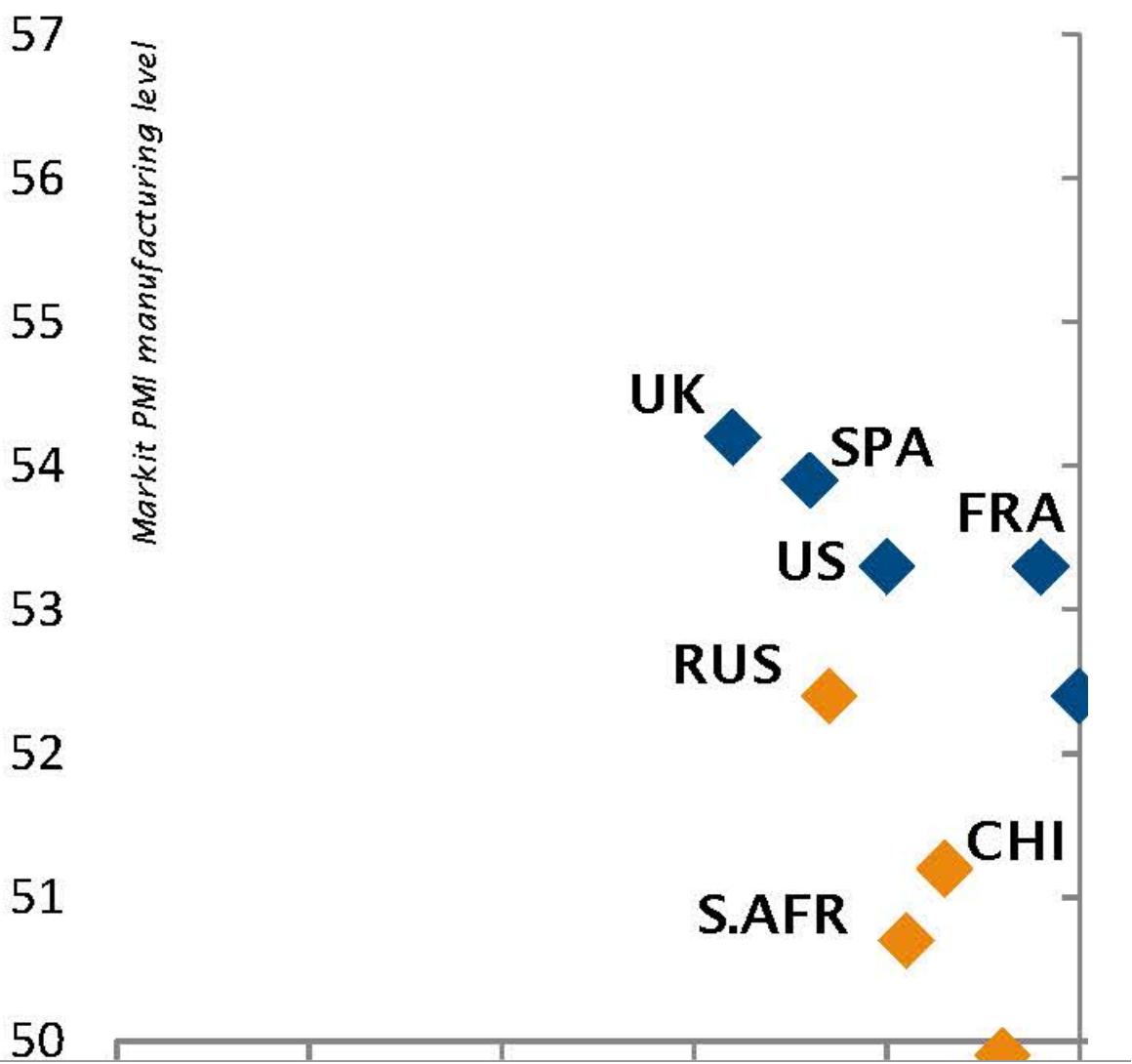
La Fed e la BCE sono chiamate al difficile compito di provare ad abbandonare le rispettive politiche accomodanti senza tuttavia turbare le dinamiche di crescita in atto. La mancanza di pressioni sull’infrazione core invita alla prudenza e all’adozione di un approccio graduale. Il Regno Unito potrebbe essere una delle rare eccezioni; se la crescita continua a prendersi gioco delle cupe previsioni e l’infrazione prosegue la sua ascesa, la banca centrale dovrà agire con maggiore decisione. Le banche centrali dei mercati emergenti si ritrovano in una situazione opposta; stanno gradualmente allentando le proprie politiche senza tuttavia perdere di vista le pressioni inflazionistiche.

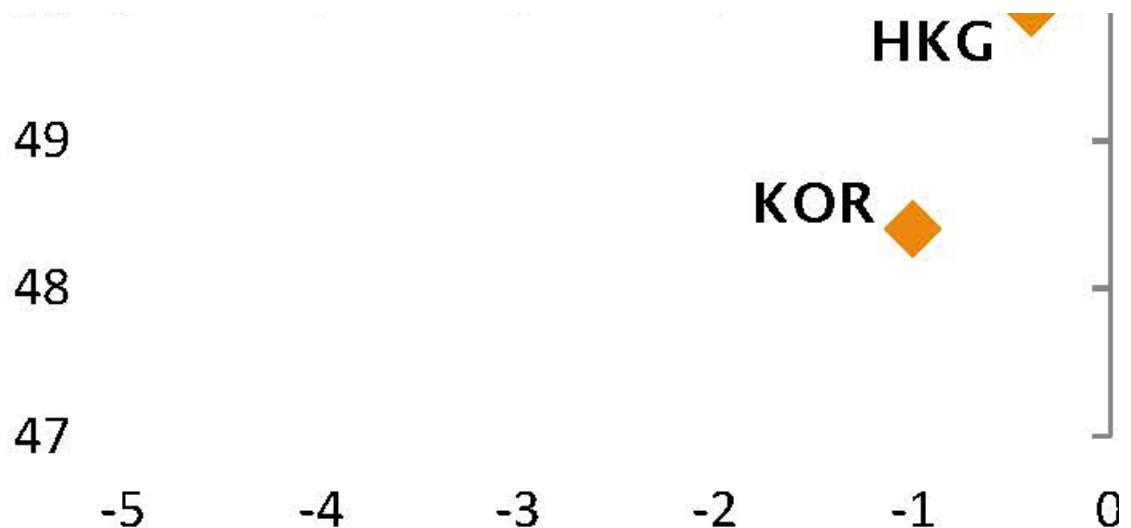
« Attualmente, il contesto economico è forse vicino a essere in bilico tra espansione e recessione, per quanto questo sia possibile a livello globale. »

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

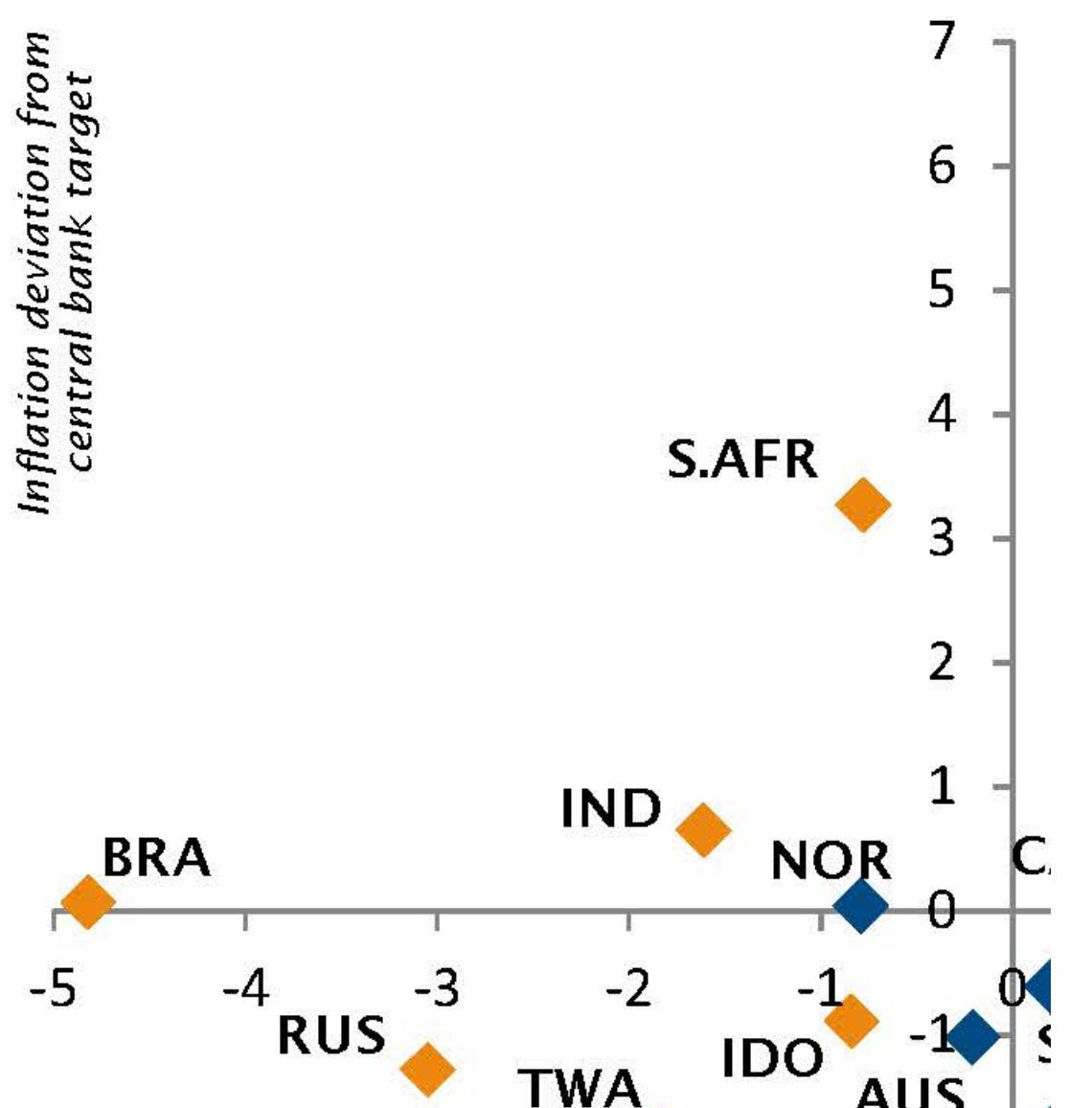


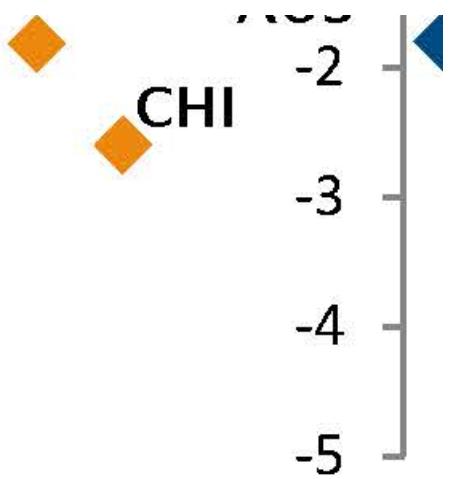
- Trend e livello del PMI manifatturiero





● Trend inflazionario e deviazione dall'obiettivo della Banca centrale





Economie avanzate

Negli Stati Uniti, permane l'ampio divario tra i dati "soft" e quelli "hard". I sondaggi sulla fiducia e l'attività si mantengono positivi, nonostante siano lievemente calati a marzo, mentre dai dati reali su produzione industriale, spesa per consumi e persino creazione di posti di lavoro emerge un quadro di crescita debole. Se i primi suggeriscono una crescita del PIL per il T1 del 3% su base annua, per i secondi lo stesso valore è inferiore all'1%. In ogni caso, alla luce dell'attuale contesto e della mancanza di pressioni su salari e inflazione core, la Fed può mantenere per ora una posizione prudente, poiché nulla suggerisce l'esigenza di correre ai ripari.

In Europa, tutti gli indicatori economici restano positivi e rispecchiano un'espansione costante e generalizzata, in molti casi superiore alla crescita potenziale. Tuttavia, l'inflazione core permane debole e, a marzo, è persino calata a un minimo da 2 anni, mentre l'inflazione complessiva ha iniziato a perdere terreno in quanto l'impatto dei prezzi del petrolio si sta dissipando. Anche in questo caso, la BCE non ha necessità di rivedere in tutta fretta la sua politica monetaria, soprattutto se l'esito finale delle elezioni in Francia e Germania resta incerto.

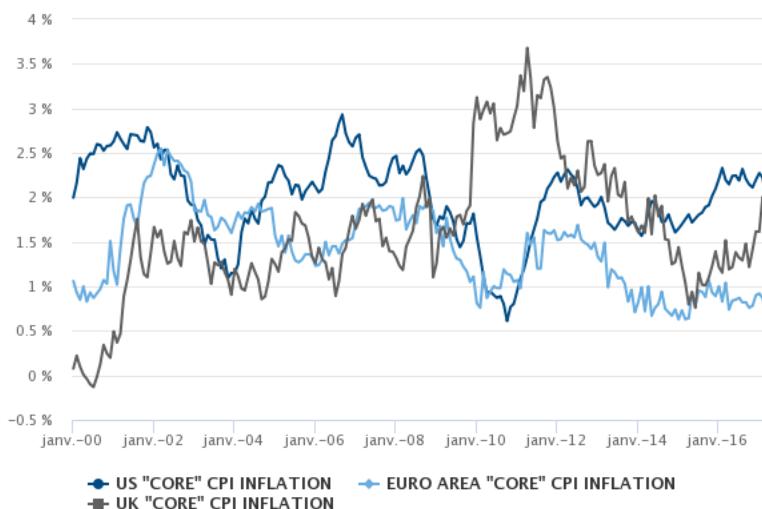
In Giappone, i dati economici continuano a indicare una crescita sostenuta, mentre l'inflazione si aggira intorno allo zero. In tale contesto, la Banca del Giappone non ha motivo, oltre ad avere mezzi limitati a disposizione, di fornire ulteriore sostegno, anche considerando che il solo fenomeno che perderà probabilmente vigore sarà il forte apprezzamento dello yen.

Economie emergenti

Le economie emergenti continuano a espandersi, grazie al sostegno della domanda interna. I maggiori prezzi energetici favoriscono anche i paesi produttori di petrolio. Oltre a questo, il deprezzamento del dollaro USA e le minori aspettative in merito agli aumenti dei tassi statunitensi riducono la pressione sulle condizioni di finanziamento. Gran parte del mondo emergente ha pertanto registrato un'espansione e contribuito alla crescita globale con poche eccezioni, tra le quali figura il Brasile, che prosegue il suo graduale processo verso la ripresa. Tuttavia, alcuni paesi emergenti non si sono ancora pienamente ripresi e sono penalizzati da fattori interni.

La stabilizzazione della crescita cinese sostenuta da stimoli fiscali, un'armonizzazione della distribuzione del credito, minori deflussi di capitali e un allentamento delle pressioni ribassiste sulla valuta si iscrive in questo quadro globale positivo. Anche l'economia indiana mostra un trend incoraggiante, dopo lo shock subito a fine 2016 in seguito alla riforma sulla demonetizzazione.

Adrien Pichoud



Gruppo di strategie d'investimento: principali conclusioni

Rischio e duration

Il risultato del primo turno delle presidenziali francesi del 23 aprile era ampiamente atteso dagli operatori di mercato e il successivo secondo turno aveva già ridotto drasticamente i rischi di coda politici. Il rischio di uno scontro alla pari tra Marine Le Pen e Jean-Luc Mélenchon è venuto meno e i sondaggi questa volta si sono dimostrati più accurati rispetto a quanto era avvenuto con la Brexit e le elezioni statunitensi. E questo è un segnale incoraggiante. Nei sondaggi per il secondo turno Macron è dato in vantaggio con un distacco di quasi 30 punti e, di conseguenza, le possibilità di vittoria per Marine Le Pen sono scarse. Considerando i rischi legati all'esito delle presidenziali francesi, abbiamo aumentato leggermente la nostra posizione sul rischio portandola a "lieve preferenza". Per quanto riguarda la duration, la posizione è stata rivista a "lieve avversione". Le valutazioni obbligazionarie, divenute ancora più elevate durante la corsa all'Eliseo, continuano a preoccuparci e con il calo dei rischi politici si è fatta meno scontata la comparsa di un catalizzatore per un'ulteriore compressione dei rendimenti.

"Il mercato azionario europeo è stato zavorrato inizialmente dalla crisi del debito sovrano, poi dall'incertezza sulla ripresa economica e più di recente dal rischio politico. Considerato che questi rischi stanno lentamente scomparendo e che gli investitori fanno i conti con il contesto economico più favorevole in Europa."



Hartwig Kos

Mercati azionari

A livello di valutazioni, le azioni dei mercati sviluppati rimangono molto fiacche. Dai nostri dati le azioni europee sono andate leggermente meglio. E non c'è da stupirsi, vista la costante sottoperformance rispetto ad altri mercati sviluppati (USA in particolare) negli ultimi anni. Il mercato azionario europeo è stato zavorrato inizialmente dalla crisi del debito sovrano, poi dall'incertezza sulla ripresa economica e più di recente dal rischio politico. Considerato che questi rischi stanno lentamente scomparendo e gli investitori fanno i conti con il contesto economico più favorevole in Europa, abbiamo deciso di aumentare la quota di azioni europee, Svizzera inclusa. All'interno dell'Europa pensiamo che le valutazioni più interessanti siano quelle di Italia e Spagna. Dall'inizio dell'anno la Spagna si è già dimostrata uno dei migliori mercati azionari europei, lasciando all'Italia il ruolo di mercato con un netto potenziale al rialzo. L'indice azionario italiano è orientato ai finanziari e il sentimentero verso le banche italiane continua a essere molto negativo. Inoltre, nonostante le previsioni di politica monetaria ancora ragionevolmente neutrali della BCE, è possibile che quest'ultima si veda costretta, nel prossimo futuro, a rivedere la sua posizione e a farsi più aggressiva. Questo andrebbe a vantaggio dei finanziari europei in generale e delle banche italiane in particolare, viste le attuali valutazioni e il sentimentero verso questo segmento di mercato. Una posizione più aggressiva della BCE sosterrebbe chiaramente l'euro e potrebbe, in certa misura, penalizzare i mercati dell'Europa settentrionale a forte esportazione, nonché le azioni large cap rispetto a quelle small e mid cap.

Mercati obbligazionari

Le valutazioni obbligazionarie continuano a destare la nostra preoccupazione. Inoltre, con il dissolvimento dei rischi di coda politici, è difficile immaginare come i rendimenti potrebbero contrarsi ulteriormente. In termini relativi, i Treasury sembrano più interessanti di altre duration di elevata qualità, quali Gilt, JGB o Bund, ma anche in questo caso il differenziale di rendimento (almeno dal punto di vista dell'investitore in euro) può essere afferrato solo se si è disposti ad accettare il rischio valutario con il dollaro USA. Attualmente il tasso per una copertura Eurodollaro a 3 mesi si attesta all'1,88%, mentre il rendimento dei Treasury decennali è del 2,31%, con un carry dopo copertura dello 0,43%, ossia appena 10 pb in più rispetto al rendimento sui Bund. Benché 10 pb rappresentino una differenza sostanziale quando si parla di obbligazioni della massima qualità, è comunque difficile considerare un investimento del genere come da rendimento. Per quanto riguarda la duration, a nostro parere i Treasury USA sono senza dubbio una scelta migliore rispetto ad altri mercati obbligazionari difensivi. Negli USA, gli investitori obbligazionari hanno già assistito a tre aumenti dei tassi di interesse negli ultimi 18 mesi e il potenziale di ulteriori rialzi è ben orchestrato. Non si può certo dire lo stesso per il Giappone e l'Europa e questo apre le porte a una potenziale futura pressione al rialzo sui rendimenti di questi mercati. Oltre alle elezioni francesi, si potrebbe ipotizzare che, qualora Martin Schulz, il candidato socialista alle elezioni federali tedesche, diventasse cancelliere, potrebbe unire le forze con Emmanuel Macron, in caso di vittoria di quest'ultimo alle presidenziali francesi, e perseguire una politica espansionistica favorevole alla crescita, finanziata dall'emissione di Eurobond. I propositi sulla mutualizzazione del debito sarebbero chiaramente positivi per le azioni e i titoli di Stato periferici, aprendo al contempo la strada al rialzo per i rendimenti dei Bund. Vero è che uno scenario di questo genere attualmente è una mera speculazione. Ciononostante, il prezzo elevato dei Bund e dei JGB ne ha provocato il declassamento a "forte avversione", mentre i titoli di Stato francesi sono stati incrementati da "forte avversione" ad "avversione".

"In termini relativi, i Treasury sembrano più interessanti di altre duration di elevata qualità, quali JGB, Gilt o Bund."



Mercato dei cambi, investimenti alternativi e liquidità

La liquidità continua a essere interessante, anche se meno di prima, mentre appare sempre più evidente la perdita di vigore del dollaro USA. Lo JPY e l'EUR sono stati piuttosto forti negli ultimi mesi e prevediamo che almeno l'EUR continui su questa strada, sostenuto dal calo del rischio politico e dalle maggiori pressioni inflazionistiche. È molto probabile che questo apprezzamento prosegua lentamente, con una certa gestione delle attese da parte della BCE.

_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.