

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

Lunedì, 06/19/2017

L'incertezza politica potrebbe restare la grande incognita dell'equazione economica attuale.



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Hartwig Kos



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager

- L'incertezza politica potrebbe rimanere l'incognita maggiore dell'equazione economica attuale.
- Gli analisti hanno iniziato a rivedere al rialzo le loro stime sulle vendite e sugli utili aziendali. Ciò significa che il valore intrinseco, trainato dagli utili, sembra essere tornato sui mercati azionari.
- La febbre azionaria non interessa i mercati emergenti, bensì il settore tecnologico, che registra regolarmente sovrapreformance dalla metà del 2013.

Situazione invariata...

Vendi a maggio e scappa? Sarebbe bene pensarci due volte. Questo perché non è cambiato sostanzialmente niente nel corso dell'ultimo mese. Nonostante rimaniamo preoccupati in merito alle valutazioni eccessive in numerose classi di attivi, l'attuale contesto economico in bilico tra espansione e recessione, con una crescita accettabile senza pressioni inflazionistiche che porta a una graduale normalizzazione della politica monetaria, rimane favorevole al rischio. L'incertezza politica potrebbe rimanere l'incognita. Una crisi politica potrebbe di fatto verificarsi in qualsiasi momento, ma ora è più probabile negli Stati Uniti che non in eurozona, con il presidente Trump sempre più indipendente al comando. Ma in ogni caso, è estremamente difficile individuare con esattezza un punto di svolta nelle politiche o una situazione di stallo globale che danneggi i mercati, sia che si tratti di un intensificarsi delle tensioni nella penisola coreana, di attacchi terroristici o di un tweet di Trump. Tutto ciò premesso, adottiamo una lieve preferenza per il rischio, che sarà favorita da bassi livelli di volatilità, mantenendo nel contempo in essere una certa protezione, nell'eventualità di una correzione. Crediamo vi sia un'elevata probabilità che ciò si concretizzi nei prossimi mesi, e approfitteremo di tale opportunità per allocare parte del rischio a un punto di ingresso migliore.

È la storia che si ripete?

L'attuale contesto di bassa volatilità dei mercati azionari in rialzo ricorda il periodo tra il 2005 e il 2006: valutazioni di attivi eccessive, una ripresa nell'eurozona, l'euro che riacquistava terreno rispetto al biglietto verde e la BCE in procinto di normalizzare la sua politica monetaria. Nonostante alcuni commentatori considerino l'attuale contesto come nuovo o eccezionale, crediamo fortemente che potrebbe trattarsi di un caso di storia che si ripete con alcune distinzioni. Le differenze chiave sono, innanzitutto, la febbre azionaria che non interessa i mercati emergenti, bensì il settore tecnologico, che registra regolarmente sovrapreformance da metà 2013. Aspetto ancora più importante, il livello di indebitamento nel sistema globale è ulteriormente aumentato, impedendo un miglioramento significativo del livello complessivo di tassi d'interesse senza causare un crollo (che porterà alla fase di "giapponificazione" finale delle economie avanzate).

Volatilità destinata a rimanere bassa

Per il resto, la situazione è invariata, se non per il fatto che il premio di rischio azionario e gli spread di credito sono stati persino più contratti di quanto non lo siano oggi. Purché non vi sia uno shock sufficiente per far deragliare l'economia globale o modificare, drasticamente, il percorso della normalizzazione monetaria della Fed, i picchi di volatilità non dureranno a lungo e i livelli di volatilità complessiva rimarranno bassi. In questo contesto, abbiamo dato una valutazione superiore alle azioni dei mercati emergenti dell'America Latina portandole a una lieve preferenza a fronte della correzione innescata dal nuovo scandalo della politica brasiliana, poiché il temuto contagio al di fuori del mercato azionario brasiliano era esagerato. Evidenziando le analogie con il periodo tra il 2005 e il 2006, i tassi d'interesse statunitensi a lungo termine dovrebbero pertanto rimanere abbastanza stabili. Gli unici rischi di rialzo (temporaneo) nel prossimo futuro sorgeranno certamente non a causa dell'accelerazione della crescita statunitense o di una variazione improvvisa nel percorso legato ai tassi fissati dalla Fed, bensì da una rivalutazione della curva dei rendimenti tedesca. Ciò potrebbe verificarsi da un momento all'altro, ma la BCE sa già che il giorno in cui dovrà porre fine alle sue misure eccezionali è vicino. Pertanto manteniamo la nostra avversione tattica rispetto alla duration, in particolare sui Bund tedeschi e sui JGB. Nell'universo del mercato dei cambi, in coerenza con i pareri espressi in precedenza, crediamo che l'euro continuerà ad apprezzarsi rispetto al dollaro e un certo posizionamento sul carry trade dovrebbe essere più concentrato in prospettiva. Questo perché alcune valute dei mercati emergenti, come MXN o TRY, offrono tuttora valutazioni convenienti con un rendimento assoluto e relativo piuttosto interessante, rispetto, ad esempio, ai bassi rendimenti attesi dell'HY europeo che è stato declassato a un'avversione lo scorso mese. Analogamente all'upgrade delle azioni europee lo scorso mese, continuiamo a ridistribuire i nostri rischi del portafoglio nelle aree in cui individuiamo alcune componenti di valore (relativo).

Fabrizio Quirighetti



Sintesi del panorama economico

Sotto la superficie di un'economia in costante espansione, negli ultimi trimestri si è registrato un andamento sorprendente e in certa misura inaspettato: l'Europa ha superato gli Stati Uniti in termini di crescita del PIL, tanto che ora presenta persino un momentum più ciclico rispetto alla maggior parte delle economie emergenti. Che inversione di tendenza! Solo qualche anno fa, il susseguirsi di crisi nelle economie periferiche, i timori di disfacimento dell'euro e una recessione sull'intero territorio europeo hanno reso l'eurozona il brutto (e senza speranza) anatroccolo di un'economia globale. Se la ripresa dell'Europa avanza in sordina, si trova improvvisamente sotto i riflettori poiché il rischio politico a breve termine è scomparso dopo le elezioni francesi e l'economia statunitense sta perdendo slancio, contrariamente alla maggior parte delle aspettative alimentate dalla Trumponomics. L'essere diventata il fiore all'occhiello dell'economia globale implica che l'attenzione si sposterà probabilmente verso la normalizzazione della politica monetaria e il potenziale rischio di rialzo per la valuta, due fattori che in definitiva potrebbero tradursi in ostacoli per l'attuale dinamica, come si è verificato negli Stati Uniti a partire dal 2014. Tuttavia, la forte dinamica economica in atto sembra destinata a perdurare, perlomeno fino alla fine dell'anno in Europa, uno sviluppo auspicabile per l'economia globale in un momento in cui la crescita statunitense delude e la Cina fatica a riequilibrare il suo modello economico.

Crescita

La vasta maggioranza dell'economia globale continua a registrare una crescita positiva del PIL. All'interno delle maggiori economie, ora l'eurozona spicca nettamente, sia in termini di tasso di espansione che di dinamica, mentre gli Stati Uniti e la Cina devono fare i conti con un indebolimento nella loro dinamica di crescita. Il Vecchio continente e il Giappone sono attualmente le uniche grandi aree economiche a crescere in misura superiore al loro potenziale di lungo termine.

Inflazione

Dai dati di aprile in avanti, i tassi d'inflazione non sono più stati distorti in modo significativo dagli effetti di base correlati al petrolio. Ne deriva che nelle economie avanzate l'inflazione sia tornata in un quadro "noioso" basso ma positivo. Nelle economie dei mercati emergenti, la stabilizzazione della valuta e politiche monetarie restrittive contribuiscono a contenere e persino a invertire le dinamiche di inflazione.

Posizione della politica monetaria

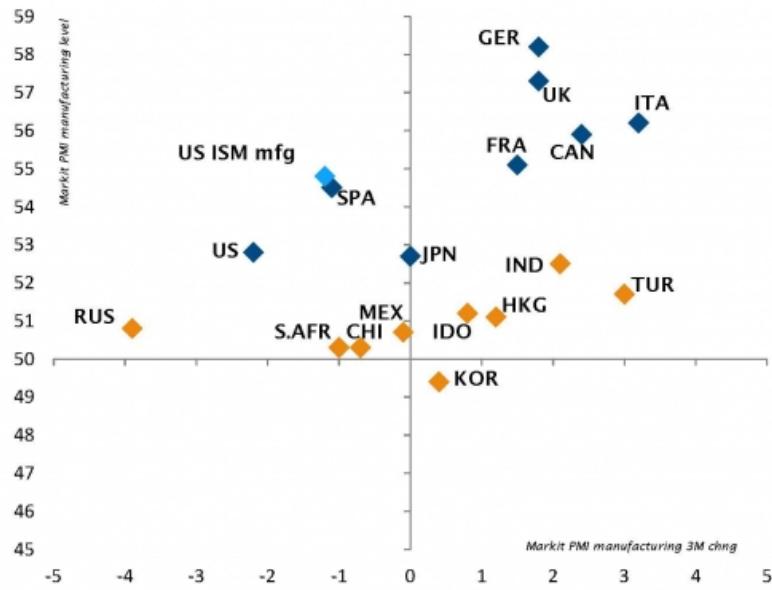
Nell'attuale contesto, è probabile che l'attenzione si sposterà maggiormente verso la BCE che non verso la Fed per la normalizzazione della politica monetaria nella seconda metà dell'anno. Tuttavia, la posizione generale delle politiche monetarie favorevoli nei paesi sviluppati, resa necessaria dalla combinazione di inflazione debole e indebitamento elevato, è destinata a essere confermata.

« L'Europa ha superato gli Stati Uniti in termini di crescita del PIL, tanto da presentare un momentum più ciclico rispetto alla maggior parte delle economie emergenti. Che inversione di tendenza! »

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

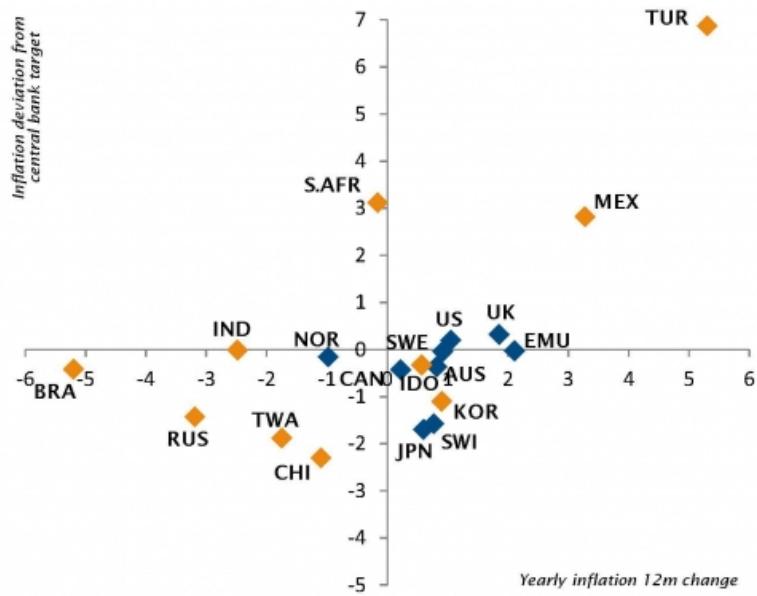


Trend e livello del PMI manifatturiero



Fonte
SYZ Asset Management

Trend inflazionario e deviazione
dall'obiettivo della Banca centrale



Fonte

SYZ Asset Management, Datastream

Economie avanzate

La situazione economica statunitense non si è granché chiarita nelle ultime settimane. Da un lato, i consumi rimangono deboli, pesando considerevolmente sulla crescita del PIL per il primo trimestre; l'inflazione non mostra alcun segnale di accelerazione, neppure a livello di salari; la divergenza tra i sondaggi sulla fiducia e gli hard data permane invariata; e si osserva un rallentamento della crescita del credito. Dall'altro lato, investimenti delle imprese riprendono a crescere, l'attività industriale è in miglioramento e il tasso di disoccupazione continua a calare, fino a tornare al suo livello pre-crisi. In uno scenario così contrastante, la Fed sembra orientata verso un incremento in giugno, rivedendo pertanto le previsioni. Il fattore X è rappresentato da Donald Trump: la sua abilità o meno di mantenere le sue ampie promesse fiscali sarà fondamentale per stimolare l'attuale crescita modesta verso una tendenza più dinamica o avanzare verso il suo rallentamento di fine ciclo...

In Europa, la spettacolare ascesa di dati solidi e superiori alle aspettative continua in una fase in cui le dinamiche di metà ciclo sono in piena attività. Germania e Spagna tracciano la rotta ma l'eurozona nel complesso gode di condizioni economiche estremamente favorevoli, come testimonia la crescita del PIL annualizzata del 2,0% registrata nel primo trimestre, più rapida che negli Stati Uniti come avvenuto nel 2016. Tutti i sondaggi indicano che attualmente il Vecchio continente è l'esempio più dinamico dell'economia globale. La BCE dovrà essere molto cauta quando rilascerà dichiarazioni in merito alla graduale normalizzazione della politica monetaria se non intende minare la ripresa europea.

Il Giappone è un'altra area in cui la crescita è positiva e superiore al potenziale, ma la dinamica è meno sorprendente rispetto all'Europa e l'inflazione è scivolata nuovamente in territorio negativo, a indicare che le forze deflazionistiche non sono ancora state eliminate.

Economie emergenti

I paesi emergenti registrano un'espansione senza una chiara dinamica di crescita. La stretta delle condizioni di finanziamento del mercato in Cina ha causato un moderato rallentamento degli indicatori di crescita, senza minacciare lo scenario di una crescita stabile di circa il 6,5% fino alla fine dell'anno. In Turchia, l'inasprimento della politica monetaria post-referendum potrebbe coincidere con il picco dell'inflazione. In Brasile, resta da vedere se l'ultimo sviluppo politico avrà il potenziale per far deragliare la graduale ma positiva tendenza di ripresa.

Adrien Pichoud

Le sorprese economiche positive continuano a distinguere l'Europa dal quadro globale



Fonte
SYZ AM, Factset

investments Griglia Group: principali conclusioni

Rischio e duration

Sia la posizione sul rischio che quella sulla duration sono rimaste invariate. Il rischio permane su una lieve preferenza mentre la duration su una lieve avversione. In seguito alle elezioni francesi sono stati rimossi rischi di coda significativi dai mercati finanziari. Ciò è stato corroborato dal risultato delle elezioni locali nel Land Reno-Westfalia, che sono state ampiamente viste come l'indicatore per le elezioni federali in Germania, da cui la CDU di Angela Merkel è uscita vittoriosa con un'avanzata significativa rispetto ai socialdemocratici. Va ricordato che esiste il potenziale di risultati deludenti in relazione alla politica statunitense, e che alcuni degli sviluppi nei mercati monetari cinesi sono fonte di preoccupazione. Tuttavia, per il momento, ciò non sembra intaccare il sentimento positivo nei mercati finanziari.

« La più recente solidità dell'Eurostoxx 50 significa che questo mercato, sul piano dell'analisi tecnica, sta registrando attualmente una tendenza al ribasso da 17 anni a questa parte. Sebbene l'analisi tecnica debba essere sempre presa con cautela, è comunque interessante vedere che la psicologia del mercato nei confronti degli attivi europei sta cambiando. »

— Hartwig Kos



Mercati azionari

Nell'universo azionario il quadro di valutazione rimane invariato con le azioni a un valore equo in virtù del fatto che i mercati obbligazionari sono costosi. Tuttavia, è incoraggiante vedere che gli analisti abbiano iniziato a rivedere al rialzo le loro stime sulle vendite e sugli utili aziendali. Ciò significa che il valore intrinseco, trainato dagli utili, sembra essere tornato sui mercati azionari. Mentre in Europa gli aumenti sono stati effettuati a livello di top-line e bottom-line (aumenti delle vendite e degli utili), le azioni statunitensi hanno visto aumenti soltanto a livello di top-line – gli aumenti a livello di bottom-line sono ancora in ritardo. A nostro parere, l'implicazione di questa tendenza è rappresentata dal fatto che gli analisti hanno un orientamento rialzista sul quadro macro negli Stati Uniti, ma adottano probabilmente una strategia "attendista" con riferimento alle loro aspettative in merito agli utili aziendali, date le incertezze in relazione alle riforme fiscali proposte.

Oltre a questo sviluppo piuttosto positivo, si è verificato un altro cambiamento degno di nota sul piano delle tecnicità del mercato, in particolare per le azioni europee. La più recente solidità dell'Eurostoxx 50 significa che questo mercato, sul piano dell'analisi tecnica, sta registrando attualmente una tendenza al ribasso da 17 anni a questa parte. Questo quadro è assai marcato in termini assoluti, ma è relativo rispetto ad altri mercati azionari poiché le dinamiche sono analogamente incoraggianti. Sebbene l'analisi tecnica debba essere sempre presa con cautela, dato che si basa in larga misura sull'interpretazione soggettiva, è comunque interessante vedere che la psicologia del mercato nei confronti degli attivi europei sta cambiando. Manteniamo la nostra posizione positiva sull'Europa.

Per quanto riguarda i mercati emergenti, l'America Latina è stata incrementata di un livello a una lieve preferenza. Le azioni messicane sono state indubbiamente scosse dall'elezione di Donald Trump, tuttavia le valutazioni sono interessanti, l'attività economica rimane solida e i timori riguardo alla costruzione del muro da parte di Donald Trump si sono placati. Inoltre, il Brasile rappresenta uno degli esempi di ripresa più sorprendenti nell'universo dei mercati emergenti quest'anno. Da quando si è insediato Michel Temer, la crescita economica ha iniziato a stabilizzarsi e l'inflazione è scesa al 4% - un livello mai visto in dieci anni. Fino a poche settimane fa gli ultimi giorni cupi del regno di Dilma Rousseff, quando l'inflazione era vicino all'11% e i rendimenti obbligazionari prossimi al 17%, erano ricordi lontani nelle menti degli investitori. L'agenda delle riforme di Temer sembra essere sulla strada giusta, i rendimenti obbligazionari sono stati positivi e le imprese brasiliane hanno inviato messaggi incoraggianti ai propri azionisti. Di conseguenza, non sorprende che i sospetti su Michel Temer abbiano colpito gli attivi brasiliani come un uragano. Benché riteniamo ragionevole attendersi una maggiore volatilità, questo aumento ci fornirà la flessibilità di approfittare di opportunità di investimento selettive in questa regione nel momento in cui si presenteranno.

« È realmente preoccupante vedere che le azioni europee, come rappresentate dall'indice Stoxx Europe 600, offrono un rendimento da dividendi su base trailing (attualmente del 3,43%) che è solo lievemente più basso. »

— Hartwig Kos

Mercati obbligazionari

Le valutazioni obbligazionarie rimangono fonte di seria preoccupazione, mentre l'apparente onerosità dei titoli di Stato occidentali è stata evidenziata dal team preposto al multi-asset in passato. Va inoltre sottolineato che all'interno dei titoli di Stato occidentali si trovano alcune componenti di valore. I Treasury USA sembrano presentare un andamento positivo e anche le obbligazioni italiane, sia quelle nominali che quelle indicizzate, sembrano in certa misura più interessanti. In relazione al credito, per molto tempo abbiamo creduto che il credito investment grade statunitense con uno spread di 150 punti base rispetto ai Treasury (segmento BBB), o che il credito investment grade europeo con option adjusted spread di 135 punti base semplicemente non offrissero una protezione sufficiente per isolare queste obbligazioni dagli aumenti dei rendimenti dei titoli di Stato. Questo, e il contesto macroeconomico ragionevolmente positivo, sono stati i motivi principali della nostra posizione positiva sul debito dei mercati emergenti e sull'high yield fino ad ora. Gli argomenti in favore del debito dei mercati emergenti rimangono intatti, con una lieve preferenza per le obbligazioni denominate in valuta estera rispetto alle obbligazioni in valuta locale. Tuttavia, in relazione all'high yield, il quadro è considerevolmente mutato. È realmente preoccupante vedere che le azioni europee, come rappresentate dall'indice Stoxx Europe 600, offrano un rendimento da dividendi su base trailing (attualmente del 3,43%) che è solo lievemente più basso del rendimento sulle obbligazioni high yield europee. L'indice Merrill Lynch Euro High Yield nel suo complesso attualmente offre un rendimento del 3,56%. Negli Stati Uniti la differenza è ancora positiva con l'S&P 500 che offre il 2,1% sui dividendi su base trailing e l'indice US High Yield nel suo complesso con un rendimento corrente del 5,9%. Questa marcata onerosità delle obbligazioni high yield europee ha innescato un ulteriore declassamento del segmento ad avversione.

Mercato dei cambi, investimenti alternativi e liquidità

La nostra valutazione rimane invariata. La liquidità rimane interessante, ma in misura inferiore al passato, e prevediamo un ulteriore indebolimento dell'USD nei confronti dell'euro e della sterlina.

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.