

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

Mercoledì, 08/02/2017

Tra i possibili rischi vi è un repentino crollo delle aspettative economiche e inflazionistiche o che le banche centrali si accorgano che la loro politica ultra-accomodante produce più danni che vantaggi. Siamo fermamente convinti che le probabilità di una recessione resteranno basse nell'immediato futuro, soprattutto poiché le politiche monetarie non subiranno variazioni.



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist



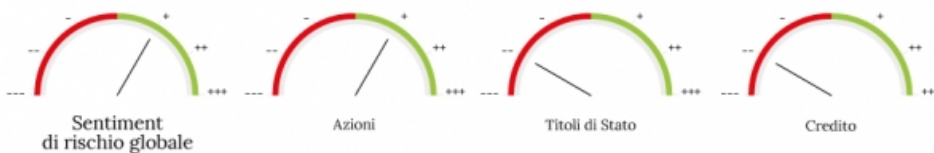
Hartwig Kos



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager

- La crescita economica è positiva pressoché ovunque e le previsioni per il secondo semestre restano rosee.
- Il nostro principale timore è una revisione in ordine sparso di alcune curve dei rendimenti, in seguito a un tentativo di normalizzazione da parte della BCE e a un aumento dei tassi a opera della Fed nel mese di settembre.
- In questo contesto, abbiamo mantenuto lievemente positiva (+) la posizione globale sul rischio nei nostri portafogli multi-asset, conservando inoltre una bassa sensibilità ai tassi (--).

La posizione positiva o negativa sul sentiment del rischio globale e sulle principali classi di attivi è valutata assegnando un rating compreso tra 1 e 6, da (++++) a (---).



Come rimuovere la liquidità in eccesso senza causare un'impennata della volatilità?

Immaginate un'economia che dal 2009 registra in media una crescita reale annua del 2,8%, con un'inflazione che inizia a salire soltanto da quest'anno, attestandosi a maggio all'1,7% vicina all'obiettivo della banca centrale del 2%. Il tasso di disoccupazione è sceso da un picco del 9,3% a inizio 2010 al 6,7% di maggio. Quest'anno, si prevede un bilancio in pareggio e un avanzo delle partite correnti superiore al 4%. Con questi dati alla mano, quale sarà, secondo voi, la prossima mossa della banca centrale a livello di politica monetaria? Una stretta o una posizione aggressiva? Niente di più sbagliato! Non solo ha deciso di mantenere il tasso target al -0,5%, ma ha anche ampliato il quantitative easing (QE). Questo aneddoto giunto dalla Svezia descrive con precisione l'attuale grado di accomodamento offerto dalle principali banche centrali, in un contesto che è migliorato sensibilmente dalla crisi finanziaria. In altre parole, l'attuale presenza di gran parte delle banche centrali è fin troppo ingombrante.

Tra i possibili rischi vi è un repentino crollo delle aspettative economiche e inflazionistiche o che le banche centrali si accorgano che la loro politica ultra-accomodante produce più danni che vantaggi. Siamo fermamente convinti che le probabilità di una recessione resteranno basse nell'immediato futuro, soprattutto poiché le politiche monetarie non subiranno variazioni. Tuttavia, temiamo una revisione in ordine sparso di alcune curve dei rendimenti, soprattutto in Germania e negli Stati Uniti, in seguito a un tentativo di normalizzazione da parte della BCE, un aumento dei tassi a opera della Fed a settembre oppure, in minore misura, provvedimenti fiscali varati da Trump.

In questo contesto, le posizioni su duration e rischio nei nostri portafogli multi-asset sono state mantenute rispettivamente ad avversione (--) e lieve preferenza (+). A livello di allocazione azionaria, abbiamo optato per una preferenza verso determinate regioni geografiche come l'Europa (++) e il Giappone (da - a +). In questo ambiente più impegnativo per il reddito fisso, i settori finanziario e industriale, lo stile value e le small-cap dovrebbero anch'essi registrare solide performance. In tale universo, le obbligazioni nominali USA, su cui è caduta finora la nostra scelta per la duration in quanto le riteniamo il segmento "meno peggio", sono state declassate a lieve avversione (-). Ci aspettiamo infatti delle sorprese positive, dato che il consensus sulle previsioni economiche statunitensi è probabilmente diventato troppo pessimistico. Sul fronte delle valute, per quanto l'euro (+) dovrebbe continuare ad apprezzarsi rispetto all'USD, non possiamo escludere un rimbalzo, contenuto e di breve durata, del dollaro, in linea con le nostre previsioni lievemente ottimistiche per gli Stati Uniti.



Sintesi del panorama economico

Per le banche centrali, l'economia globale assume sempre più le sembianze di un rompicapo. Da un lato, la crescita economica è positiva pressoché ovunque e le previsioni per il secondo semestre restano solide, con gli unici cambiamenti di rilievo che riguardano momentum e ciclicità. Ma dall'altro l'inflazione sta già rallentando e non è possibile far ricadere tutta la colpa sul petrolio. Si profila pertanto una situazione spinosa per la Federal Reserve e la Banca centrale europea, intrappolate tra una crescita che sembra suggerire una normalizzazione della politica monetaria e un'inflazione inferiore al target, per la quale è necessario mantenere politiche molto accomodanti. Dinanzi a questo dilemma, la Fed ha finora deciso di proseguire la normalizzazione avviata a fine 2016, mentre la BCE è incerta se iniziare o meno a ritirare il suo sostegno, nonostante i rischi politici si siano dissipati. I minori prezzi del petrolio complicano ulteriormente il quadro, poiché freneranno nei prossimi mesi qualunque pressione inflazionistica. La soluzione a questo rompicapo avrà importanti conseguenze su Forex, tassi e mercati azionari. Ma potrebbe anche tardare ad arrivare.

Crescita

In un'economia globale in ascesa, l'eurozona e il Giappone continuano a essere i primi della classe; i rispettivi tassi di crescita si sono rivelati superiori alle attese, beneficiando di un'espansione di metà ciclo sostenuta da banche centrali molto accomodanti. L'universo emergente si è indebolito ma continua a crescere, ad eccezione di Brasile e Sudafrica, la cui recessione è associata a fattori interni.

Inflazione

In ragione degli attuali livelli di crescita globale, i tassi d'inflazione lasciano perplessi. A parte il minore effetto base dei prezzi del petrolio (e prima che venisse avvertito l'impatto dell'ultimo calo subito dai corsi del greggio), tutti gli indicatori incentrati sul prezzo avevano subito una battuta d'arresto, compresa la crescita degli stipendi negli Stati Uniti. L'inflazione evidenzia principalmente un rallentamento anche nei mercati emergenti, poiché le rispettive valute nazionali hanno riguadagnato terreno rispetto al dollaro USA.

Posizione della politica monetaria

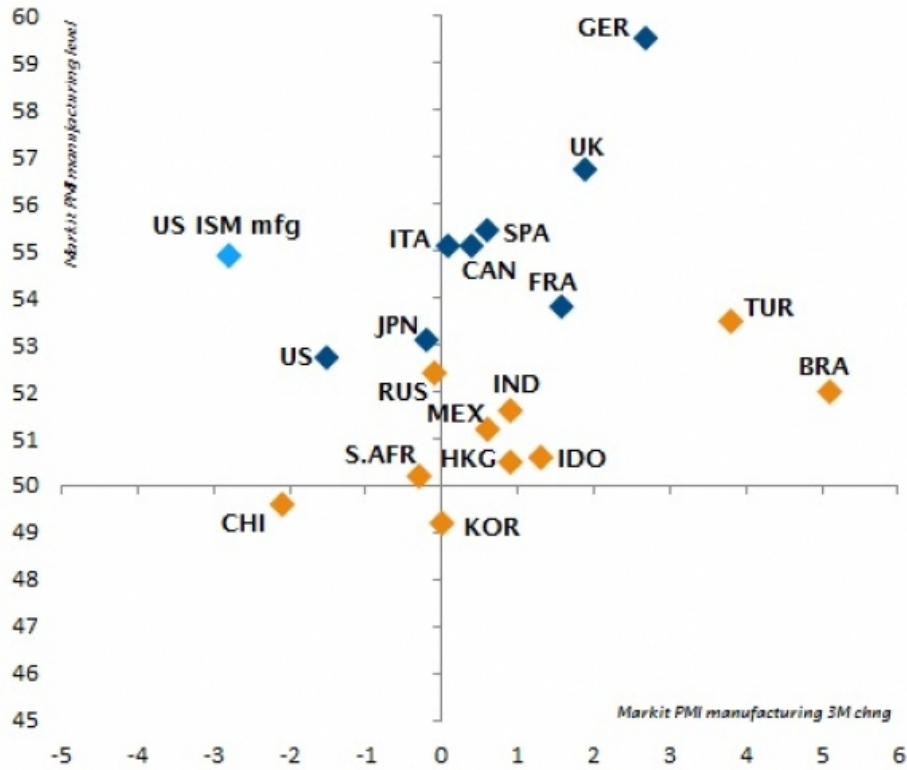
La costante espansione economica, i tassi di disoccupazione in calo e il minore rischio politico in Europa suggeriscono che, in futuro, la politica monetaria dovrebbe diventare progressivamente meno accomodante. Tuttavia, le banche centrali dei mercati sviluppati sono alle prese con un calo dei tassi d'inflazione, scesi al di sotto del target, eccetto nel Regno Unito, dove il ricorso alla normalizzazione della politica monetaria è forse più probabile.

« Crescita e inflazione hanno creato un rompicapo la cui soluzione avrà importanti conseguenze su Forex, tassi e mercati azionari. »

— Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio
Manager

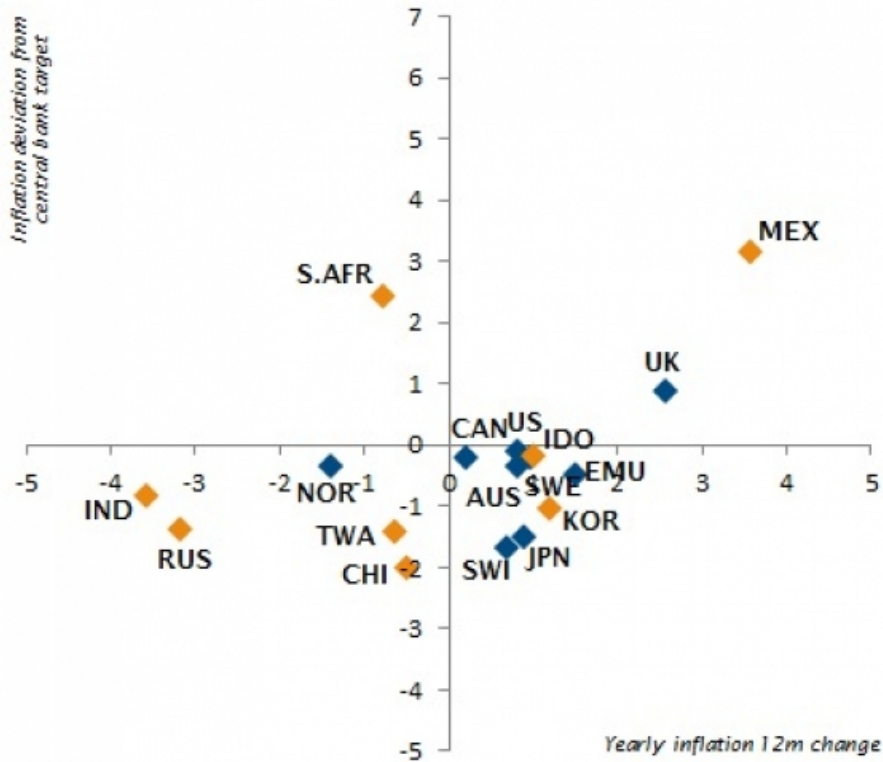


Trend e livello del PMI manifatturiero



Fonte
FactSet, SYZ Asset Management. Dati al 30 Giugno 2017

Trend inflazionistico e deviazione dall'obiettivo della Banca centrale



Fonte
FactSet, SYZ Asset Management. Dati al 30 Giugno 2017

Economie avanzate

L'economia statunitense permane in un periodo di crescita economica stabile ma deludente. Il rallentamento subito dagli aggregati del credito ha pesato sui consumi, che sono stati al contrario favoriti dalla costante creazione di posti di lavoro. La spesa in conto capitale sta ancora recuperando, ma non abbastanza da sostenere la crescita del PIL. Inoltre, alcuni "soft data", ad esempio la fiducia dei consumatori, sono in flessione rispetto al picco post-elettorale, evidenziando una mancanza di momentum. Al contempo, l'inflazione sta inaspettatamente rallentando, un evento che la Fed ha deciso di ignorare a giugno, dato che ha aumentato il tasso dei Fed Fund e illustrato il piano per ridurre in modo graduale il proprio bilancio. Alla luce degli attuali trend, è difficile immaginare un significativo miglioramento nel secondo semestre del 2017, a meno che Donald Trump e il Congresso non riescano a introdurre i tanto attesi tagli fiscali.

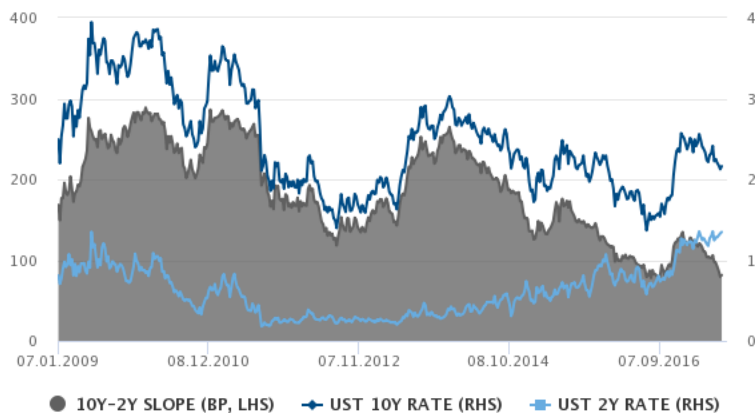
Il contesto economico resta piuttosto positivo per l'eurozona, con una solida espansione in Germania e Spagna e una forte crescita in gran parte dell'unione monetaria. Essendo in una fase iniziale del ciclo, con un tasso di disoccupazione più alto e rigidità strutturali, il fatto che l'inflazione resti bassa sorprende di meno che negli Stati Uniti, ma questo invita la BCE a procedere con maggiore prudenza. Nel Regno Unito, la Banca d'Inghilterra si ritrova nella situazione opposta, con l'inflazione in aumento (sopra il target) mentre la crescita perde vigore, poiché la domanda interna è penalizzata dal minore potere di acquisto reale. Un numero crescente di membri del Comitato per la politica monetaria sembra ora intenzionato ad aumentare, il prima possibile, i tassi dai minimi raggiunti dopo il referendum.

Economie emergenti

L'economia cinese ha registrato un lieve rallentamento, poiché la stretta creditizia grava sui prezzi immobiliari e gli investimenti. Tuttavia, i consumi restano stabili e mantengono il tasso di crescita del PIL intorno al 6,5%, un trend che evidenzia da 18 mesi. In linea generale, il momentum di crescita è meno marcato nelle economie emergenti rispetto a quelle sviluppate, in un contesto di politiche monetarie più restrittive. Il ritorno dei disordini politici in Brasile minaccia l'attuale ripresa e potrebbe ritardare la fine della recessione. Stesso discorso per il Sudafrica.

Procedendo agli aumenti mentre l'inflazione rallentava, la Fed ha causato un appiattimento della curva

Fonte: Bloomberg, SYZ Asset Management. Dati al 30 Giugno 2017



Gruppo di strategie d'investimento: principali conclusioni

Rischio e duration

La valutazione del rischio è rimasta invariata. Il nostro posizionamento mostra una leggera preferenza per il rischio, mantenendo un'avversione verso l'assunzione di ulteriore duration. Per quanto i mercati siano rimasti sostanzialmente stabili dalle elezioni presidenziali francesi, cedendo parte dei guadagni conseguiti negli scorsi mesi, sono venuti meno numerosi potenziali fattori di rischio per il futuro. Il timore di elezioni anticipate in Italia, che a fine maggio ha causato una forte correzione dei mercati, sembra essere stato un falso allarme. Inoltre, Emmanuel Macron e il suo movimento "En Marche" hanno ottenuto una solida maggioranza alle elezioni parlamentari francesi; è pertanto probabile che in Francia verranno introdotte le tanto attese riforme. Angela Merkel ha rafforzato la sua posizione interna mettendo in riga Donald Trump al vertice della NATO in Italia meridionale. L'esito delle elezioni federali tedesche appare sempre più scontato. Infine, la deludente performance di Theresa May alle elezioni politiche britanniche di inizio giugno ha rafforzato il fronte di chi chiede una "Brexit" più morbida. Tuttavia, permangono ancora potenziali rischi all'orizzonte. Le valutazioni eccessive delle principali classi di attivi, il forte rallentamento economico in Cina e l'imprevedibilità delle politiche di Donald Trump destano ancora preoccupazione. Al momento, questi timori non sono sufficientemente fondati da spingerci a cambiare il posizionamento sul rischio.

« A livello di valutazioni, il Giappone è chiaramente uno dei mercati più interessanti nell'universo azionario occidentale. »



Hartwig Kos

Mercati azionari

A livello di valutazioni, i mercati azionari sono rimasti pressoché invariati. Gli Stati Uniti continuano a sembrare più costosi rispetto alle loro controparti occidentali. Tra i mercati core, il Regno Unito è quello con le valutazioni più allettanti sulla base del nostro quadro per il premio di rischio azionario. Dato che il mercato britannico risulta essere molto interessante e considerato il potenziale per un'ulteriore fase di debolezza della sterlina con l'inizio dei negoziati sulla "Brexit", lo abbiamo portato da lieve avversione a lieve preferenza. Negli ultimi mesi, le azioni giapponesi sono diventate sempre più interessanti. Presentano un buon premio di rischio, l'attività economica è in miglioramento da inizio anno e la politica monetaria resta molto favorevole. Al contempo, si evidenzia anche una solida crescita degli utili aziendali. Gli investitori hanno tradizionalmente utilizzato indicatori basati sulla valutazione, ad esempio il rapporto prezzo/valore, per determinare il grado di interesse del mercato azionario giapponese. Questo perché il contesto deflazionistico minava l'affidabilità degli indicatori basati sul rapporto prezzo/valore delle azioni giapponesi. Per quanto il contesto globale infazionistico sia rimasto pressoché immutato, sia il rapporto prezzo/valore che quello prezzo/valore suggeriscono un mercato allettante in Giappone. Per quanto riguarda il rapporto prezzo/valore leading, il Topix è scambiato a 1,26, meno della metà rispetto al livello dell'indice S&P 500 (2,96), mentre lo Stoxx 600 viene negoziato a 1,84. Dal punto di vista del rapporto prezzo/valore leading, il Topix si attesta a 14,2 rispetto al 18,6 dell'indice S&P 500 e al 15,8 dello Stoxx 600. Facendo un raffronto con gli Stati Uniti, è evidente come le valutazioni giapponesi appaiano sempre più interessanti. Tuttavia, gli investitori si sono concentrati sui mercati emergenti, alla luce di un'attesa debolezza del dollaro e di una ripresa in Europa. Si riteneva che le azioni giapponesi fossero frenate dalla solidità dello yen. Ora che la Federal Reserve ha assunto una posizione più aggressiva e Mario Draghi ha accennato alla fine della politica monetaria accomodante della Banca centrale europea, vi è un minore rischio rispetto al passato che lo yen si apprezzi ulteriormente. Questo potrebbe spingere gli investitori a considerare di nuovo le azioni giapponesi.

« Unitamente a un dollaro USA più debole, negli Stati Uniti le condizioni monetarie sono diventate più accomodanti nonostante i tre aumenti dei tassi effettuati negli scorsi mesi. Gli investitori sono tornati a essere molto compiaciuti riguardo alla potenziale traiettoria della Federal Reserve per i tassi d'interesse. »

— Hartwig Kos

Mercati obbligazionari

A costo di sembrare monotoni, ripetiamo che i mercati del reddito fisso sono ancora cari e continuano a rappresentare un importante fattore di rischio per le valutazioni azionarie. Nell'universo del reddito fisso, le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta forte e locale permangono il migliore tra i peggiori segmenti. Tuttavia, anche quest'area del mercato sta diventando sempre più costosa e, a causa di questa tendenza, abbiamo declassato più volte negli ultimi mesi diverse preferenze di Paese in entrambi i segmenti. Il declassamento più recente riguarda la Polonia, a metà delle nostre preferenze sul fronte delle obbligazioni in valuta forte e uno dei mercati privilegiati per le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale. Le valutazioni della duration di alta qualità restano inconsistenti. Ad esempio, l'attuale tasso forward 5Y5Y dei Treasury USA, che misura i rendimenti su 5 anni in un periodo di eguale durata (prefigurandosi come un indicatore per i futuri tassi d'interesse attesi) è pari al 2,8%. Si attesta pertanto su un livello inferiore di 40 punti base rispetto a dicembre 2016, mese in cui è stato registrato il massimo più recente dei rendimenti. Nello stesso periodo, il tasso forward 5Y5Y del premio alla scadenza dei Treasury, un premio di rischio che compensa gli investitori in caso di inattese variazioni dei tassi d'interesse a breve termine, è passato da circa lo 0,43% a -0,32%. Si tratta di un'oscillazione di 75 pb che corrisponde ai tre aumenti dei tassi d'interesse effettuati nel medesimo periodo. Questo significa che, unitamente a un dollaro USA più debole, negli Stati Uniti le condizioni monetarie sono diventate più accomodanti nonostante i tre aumenti dei tassi, e che gli investitori sono tornati a essere molto compiaciuti riguardo alla potenziale traiettoria della Federal Reserve per i tassi d'interesse. Pertanto, i Treasury USA, i nostri preferiti nel segmento delle obbligazioni dei mercati sviluppati, sono stati declassati da una lieve preferenza a una lieve avversione. Allo stesso tempo, i linker tedeschi sembrano essere più interessanti sul margine, ma il nostro posizionamento resta di avversione (rispetto alla precedente forte avversione).

Mercato dei cambi, investimenti alternativi e liquidità

La nostra valutazione rimane invariata.

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.