

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

Sabato, 11/11/2017

Nonostante il contesto economico, la crescita degli utili per azione e il sentimento siano ancora favorevoli, i prezzi degli attivi hanno scontato tutti, chi più chi meno, l'attuale situazione in bilico tra espansione e recessione.



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Hartwig Kos

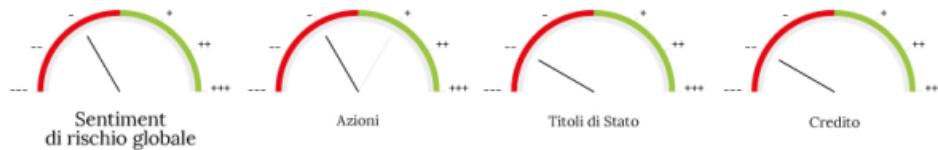


Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic
Strategist



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio
Manager

- Contesto ancora caratterizzato da crescita globale diffusa, senza segnali di cambiamenti degni di nota nel prossimo futuro.
- Declassamento da (++) a (+) di diversi mercati azionari a causa delle valutazioni meno interessanti.
- Abbiamo portato a lievemente negativa (-) la posizione globale sul rischio nei nostri portafogli multi-asset, mentre abbiamo mantenuto il rischio di duration basso (- -).



Tapering in un'economia in bilico tra espansione e recessione

Andiamo dritti al sodo: stiamo diventando più prudenti nella nostra valutazione del rischio globale. Per questo la posizione sul rischio dei nostri portafogli è stata declassata a lieve avversione. Nonostante il contesto economico, la crescita degli utili per azione e il sentimento siano ancora favorevoli, i prezzi degli attivi hanno scontato tutti, chi più chi meno, l'attuale situazione in bilico tra espansione e recessione. Le domande da porsi ora sono: quanto possono ancora salire i mercati azionari e creditizi? Non molto. La crescita economica può continuare a sorprendere il consensus al rialzo? Improbabile. L'inflazione scenderà ancora nei prossimi mesi? Molto improbabile. La politica monetaria ultra-accomodante delle banche centrali continuerà a resistere all'esuberanza razionale dei mercati finanziari? Abbiamo dei dubbi.

In altre parole, ci aspettiamo che andando avanti il margine di sicurezza si assottigli perché a un certo punto lo scenario in bilico tra espansione e recessione comincerà a incrinarsi. Quando i massicci stimoli delle banche centrali svaniranno e rifaranno capolino le probabilità di una (sana) correzione, o almeno di un consolidamento, la volatilità potrebbe tornare in forza. Non fraintendeteci: non stiamo dicendo che il mercato è ribassista. Stiamo semplicemente selezionando alcuni nostri investimenti per tenerli lontani dai mercati, poiché i rendimenti ponderati per il rischio attesi di alcuni attivi, tra cui i titoli di credito e le azioni statunitensi (in particolare i valori tecnologici), non sono interessanti. Non potendo escludere del tutto la possibilità che l'esuberanza razionale dei mercati continui, ha senso concentrare il nostro budget di rischio sui ritardatari degli attuali mercati rialzisti, ossia le azioni europee e giapponesi, che presentano diversi vantaggi tra cui migliori valutazioni, più "ciclicità" e maggiore visibilità sulle rispettive situazioni economiche e politiche. Questo è il modo migliore di proteggerci contro una potente emozione umana, ossia la paura di lasciarsi sfuggire qualcosa... perché, come al solito, non è finita finché non è finita!

Dall'altro lato, la posizione sulla duration è stata mantenuta su "avversione" poiché al momento i tassi continuano ad avere la strada spianata verso il rialzo. L'inflazione sta toccando il fondo, nell'aria c'è odore di normalizzazione della politica monetaria da parte delle banche centrali, capitanate dalla Fed, e il piano di riforma fiscale di Trump è tornato d'attualità. La nostra maggiore preoccupazione rimane un eventuale picco dei tassi, dovuto a eccessivi timori legati all'inflazione o a manovre di normalizzazione maldestre da parte delle banche centrali. Se questa eventualità si concretizzasse, fornirebbe senza dubbio un punto di ingresso più interessante sia per rimettere un po' di rischio azionario in portafoglio che per adottare una visione più costruttiva sui titoli di Stato.

Fabrizio Quirighetti

Sintesi del panorama economico ed esame dell'economia globale

Ho una confessione da farvi: l'attuale contesto economico, segnato da un decennio di crisi, un crescita sotto la pari e politiche monetarie sempre più accomodanti, suona strano al vostro fedele economista. Quest'anno poi l'accoppiata di crescita globale sincronizzata e normalizzazione delle politiche monetarie sembra troppo bella per essere vera: l'esperienza degli ultimi anni ci fa temere che qualcosa di brutto, alla fine, spunti fuori.

Eppure, nonostante le turbolenze politiche in Spagna, le elezioni in Italia e lo stallo dei negoziati sulla Brexit, la forte crescita economica continua a tenere basso il rischio di sorprese negative dall'Europa. Negli USA, i repubblicani stanno finalmente per approvare il tanto atteso pacchetto di tagli delle imposte e stimoli fiscali all'economia. In Giappone, la continuità politica dovrebbe prolungare l'attuale dinamica di forte crescita. I paesi produttori di petrolio beneficiano del livello raggiunto dai prezzi del greggio, ai massimi da due anni. La crescita cinese si è stabilizzata e verrà fatto di tutto per evitare problemi durante il congresso del Partito comunista. La Fed, la BCE e la BoE accennano tutte a una normalizzazione della politica monetaria, ma le intenzioni sono talmente mitigate dalla prudenza e dalla gradualità che le condizioni finanziarie rimarranno accomodanti ancora per un po' di tempo.

Tutto ciò basta per convincersi che il contesto macroeconomico positivo sia destinato a durare ancora, purché non arrivi uno shock esogeno di tipo geopolitico o meteorologico a turbarlo. Non basta però per dimenticare i punti di debolezza sottostanti dell'economia globale: rallentamento strutturale della crescita, livelli di indebitamento elevati e in aumento, ipersensibilità alle politiche monetarie, nonché incertezze politiche alimentate da crescenti disuguaglianze. Questi problemi torneranno inevitabilmente a galla, ma probabilmente non subito. Nel frattempo, godiamoci il contesto macroeconomico favorevole, senza però dimenticare che le possibilità di salire ancora sono ormai limitate...

Crescita

Contesto ancora caratterizzato da crescita globale diffusa, senza segnali di cambiamenti degni di nota nel prossimo futuro.

Inflazione

L'inflazione rimane timidamente positiva nelle economie avanzate, senza riuscire però ad accelerare, mentre rallenta in diverse grandi economie emergenti.

Orientamento della politica monetaria

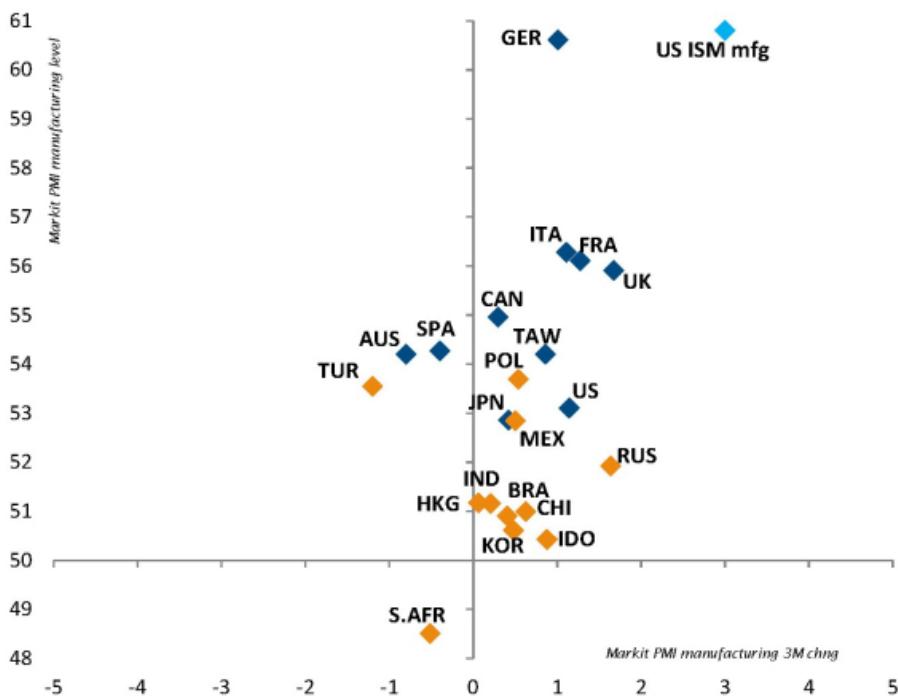
Le grandi banche centrali delle economie sviluppate intendono normalizzare le rispettive politiche accomodanti, ma solo molto gradualmente. Diverse banche centrali dei paesi emergenti possono permettersi di allentare la stretta grazie al calo dell'inflazione, ma anche in questo caso solo molto gradualmente.

« È probabile che lo scenario macroeconomico positivo si mantenga ancora per un certo tempo, a meno che non si verifichi uno shock esogeno di tipo geopolitico o meteorologico. »

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



Trend e livello del PMI manifatturiero



Fonte

Factset, Markit, SYZ Asset Management. Dati al: Settembre 2017

Trend inflazionario e deviazione dall'obiettivo della Banca centrale



Fonte

Factset, Markit, SYZ Asset Management. Dati al: Settembre 2017

Economie sviluppate

I dati economici degli Stati Uniti finora sono stati solo sfiorati dagli effetti dei due uragani di agosto, visibili in particolar modo sui nuovi posti di lavoro e sui salari. Parlando in termini di margine, queste calamità potrebbero avere un lieve impatto "positivo" sui dati relativi all'attività e all'inflazione nei mesi a venire, considerate le esigenze di sostituzione e ricostruzione. Questo elemento, insieme al tanto atteso pacchetto di tagli alle imposte, che sembra ben avviato verso l'approvazione a fine anno, crea un contesto in cui la Fed probabilmente sarà abbastanza fiduciosa sulle prospettive di crescita e inflazione da aumentare i tassi di altri 25 pb a dicembre, in quello che potrebbe essere l'ultimo movimento dei tassi sotto la presidenza Yellen. Nel mentre, la Banca del Canada, dopo aver aumentato a sorpresa i tassi, si sta orientando verso un approccio attendista data la lieve decelerazione del fortissimo ciclo economico canadese.

L'eurozona rimane in modalità "ripresa", in cui la domanda sostenuta di consumatori e imprese alimenta una forte espansione (per gli standard europei) e solleva anche Paesi ritardatari come Francia e Italia. Solo la Spagna dovrebbe segnare un rallentamento, a causa dell'incertezza politica che regna sulla seconda regione più ricca del Paese. Il modello di espansione solida e in via di miglioramento si adatta bene anche alle economie scandinave e alla Svizzera. Il Regno Unito, afflitto dalle enormi incertezze sulle prospettive post-Brexit, dà prova di buona resilienza economica e cresce ancora, anche se più lentamente rispetto a prima del voto sulla Brexit.

L'economia giapponese continua a prosperare, come dimostra l'ultimo sondaggio Tankan trimestrale. Con la BoJ impegnata a mantenere una politica monetaria accomodante nonostante il miglioramento della crescita e dell'inflazione e la continuità politica con il rinnovo del mandato di Abe, tutti i semafori sono verdi per l'arcipelago nipponico, se si esclude l'influsso della Corea del Nord.

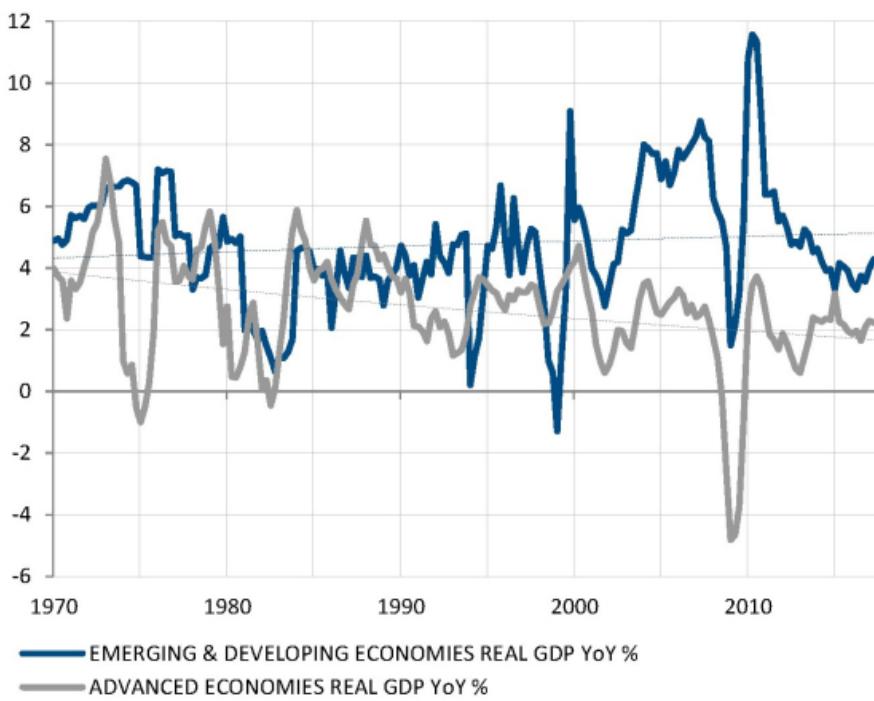
Economie emergenti

La crescita economica è positiva anche nel mondo in via di sviluppo e vede il PIL della Cina in crescita del 6,8% su base annua nel terzo trimestre, in linea con l'obiettivo di espansione del governo all'apertura del congresso del Partito comunista cinese. L'Asia emergente beneficia in generale della stabilizzazione della Cina e di un forte ciclo del terziario che alimenta la crescita delle esportazioni: l'unica spada di Damocle che incombe sulle previsioni a breve termine sono i timori geopolitici. Il Brasile sta lentamente recuperando e, con l'inflazione ai minimi ventennali, la BCB può permettersi di continuare a tagliare il tasso SELIC, in una situazione paragonabile a quella della Russia. In Messico l'inflazione ha fatto un balzo, ma il riaffiorare delle incertezze sugli accordi NAFTA e le conseguenti pressioni al ribasso sul peso hanno trattenuto la banca centrale dal cambiare direzione. In Turchia invece l'inflazione rimane alquanto elevata e lascia la banca centrale tra l'inudine dell'inflazione superiore all'obiettivo e il martello del rallentamento potenziale della crescita allo svanire degli stimoli fiscali.

Adrien Pichoud



Crescita superiore al trend nei mercati sviluppati, in ripresa nei mercati emergenti



Fonte

IMF, Factset, SYZ Asset Management. Dati al: giugno 2017

Gruppo di strategie d'investimento conclusioni e valutazione degli attivi

Rischio e duration

Dopo aver mantenuto una lieve preferenza per il rischio azionario su gran parte del semestre, è giunto il momento di modificare leggermente questa posizione. La preferenza per il rischio complessiva è stata diminuita portandola a lieve avversione. La riduzione della preferenza azionaria, tuttavia, non è stata accompagnata da un incremento della preferenza in termini di duration. La posizione sulla duration rimane invariata su avversione. Perché questo cambiamento? Lo scenario economico continua a essere positivo e le valutazioni azionarie, benché spente, sono tutt'altro che elevate. Inoltre, è probabile che questo meraviglioso scenario in bilico tra espansione e recessione, contrassegnato da solida crescita, bassa inflazione e politica monetaria accomodante, duri ancora per un po'. La via della salita, però, potrebbe cominciare a cambiare da ora. Al margine la crescita potrebbe essere più debole, l'inflazione più forte e le banche centrali sicuramente meno accomodanti e questo significa che alla base del lieve cambio di valutazione c'è proprio il "margine". Negli ultimi diciotto mesi la congiuntura economica favorevole ha sostenuto in misura significativa i mercati azionari. Questo sostegno però sta venendo meno e potrebbe indicare che il prezzo di equilibrio per i mercati azionari è in qualche modo inferiore agli attuali livelli. I mercati obbligazionari sono diventati più allettanti, ma i livelli attuali non sono ancora abbastanza interessanti per un cambio di valutazione.

« Negli ultimi diciotto mesi la congiuntura economica favorevole ha sostenuto in misura significativa i mercati azionari. Questo sostegno però sta venendo meno e potrebbe indicare che il prezzo di equilibrio per i mercati azionari è in qualche modo inferiore agli attuali livelli. »

— Hartwig Kos



Mercati azionari

Le preferenze relative sono rimaste invariate: continuiamo a puntare tutto su Europa e Giappone, ma il livello complessivo sia per l'Europa, che per il Giappone e gli Stati Uniti è stato abbassato di un grado.



Mercati obbligazionari

I mercati obbligazionari non sono convenienti e le banche centrali stanno diventando meno accomodanti che in passato. Questi argomenti rimangono un dato di fatto e, in linea generale, sono stati i pilastri portanti della nostra posizione negativa in termini di duration. Una posizione che abbiamo attuato nell'estate del 2016, quando i rendimenti dei mercati obbligazionari occidentali hanno effettivamente registrato un sensibile aumento. I Treasuries USA passarono dall'1,4% al 2,3%, i Bund tedeschi dal -0,2% allo 0,4% e i Gilt dallo 0,7% all'1,3%. Questa virata strutturale al rialzo nei rendimenti dei titoli di Stato occidentali e le politiche monetarie asincrone tra le principali banche centrali avevano anche creato interessanti micro-opportunità all'interno dei mercati obbligazionari. I Bund tedeschi una volta rappresentavano il mercato obbligazionario più caro al mondo e ora appaiono meno interessanti dei Treasury USA. Se si tiene conto del differenziale dei tassi di interesse tra USA ed Europa, ossia del costo di copertura tra attivi espressi in USD e EUR, buona parte del vantaggio in termini di rendimento dei Treasury sui Bund scompare. I Bund decennali attualmente hanno un rendimento dello 0,36% mentre i Treasury decennali del 2,35%. I costi di copertura semestrali al momento sono pari al 2,2% su base annua. Questo significa che in EUR, il rendimento dei Treasury è dello 0,15% e viceversa il rendimento dei Bund è del 2,56% in dollari. Anche i titoli di Stato australiani appaiono interessanti, sia in termini di valuta che di rendimenti.

In ogni caso, la domanda chiave è: quando arriverà il momento di diventare più costruttivi sui mercati dei titoli di Stato sviluppati in generale? Presto, non ora, ma probabilmente molto prima di quanto ci si aspetterebbe. Prendiamo i titoli di Stato statunitensi, ad esempio. È vero che gli investitori obbligazionari hanno sistematicamente sottostimato l'andamento di politica monetaria orchestrato dalla Federal Reserve per buona parte dell'anno. Nel 2017, ogni volta che la Fed ha aumentato i tassi, inizialmente il mercato ha stentato a credervi e Janet Yellen e i suoi governatori hanno dovuto esaltare le attese, nonostante le condizioni finanziarie fossero accomodanti come lo erano state negli ultimi anni. Questo lascia pensare che la Fed avesse ampio margine per serrare la propria politica monetaria nonostante la debolezza delle pressioni inflazionistiche. Tuttavia, da settembre il mercato in un certo senso ha cambiato atteggiamento rispetto alle attese. Le probabilità di un aumento dei tassi a dicembre da parte della Fed si avvicinano già al 90% e sono comunque superiori al 50% da settembre. Inoltre, a ottobre la Fed ha cominciato il tapering, i cui effetti di spinta sono ancora ignoti. Oltre a ciò, la riforma fiscale negli Stati Uniti sembra procedere a passo spedito, in un contesto di bassissime aspettative del mercato. A nostro parere tutto ciò potrebbe spingere i rendimenti statunitensi al rialzo nel breve termine, potenzialmente intorno al 3%. A questi livelli, e anche prima di arrivare fin lì, acquisteremmo senz'altro dei Treasury.

Vero è che la riduzione di bilancio operata dalla Fed cambia il panorama degli investimenti sul mercato del reddito fisso USA, perché viene meno il maggiore acquirente. La principale argomentazione che viene avanzata è che, per la legge della domanda e dell'offerta (benché il ritmo del quantitative tapering sia graduale), si creerebbe una pressione al rialzo sui rendimenti. Tuttavia, quando si parla di Treasury, dobbiamo tenere a mente che anche l'offerta è gestita. Il Dipartimento del Tesoro potrebbe benissimo scegliere di emettere meno obbligazioni od obbligazioni con scadenze più brevi, con una conseguente pressione al ribasso marginale sulla parte lunga della curva dei rendimenti USA. Per quanto riguarda i mortgage backed securities, la gestione della domanda ha meno libertà d'azione. Tuttavia bisogna considerare che in un contesto caratterizzato da rendimenti in aumento, i mutuari sono molto meno inclini a estinguere anticipatamente i mutui. Questo significa che la duration dei mortgage backed securities potrebbe anche aumentare e nel breve termine arriverebbe a scadenza un numero inferiore di MBS. In questa fase la Fed sta solo riducendo i suoi reinvestimenti, ma non stupirebbe se non ci fossero molti reinvestimenti da fare perché questi titoli semplicemente non arrivano a scadenza tanto in fretta.

Benché la riforma fiscale semini chiaramente euforia a breve termine, la strada verso l'approvazione è ancora lunga e rimane da vedere in che misura la riforma contribuirà effettivamente all'aumento dei rendimenti. E c'è un aspetto ancora più importante di questo, ossia le aspettative a più lungo termine emerse dai "dot-plot" della Fed. Le proiezioni del FOMC sui tassi dei fondi a più lungo termine sono scese costantemente dal 2012, passando dal 4,25% all'attuale 2,75%. Le attese del mercato per i tassi di remunerazione della liquidità a cinque anni attualmente sono prossime al 2%, quindi non molto distanti. Vista la curva dei rendimenti sempre più piatta, un livello dal 2,6% al 2,7% non sarebbe affatto malvagio.

« *A ottobre la Fed ha cominciato il quantitative tapering, i cui effetti di spinta sono ancora ignoti. Oltre a ciò, la riforma fiscale negli Stati Uniti sembra procedere a passo spedito, in un contesto di bassissime aspettative del mercato. A nostro parere tutto ciò potrebbe spingere i rendimenti statunitensi al rialzo nel breve termine, potenzialmente intorno al 3%.* »

— Hartwig Kos

Mercato dei cambi, investimenti alternativi e liquidità

Il dollaro australiano è stato innalzato di un grado ed è passato da avversione a lieve avversione: le valutazioni sono alquanto migliorate e la forte attività economica potrebbe spingere la RBA a essere infine più aggressiva sulle previsioni per i tassi d'interesse.

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 informativa 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.