

Le nostre prospettive mensili per l'asset allocation (Febbraio 2017)

Venerdì, 02/03/2017

Poiché attualmente il compiacimento è sovrano, di fatto ci preoccupano le valutazioni elevate sia sui mercati del credito che azionari.



Luc Filip

Head of Discretionary Portfolio Management



Fabrizio Quirighetti

Macroeconomic Strategist



Hartwig Kos



Adrien Pichoud

Chief Economist & Senior Portfolio Manager

- In questo inizio 2017 buona parte dell'economia globale registra una dinamica di crescita positiva e in espansione.
- Ci preoccupano le valutazioni elevate sia sui mercati del credito che su quelli azionari e in particolare l'high yield, che negli ultimi mesi non ha visto la benché minima correzione.
- Siccome il compiacimento regna sovrano, stiamo cedendo parte dei nostri investimenti attraverso la riduzione della nostra posizione complessiva sul rischio.

Che cosa potrebbe andare storto ?

Rispetto a un anno fa i mercati finanziari sono cambiati in modo clamoroso, passando da un pessimismo estremo a una forma irrazionale di speranza. Il sentiment è chiaramente sostenuto da un contesto economico più favorevole : gli indicatori di attività sono complessivamente in rialzo, l'inflazione cresce e le principali banche centrali dei paesi sviluppati stanno finalmente pensando di aumentare i tassi o, almeno, di non tagliarli ulteriormente in territorio negativo. Tuttavia, vale la pena ricordare che, in primo luogo, i tassi sono già su livelli estremamente bassi in termini di crescita economica, inflazione e obiettivi chiave di politica monetaria, e in secondo luogo, non si prevedono sforamenti in queste tre variabili chiave in futuro perché il malefico trio composto da scarso miglioramento della produttività, crescita della forza lavoro atona ed elevato indebitamento non accenna a svanire. In altre parole, lo scenario a medio-lungo termine non è cambiato : la crescita continuerà a vivacchiare, l'inflazione core tenderà a non raggiungere gli obiettivi prefissati dalle banche centrali e quindi la politica monetaria mirerà a essere accomodante.

Mentre l'anno scorso gli investitori avevano molti motivi per essere preoccupati e spaventati al punto tale da vendere azioni ai minimi, cosa che abbiamo evitato di fare, ora faticiamo a trovare un insieme di elementi coerente tale da indurci a essere eccessivamente prudenti e ridurre drasticamente la nostra posizione sul rischio. Siamo scetticamente ottimisti. È alquanto difficile prevedere cosa, nelle prossime settimane, potrebbe andare storto al punto da far deragliare l'attuale contesto favorevole : il premio di rischio politico europeo si è contratto, le sventure cinesi sono state risolte in extremis, i tassi non sono sufficientemente alti per pesare sui mercati azionari nel loro complesso, le banche centrali non riservano brutte sorprese e il momentum economico dovrebbe rimanere solido. Poiché attualmente il compiacimento è sovrano, di fatto ci preoccupano le valutazioni elevate sia sui mercati del credito che azionari. I margini per assorbire eventuali sorprese negative inimmaginate sono risicati, perché già scontano le perfezioni descritte sopra.

Di conseguenza, stiamo cedendo parte dei nostri investimenti con la riduzione della nostra posizione complessiva sul rischio da "lieve propensione" a "lieve avversione". Manteniamo alcune operazioni di reflazione sul fronte azionario dove c'è ancora spazio per il rialzo alla luce delle valutazioni e del contesto economico, anche se in futuro la sovraperformance potrebbe non essere così chiara come negli ultimi mesi. L'esposizione al debito emergente selezionata, con Messico e Turchia tra le principali posizioni, e l'esposizione alla duration mediante i Treasury USA cominciano a dare un po' di valore sia in termini di valutazione che di costruzione del portafoglio. Dopo aver comprato quando il sangue scorreva nelle strade, ora optiamo per ridurre al suono delle "Trumpette".

Sintesi del panorama economico

L'economia globale ha cominciato il 2017 molto meglio rispetto a un anno fa : nessuna preoccupazione per la Cina, nessun timore di deflazione, nessun calo dei prezzi del petrolio, speranza di un significativo miglioramento delle previsioni di crescita negli USA... Questo nuovo anno è partito sotto gli auspici di dinamiche cicliche positive in buona parte delle grandi economie, trend inflazionistici globali positivi, stabilizzazione della crescita in Cina e prospettive di sostegno della politica fiscale, in particolare negli USA. La domanda chiave da porsi ora è : questa situazione "reflazionistica" può plasmare l'intero anno a venire oppure la disillusione è dietro l'angolo e, in una specie di effetto specchio, la fine del 2017 in definitiva assomiglierà all'inizio del 2016 ? Noi purtroppo propendiamo per la seconda opzione ma, per ora, i trend macroeconomici positivi dovrebbero estendersi ai primi mesi del 2017 e il quadro degli investimenti a breve termine vede ancora dinamiche globali di crescita e inflazione positive (pressoché) sincronizzate.

Crescita

In questo inizio 2017 buona parte dell'economia globale registra una dinamica di crescita positiva e in espansione. I robusti consumi nelle economie avanzate, sostenuti dalla crescita dell'occupazione, alimentano la domanda finale e contribuiscono alla ripresa dell'attività industriale dopo la debolezza del 2015. Le uniche economie non coinvolte da questa dinamica sono penalizzate da problemi specifici.

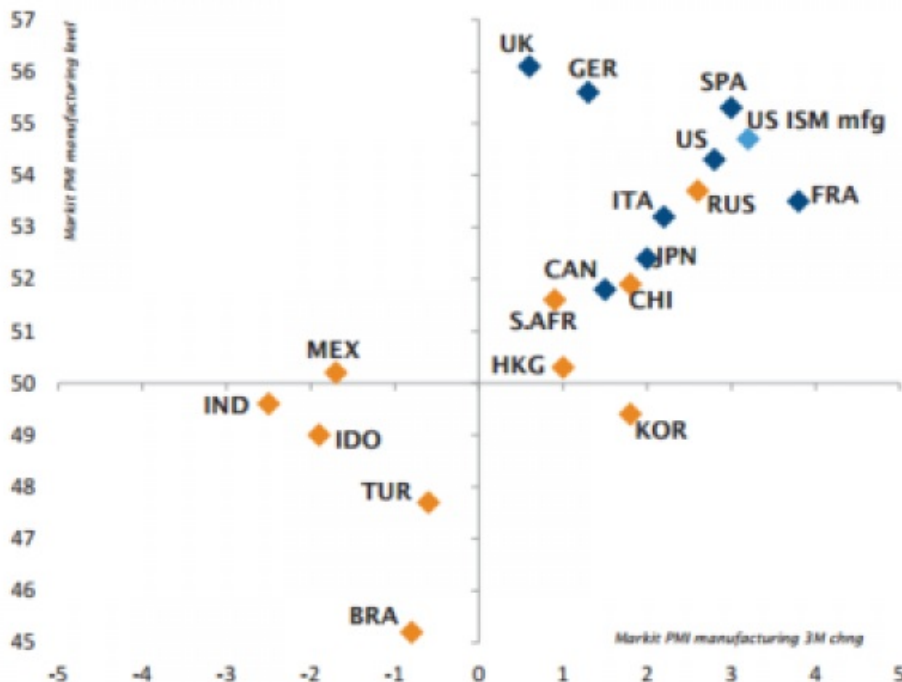
Inflazione

L'inflazione reale e quella attesa hanno seguito un andamento al rialzo negli ultimi mesi del 2016. I prezzi dell'energia più elevati uniti a effetti base positivi sui tassi di inflazione annuale, moderate pressioni al rialzo sui salari USA e ottimismo sui piani di stimolo fiscale sono riusciti a far svanire i timori di deflazione. Tuttavia, i tassi di inflazione attesa e reale rimangono bassi in termini assoluti e l'ultimo rialzo ciclico presto si troverà di fronte a ostacoli strutturali.

Posizione della politica monetaria

Le dinamiche di crescita e inflazione positive allentano la pressione sulle banche centrali del mondo sviluppato. La Fed è diventata più fiduciosa sulla propria capacità di "normalizzare" la politica monetaria. La BCE ha esteso il programma di QE fino alla fine del 2017 ma sembra alla ricerca di una "via d'uscita" dalla sua attuale politica ultra-accomodante. Tuttavia, l'elevata sensibilità della crescita alle condizioni di credito e le mitigate pressioni inflazionistiche sottostanti continueranno a garantire politiche monetarie estremamente accomodanti in futuro.

Trend e livello del PMI manifatturiero



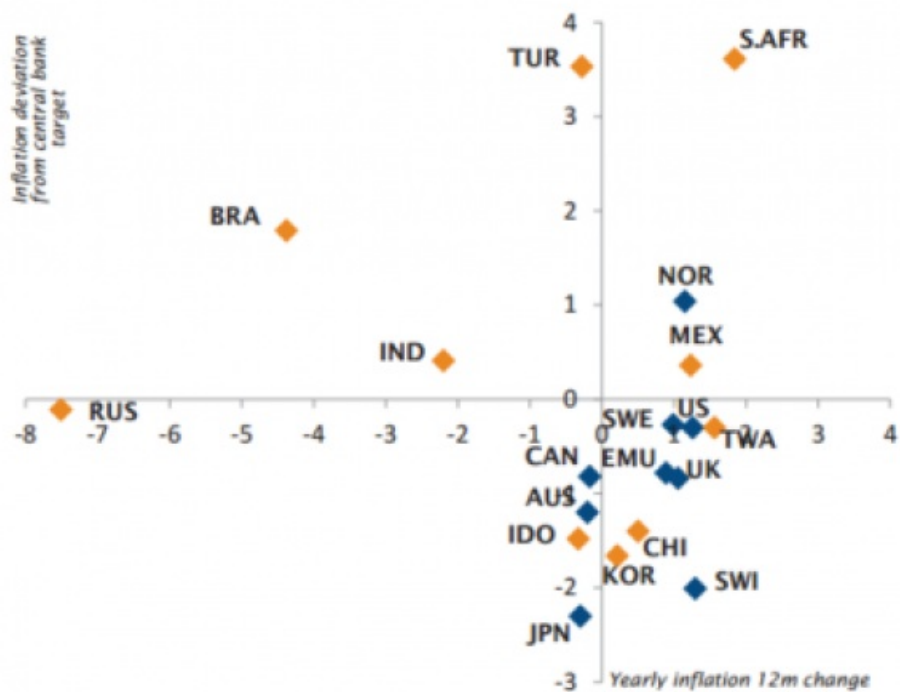
Fonte

« I recenti trend macroeconomici positivi dovrebbero estendersi ai primi mesi del 2017. »

— *Adrien Pichoud*
Chief Economist & Senior Portfolio Manager



Trend inflazionistico e deviazione dall'obiettivo della Banca centrale



Fonte
SYZ Asset Management

Economie avanzate

Gli indicatori economici statunitensi hanno continuato a sorprenderci in modo positivo. Oltre all'attuale miglioramento ciclico in essere da quest'estate, l'elezione di Donald Trump finora ha provocato un'impennata di fiducia nell'economia interna, spingendo la fiducia dei consumatori ai massimi degli ultimi 15 anni e la fiducia delle PMI ai massimi degli ultimi 12 anni. Queste grandi aspettative saranno ben presto messe alla prova dei fatti, non appena l'amministrazione Trump comincerà effettivamente a guidare il paese. L'ottimismo della Fed sulla propria capacità di aumentare i tassi nel 2017 dipenderà anch'essa molto dalle misure politiche concrete dell'amministrazione Trump.

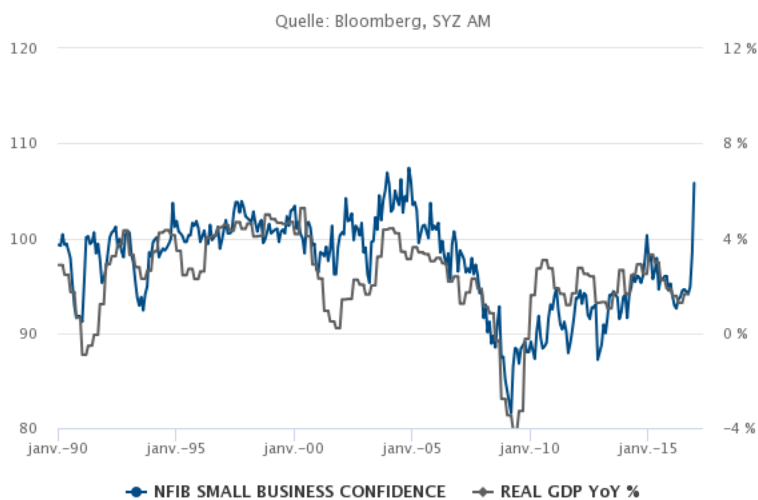
Nell'eurozona, la pressione maggiore continua a essere esercitata dal rischio politico, visto che nel 2017 si terranno le elezioni nella maggior parte delle grandi economie. Oltre a questa spada di Damocle, dal punto di vista puramente economico lo scenario è ancora incoraggiante, con dinamiche di crescita positiva diffuse, calo delle pressioni deflazionistiche e una politica monetaria che rimarrà molto accomodante almeno fino a fine anno. Anche i negoziati per la Brexit rientrano nella categoria di "rischio politico" ma è più probabile che influenzino maggiormente le dinamiche di inflazione e crescita del Regno Unito.

L'economia australiana sta godendo di una forte impennata della crescita, stimolata dalla ripresa dei prezzi delle materie prime e dalla robusta domanda interna. Il Giappone continua a beneficiare del sostegno ciclico dello yen debole, anche se l'impatto del cambio dovrebbe svanire nel 2017.

Economie emergenti

Tra le grandi economie emergenti le performance economiche sono più eterogenee. Alcune di esse godono dei vantaggi della forte domanda di esportazione, del rialzo dei prezzi del petrolio e delle materie prime e della svalutazione valutaria. In questo senso, Cina, Russia, Polonia, Sudafrica e Taiwan mostrano trend di crescita in miglioramento.

Dall'altro lato, alcune grandi economie emergenti affrontano problemi specifici e sfuggono alla dinamica ciclica globale positiva: l'India con la sua riforma di demonetizzazione, il Messico con le incertezze legate a Trump, la Turchia con il contesto politico, geopolitico e monetario, il Brasile ancora in una fase di ripresa iniziale.



Gruppo di strategie d'investimento: principali conclusioni

Rischio e duration

Dopo aver osservato il forte rally del mercato azionario degli ultimi mesi bisogna riconoscere che il 2016 è stato un anno di estremi. Cominciato con timori quasi apocalittici che le autorità cinesi avessero perso il controllo della loro economia e con il crollo del prezzo del petrolio, da cui è derivata un'era glaciale deflazionaria per l'economia globale, il 2016 si è poi chiuso all'insegna della "Trump-foria" e dell'ascesa della "grande reflazione". Nel mezzo, gli investitori hanno visto materializzarsi ogni rischio di coda politico globalmente significativo. Ma nonostante tutto questo, i mercati finanziari hanno continuato ad andare al rialzo. Questo si può dire non solo per i mercati azionari occidentali, che hanno offerto un rendimento totale in USD del 7,5% secondo l'indice MSCI World, ma anche per le care e universalmente odiate obbligazioni del mercato sviluppato che, secondo l'indice Bloomberg EFFAS G7, hanno registrato un rendimento totale di tutto rispetto pari all'1,3% in USD.

Rimane ancora da vedere se gli investitori applicheranno la stessa funzione di reazione ai rischi di coda che si profilano all'orizzonte per il 2017, quali le imminenti elezioni europee e l'attuazione delle politiche di Trump. Una cosa però è chiara : nell'anno che verrà il mondo continuerà a essere dominato dall'incertezza e il cambio di regime politico globale attualmente in corso non fa che accentuarla. Nel brevissimo termine, bisogna essere consapevoli che alcuni mercati azionari scontano già una visione del mondo molto positiva per il 2017 e questo è ovviamente preoccupante. Pertanto, la posizione sul rischio è stata diminuita di un ulteriore livello passando da "lieve propensione" a "lieve avversione", mentre la valutazione di duration resta invariata a "lieve avversione".

Mercati azionari

Visto l'aumento dei rendimenti obbligazionari e la battuta d'arresto degli utili corporate, negli ultimi mesi i premi di rischio azionari sono andati costantemente deteriorandosi. In particolare, il mercato azionario USA è diventato caro e nella stessa direzione, benché in modo meno pronunciato, sono andati anche Europa e Giappone. Dopo aver declassato gli USA lo scorso mese ed essendo diventati più prudenti in termini di posizione complessiva sul rischio, è appropriato per noi declassare anche i mercati europei core da "propensione" a "lieve preferenza". I recenti sviluppi in Europa, come la possibilità di elezioni anticipate in Italia e l'inchiesta aperta per appropriazione indebita contro François Fillon, il candidato di conservatore alle elezioni politiche francesi dato per favorito dagli operatori di mercato, lasciano chiaramente intravedere ulteriore volatilità di mercato all'orizzonte. Nonostante questo rimaniamo ancora cautamente ottimisti sulle azioni europee, visto il restante elevato premio di rischio politico che gli investitori continuano ad attribuire al mercato.

Di recente le preferenze di settore e stile sono state sempre più al centro della discussione nell'ambito della nostra analisi di mercato. Nel primo semestre del 2016 eravamo del parere di conservare un portafoglio abbastanza bilanciato con relativamente poche preferenze settoriali e stilistiche, mentre nel corso del secondo semestre 2016 le nostre preferenze si sono orientate maggiormente verso settori value e ciclici. Questa preferenza rimane invariata, ma quello che è cambiato è il livello di fiducia che nutriamo rispetto a questi orientamenti. In particolare nel contesto delle azioni statunitensi, è corretto affermare che a nostro parere sono maggiori le probabilità di generare rendimenti positivi da scommesse di stile e settore relative piuttosto che dalla conservazione del mercato nel suo complesso. Questa visione si basa non tanto sulla fiducia che riponiamo nella rapidità di attuazione delle misure di stimolo fiscale da parte di Donald Trump, quanto sul posizionamento relativo della comunità di investimento, ancora fortemente posizionata in costosi settori azionari simil-obbligazionari che hanno sottoperformato notevolmente negli ultimi mesi. Questo apre infatti le porte a una rotazione graduale e prolungata nei settori ciclici poiché gli investitori sono costretti a chiudere i loro sottopesi.

« In particolare nel contesto delle azioni statunitensi, è corretto affermare che a nostro parere sono maggiori le probabilità di generare rendimenti positivi da scommesse di stile e settore relative piuttosto che dalla conservazione del mercato nel suo complesso. »

— Hartwig Kos

Mercati obbligazionari

I titoli di Stato occidentali sono diventati convenienti rispetto ad alcuni mesi fa, ma a nostro parere rimangono cari. Inoltre, permane l'ordine sparso con cui i modelli di rischio trattano i diversi segmenti obbligazionari, come abbiamo illustrato lo scorso mese, destando la nostra preoccupazione sui mercati obbligazionari nel complesso. All'interno dei diversi segmenti obbligazionari l'high yield spicca come l'unico mercato che non ha visto alcuna correzione negli ultimi mesi e i modelli di rischio sono diventati sempre più compiaciuti del rischio effettivo che questo segmento obbligazionario sostiene. Di conseguenza l'high yield è stato declassato ad "avversione". All'interno dei mercati obbligazionari sviluppati, USA e Canada appaiono ora meno interessanti e lo stesso vale per Francia e Italia. Per quanto riguarda i mercati emergenti, la preferenza relativa per le obbligazioni in valuta forte emergente rispetto alle obbligazioni in valuta locale rimane invariata. Le nostre principali posizioni nell'universo obbligazionario in valuta forte sono Turchia e Messico. Il decennale turco in USD è scambiato a livelli di rendimento del 5,75%, molto prossimi al picco post-tapering del 2013 e ai livelli del 2011, quando la Turchia era nel bel mezzo di una grave crisi dei finanziamenti. Un quadro simile si sta delineando in Messico, dove il decennale in USD si avvicina al 4,2%. Nell'universo in valuta locale del mercato emergente, Russia e Brasile hanno chiaramente perso molto del loro fascino. Le valute possono ancora essere molto interessanti e i rendimenti obbligazionari offrono un buon carry, ma questi due mercati sono ormai posizioni molto affollate di consensus, mentre i premi di rischio incorporati nei rendimenti riflettono uno scenario macroeconomico piuttosto positivo per entrambi i paesi.

Mercato dei cambi, investimenti alternativi e liquidità

Essendo passati a una posizione meno costruttiva su rischio e duration, la valutazione della liquidità è stata implicitamente aumentata. Sui mercati dei cambi lo yen sembra più interessante, tanto per la sua valutazione intrinseca, quanto perché crediamo che la recente forza del dollaro statunitense sia esagerata e vi siano maggiori probabilità di una debolezza del dollaro USA nel breve termine. L'oro è salito leggermente da "forte avversione" ad "avversione", alla luce delle considerazioni sul dollaro USA ma anche per la possibilità che i rendimenti reali USA possano scendere viste le crescenti attese di inflazione, abbinate a una Federal Reserve potenzialmente più esitante di quanto previsto dagli operatori di mercato.

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.