

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

Lunedì, 12/04/2017



Luc Filip

Head of Discretionary Portfolio Management



Fabrizio Quirighetti

Macroeconomic Strategist



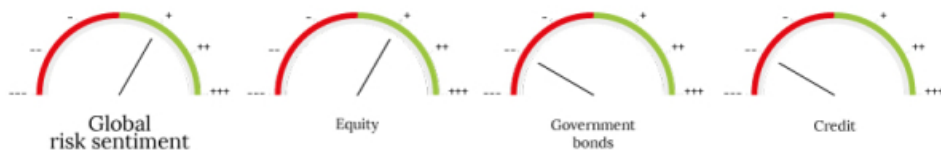
Hartwig Kos



Adrien Pichoud

Chief Economist & Senior Portfolio Manager

- Nel mese la propensione al rischio complessiva è cresciuta per la nostra strategia.
- Alla luce delle valutazioni e del possibile miglioramento degli utili societari negli USA, i mercati azionari continuano a essere i nostri preferiti.
- I mercati obbligazionari rimangono cari, nonostante le valutazioni leggermente migliori, pur presentando ancora qualche sacca di opportunità.



Pronti per un rally di Babbo Natale

Caro Babbo Natale, mancano solo poche settimane al tuo attesissimo arrivo e vorrei essere sicuro che tu abbia ricevuto la mia lettera. A giudicare dalla performance del mercato azionario che si è accumulata sotto l'albero, quest'anno i tuoi elfi devono aver lavorato parecchio e avrai un sacco decisamente pesante da portare. Non so come tu abbia fatto, ma sono il più felice degli investitori. Tutto è andato come sognavo... Per la prima volta da molto tempo, in ogni parte del mondo c'è stata crescita economica, l'inflazione è rimasta finora contenuta e le banche centrali, che qualche volta ci hanno rimproverato, non hanno neanche dovuto trasformarsi nell'uomo nero. In poche parole, quest'anno ci hai viziati. E magari hai pure lasciato un bitcoin in fondo alla calza!

Grazie Babbo Natale per non aver dato troppo peso alle nostre sciocchezze. E in particolare per non aver ascoltato le assurdità del politico biondo tinto in fondo alla classe, che ha disturbato tutto l'anno ma per fortuna ha scelto la continuità, nominando Jerome Powell a capo della Fed. Non c'era scelta migliore per rassicurare i mercati. Si è anche comportato bene nella sua recente visita in Asia, evitando di scatenare uno tsunami geopolitico al suo passaggio. In ogni caso, ti sarei veramente grato se non gli regalassi nulla con cui giocare alla guerra insieme al suo amico della Corea del Nord. Grazie anche per il tapering accomodante della BCE annunciato lo scorso mese, perché temevamo una potenziale brutta sorpresa aggressiva. Tra i banchieri centrali, Super Mario ha continuato a essere il giocattolo preferito dal nostro mercato nel corso dell'anno.

Sappiamo perfettamente che questo contesto goldilocks non durerà per sempre. A un certo punto nel 2018 l'inflazione potrebbe cominciare a salire (almeno un po'), il momentum di crescita svanirà e le grandi banche centrali cominceranno gradualmente a chiudere i rubinetti. Ma per ora vogliamo goderci le feste di fine anno. Di conseguenza, abbiamo nuovamente adottato visioni più costruttive sulla nostra posizione di rischio (portandola a "lieve preferenza"), in particolare verso le azioni, per beneficiare di un molto probabile rally di Babbo Natale.

I miei colleghi e io ovviamente promettiamo di comportarci bene e cercheremo di fare i bravi il prossimo anno, limitando l'esposizione al debito speculativo (ci hai avvisato dei pericoli con Toys 'R' Us) e i prestiti agli Stati, a occhi chiusi e senza premio di fedeltà, per evitare la repressione finanziaria sulla liquidità che a volte terremo disponibile. Mamma e papà dicono che da lassù vedi tutto ciò che facciamo. Quindi promettiamo di ubbidire, perché quest'anno abbiamo avuto tutti i regali che volevamo. A eccezione forse dei bitcoin... Ma non te ne vogliamo perché, come molti giocattoli, potrebbero ben presto passare di moda. Ora ti lascio perché avrai un sacco di lavoro da fare prima della notte di Natale. Un grande abbraccio e salutaci Johnny Hallyday: se potesse continuare a suonare la musica che amiamo da lassù, potremmo ancora danzare sui mercati nei prossimi mesi.

_Fabrizio Quirighetti

Sintesi del panorama economico ed esame dell'economia globale

Sta per giungere al termine quello che sarà ricordato come il miglior anno per l'economia globale nell'era post crisi. Questo è il periodo in cui gli economisti presentano le loro previsioni per l'anno che verrà prima di godersi la pausa natalizia. In questo esercizio le certezze sono le benvenute e le ultime settimane ne hanno regalate alcune interessanti.

In primo luogo, ora sappiamo che l'Italia richiamerà l'attenzione più per le elezioni legislative e la ripresa economica in corso, che non per la partecipazione ai mondiali di calcio. Poi, elemento forse addirittura più importante per i mercati finanziari, sappiamo che la Banca Centrale Europea continuerà ad acquistare titoli fino a settembre. Un aumento dei tassi prima del 2019 è dunque molto improbabile. Infine, nel regno della Federal Reserve non ci sarà alcuna rivoluzione poiché il successore designato di Janet Yellen, Jerome Powell, sembra voler proseguire con l'attuale posizione di politica monetaria, anziché apportare drastici cambiamenti (almeno nel breve termine).

Con questi elementi in mano, il rischio che le banche centrali diventino improvvisamente meno accomodanti si è fatto più risicato. Di sicuro, tutte le banche centrali si stanno dirigendo verso politiche meno accomodanti, come dimostrano l'aumento dei tassi e il taglio di bilancio della Fed, il tapering sul programma di acquisto titoli della BCE e gli aumenti dei tassi operati dalla Banca di Inghilterra e dalla Banca Popolare Cinese. Tuttavia, l'inflazione sottotono finora ha consentito alle banche centrali di muoversi con la massima cautela. E qui risiede, a nostro parere, la principale incertezza visibile. L'inflazione rimarrà allo stesso livello ottimale del 2017, ossia né troppo bassa (in modo da evitare timori di crescente deflazione), né troppo alta (evitando una reazione più netta delle banche centrali)? Per essere chiari, siamo ancora fortemente convinti che vi siano fattori strutturali potenti a impedire un'autentica accelerazione dell'inflazione. Ma questo non esclude alcune modeste deviazioni rispetto ai bassi livelli attuali, innescate da mercati del lavoro più contratti, prezzi del petrolio più alti, movimenti valutari e cambiamenti di politica fiscale.

Senza maggiori sbilanciamenti sul fronte degli investimenti, delle scorte e dei salari, i trend di crescita globale favorevole dovrebbero protrarsi anche nel prossimo anno. Probabilmente i fattori X del 2018 saranno quindi le variazioni (anche lievi) dell'inflazione e, cosa più importante, le reazioni delle banche centrali. Non solo per l'impatto sul maggiore squilibrio che affligge gran parte dell'economia globale, ossia l'indebitamento spesso record, ma anche per le rivalutazioni che potrebbero provocare sui mercati finanziari.

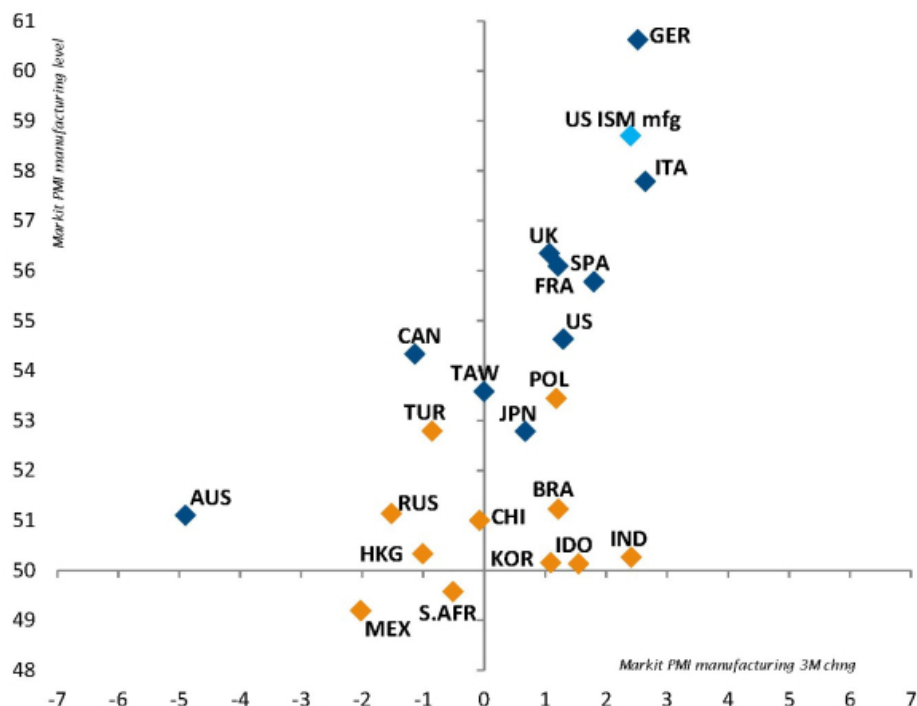
Guardando al 2018 non si possono ovviamente ignorare le incertezze geopolitiche. L'instabilità nella penisola coreana e le tensioni politiche in Medio Oriente, in un contesto di sfida tra Iran e Arabia Saudita, hanno sicuramente il potenziale per turbare la crescita globale e i mercati finanziari, ma sono difficili da quantificare nelle previsioni economiche.

La nostra visione per il 2018 potrebbe essere riassunta così: prevediamo un contesto di crescita globale favorevole simile a quello del 2017, con maggiori probabilità di un rialzo dell'inflazione anziché di un rallentamento. Se questo scenario si concretizzasse, pensiamo che le banche centrali dei paesi sviluppati potrebbero essere tentate di cogliere l'occasione per ritirare parte del sostegno straordinario che hanno dovuto fornire dal 2008. Di conseguenza, benché il quadro macroeconomico complessivo rimanga alquanto positivo, è probabile che i mercati finanziari lo percepiscano "peggiore" rispetto al 2017, quando la torta c'era (politiche monetarie ultra-accomodanti) e la si poteva anche mangiare (crescita economica globale sincronizzata).

Benché il quadro macroeconomico complessivo rimanga alquanto positivo, è probabile che i mercati finanziari lo percepiscano "peggiore" rispetto al 2017

— *Adrien Pichoud*
Chief Economist & Senior Portfolio
Manager

Trend e livello del PMI manifatturiero



Fonte

Factset, Markit, SYZ Asset Management. Dati al: venerdì 17 novembre 2017

Trend inflazionistico e deviazione dall'obiettivo della Banca centrale



Fonte

Factset, Markit, SYZ Asset Management. Dati al: venerdì 17 novembre 2017

Economie sviluppate

Dopo due solidi trimestri caratterizzati da una crescita del PIL del +3%, l'economia statunitense sembra voler portare la dinamica favorevole a fine anno. Gli indicatori della fiducia e dell'attività delle imprese, ma anche i cosiddetti hard data quali le vendite al dettaglio e la produzione industriale, non lasciano intravedere alcuna attenuazione del momentum di crescita all'inizio del quarto trimestre, situazione confermata dalla Fed il 1° novembre. Solo una categoria di dati economici continua a deludere: inflazione e salari, tutti ostinatamente inferiori alle attese e al target della Fed. Benché quest'ultima mostri sufficiente fiducia in un miglioramento su questo fronte da comunicare di essere pronta ad aumentare i tassi a dicembre, dovranno spuntare alcuni germogli di ripresa per poter continuare il rialzo dei tassi nel 2018.

La Banca di Inghilterra si è da poco unita alla Fed e alla PBoC nel club delle banche "alza-tassi", con un rialzo di 25 pb che ha ridotto l'effetto del taglio post-Brexit. L'inflazione superiore al target in un contesto di attività economica resiliente ha portato la BoE ad adottare una posizione leggermente meno accomodante e a lasciare la porta aperta a ulteriori rialzi nel 2018. D'altro canto, la BCE è riuscita ad annunciare un rallentamento del suo programma di acquisto titoli, pur contenendo le attese di stretta monetaria. Impegnandosi ad acquistare (meno) titoli fino a settembre 2018, la BCE ha posticipato la possibilità di un aumento dei tassi almeno fino al 2019, garantendo alla crescita economica dell'eurozona, ancora forte, il supporto di una politica monetaria estremamente accomodante.

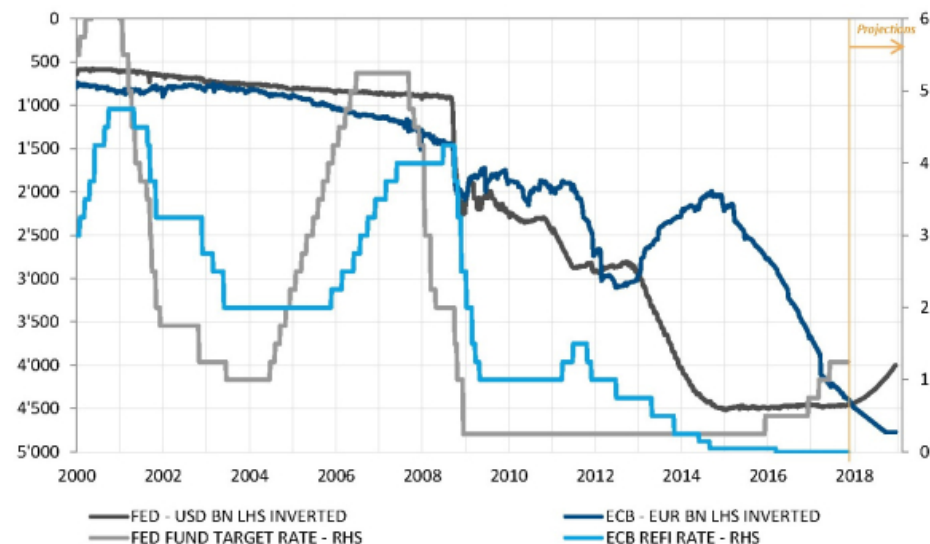
Il Giappone ha registrato il settimo trimestre consecutivo di crescita positiva del PIL, la scia più lunga da decenni. La Banca del Giappone sostiene ancora di voler mantenere una politica monetaria ultra accomodante "finché l'inflazione non raggiungerà il 2%", ma il contesto macroeconomico favorevole potrebbe invitarla ad abbandonare alcune delle misure più aggressive nel 2018, specialmente se tutte le principali banche centrali andassero verso la normalizzazione.

Economie emergenti

Man mano che la scia del Congresso del Partito Comunista si dipana, i funzionari cinesi si dicono disposti ad accettare una crescita leggermente più lenta per conseguire gli obiettivi di espansione del credito e sviluppo più ecologico. Guarda caso, gli ultimi dati economici indicano una modesta perdita di momentum economico per il gigante asiatico. I prezzi del petrolio al rialzo hanno continuato a essere favorevoli ai paesi produttori quali la Russia, mentre i paesi del Medio Oriente stanno vivendo un periodo di instabilità politica dovuto alla lotta per l'influenza tra Iran e Arabia Saudita. Il Messico è penalizzato da turbolenze nell'attività dovute al terremoto, ma dovrebbe ricominciare a espandersi prima delle elezioni legislative del prossimo anno. La maggior parte dei paesi dell'Europa dell'Est beneficia della forte dinamica di crescita dell'Eurozona, a eccezione forse della Turchia, dove l'inflazione rimane a due cifre e il sostegno degli incentivi fiscali pre-referendum sta gradualmente svanendo.

Adrien Pichoud

A differenza della Fed, la BCE è lungi dall'avviare la normalizzazione



Fonte

Bloomberg, Fed, BCE, BoJ, SYZ Asset Management Dati al: venerdì 17 novembre 2017

Rischio e duration

La nostra valutazione del rischio di portafoglio complessivo è stata portata ancora una volta da "lieve avversione" a "lieve preferenza". La variazione è stata effettuata alla luce della modesta correzione dei mercati azionari avvenuta il mese scorso e dei significativi passi avanti compiuti negli USA per trasformare le riforme fiscali in legge.

Se il vessillo legislativo di Donald Trump, ossia la riforma fiscale, dovesse effettivamente vedere la luce, eventualità ad oggi sempre più probabile, il ciclo economico statunitense in stallo e i mercati azionari potrebbero ricevere un'ulteriore spinta al rialzo.

Sicuramente un cambio di politica del genere solleverebbe domande sull'inflazione e sulle future funzioni di reazione delle banche centrali. Consapevoli di tutto ciò, non abbiamo modificato la nostra valutazione in termini di duration, nonostante i mercati obbligazionari abbiano cominciato a farsi più interessanti rispetto all'inizio dell'anno.

Se la riforma fiscale dovesse effettivamente vedere la luce, eventualità ad oggi sempre più probabile, il ciclo di economico statunitense in stallo e i mercati azionari potrebbero ricevere un'ulteriore spinta al rialzo.

— Hartwig Kos

Mercati azionari

In termini di preferenze relative sui mercati azionari, abbiamo operato solo una rettifica portando il mercato azionario statunitense da "lieve avversione" a "lieve preferenza". Questo incremento è stato effettuato sulla base di due considerazioni.

In primo luogo, vista la natura più difensiva del mercato azionario USA, questo incremento implica un aumento difensivo della propensione al rischio.

Inoltre, al momento Europa e Giappone continuano ad avere valutazioni più interessanti degli USA, ma se la riforma fiscale venisse approvata, ipotesi probabile e nostro avviso, gli utili societari statunitensi potrebbero essere rivisti decisamente al rialzo, sostenendo le valutazioni azionarie USA.

Mercati obbligazionari

Ribadiamo, a rischio di dire una banalità, che i mercati obbligazionari rimarranno cari e questo nonostante i lievi miglioramenti estivi nelle valutazioni.

In termini di preferenze regionali relative sui mercati dei titoli di Stato avanzati, abbiamo aumentato di un livello la nostra valutazione dei Treasury portandola a "lieve preferenza", mentre abbiamo declassato a "lieve avversione" le obbligazioni italiane. L'asset allocation obbligazionaria complessiva rimane tuttavia invariata.

Le obbligazioni dei mercati emergenti spiccano ancora come il male minore, benché anche in quest'area siano venuti meno alcuni vantaggi in termini di valutazioni. Ciò nonostante, sui mercati del debito emergente permangono alcune distorsioni di prezzo che offrono significative opportunità di investimento. Le obbligazioni locali turche ne sono un buon esempio.

Gli operatori di mercato non hanno prestato particolare attenzione alla recente cessione della lira turca. E invece sembra un déjà vu della crisi dello scorso anno, che aveva cancellato un terzo del valore della lira contro il dollaro statunitense e spinto i rendimenti del decennale locale all'11,6%.

All'epoca i timori prevalenti riguardavano i rischi geopolitici e di sicurezza, nonché le vulnerabilità esterne, vista la maggiore aggressività della Federal Reserve. Inoltre, l'anno scorso la cessione della lira turca era stata accelerata dalle preoccupazioni sulle basi democratiche del paese, visto il referendum costituzionale indetto per marzo 2017 che, se avesse avuto esito positivo, avrebbe dato al presidente Erdogan molti più poteri.

A gennaio 2017, la Banca Centrale Turca (CBRT) ha interrotto il suo ciclo e adottato una posizione molto più aggressiva, aumentando bruscamente il tasso di finanziamento effettivo da circa l'8% al 12%. E questa non è stata la prima volta che la Banca Centrale Turca ha cambiato radicalmente la politica monetaria per sostenere la valuta del paese. Sia nel 2011 che nel 2014, la lira era sotto forte pressione ed entrambe le volte la banca centrale aveva operato una stretta monetaria di 500-600 pb per difenderla.

Sui mercati del debito emergente permangono alcune distorsioni di prezzo che offrono significative opportunità di investimento. Le obbligazioni locali turche ne sono un buon esempio.

— Hartwig Kos

Per buona parte dell'anno, il contesto macroeconomico generalmente positivo ha consentito agli attivi turchi di recuperare parte delle precedenti perdite. Da inizio settembre, però, la valuta turca è ritornata sotto pressione. La lira ha ceduto il 16% e i rendimenti del decennale locale sono cresciuti di circa 250 pb (12,8%). Come nel 2016, i timori geopolitici e i rischi di sicurezza la fanno da padrone. Con la debolezza del dollaro in pausa e la maggiore aggressività della Fed, le vulnerabilità esterne si stanno riacutizzando e il presidente Erdogan sta attaccando con maggiore veemenza la politica monetaria restrittiva attuata da Murat Çetinkaya, il governatore della Banca Centrale Turca.

Ciò nonostante, finora la CBRT ha agito correttamente, partendo con il rialzo del tasso di finanziamento effettivo per le banche, ossia stringendo la politica monetaria per difendere la lira. Non ci sarebbe da stupirsi, dunque, se si verificasse un forte cambio nei tassi d'interesse come nel 2011 o 2014. Inoltre, con rendimenti prossimi al 12%, ossia un carry dell'1% al mese, e la valuta ai minimi storici, questo mercato obbligazionario offre chiaramente un discreto premio di rischio.

Mercato dei cambi e liquidità

La nostra valutazione rimane invariata.

_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.