

La nostra opinione mensile sull'asset allocation (marzo 2018)

Mercoledì, 03/28/2018

Il ritorno della volatilità all'inizio di febbraio è risultato in un consenso verso uno scenario "Riccioli d'oro": l'inflazione sta ora convergendo progressivamente verso gli obiettivi delle banche centrali dei principali paesi sviluppati.



Fabrizio Quirighetti

Macroeconomic
Strategist



Adrien Pichoud

Chief Economist & Senior Portfolio
Manager



Hartwig Kos



Luc Filip

Head of Discretionary Portfolio Management

- Gli indicatori economici continuano ad evidenziare una forte espansione a livello mondiale.
- Il ritorno della volatilità porta incertezza sui mercati ma anche opportunità.
- Confermiamo il sentimento leggermente positivo sul rischio globale, con una preferenza per le azioni.



Il postino suona sempre due volte

Il ritorno della volatilità all'inizio di febbraio è risultato in un consenso verso uno scenario "Riccioli d'oro": l'inflazione sta ora convergendo progressivamente verso gli obiettivi delle banche centrali dei principali paesi sviluppati. Non riteniamo che finirà fuori controllo e le banche centrali potranno così normalizzare con gradualità la loro politica monetaria in sincronia con la tendenza della crescita nominale e quindi le valutazioni dovranno in qualche modo ridursi. Non riteniamo però di essere all'inizio di una fase ribassista del mercato importante e duratura dato che la crescita degli utili non scenderà nell'immediato futuro.

Il tutto sta nel trovare un nuovo equilibrio applicando un multiplo corrente più basso rispetto alle stime più elevate degli utili. Questa fase di rettifica dovrebbe avvenire in teoria in modo più graduale. Ma a livello pratico non prevediamo che si verificheranno oscillazioni violente, scatenate da timori infondati o esagerati. Questa grande incertezza, confrontata al consenso nettamente orientato verso uno scenario "Riccioli d'oro", può offrire notevoli opportunità a coloro che mantengono la calma e ne approfittano per sfruttare tatticamente l'andamento altalenante di questi mercati. Proprio come il postino, che suona sempre due volte, è praticamente certo che il demone dell'inflazione e lo spettro di un mercato obbligazionario rialzista ad esso associato ritornino a perseguitare gli investitori nei prossimi mesi.

In questo scenario, le valutazioni delle obbligazioni nominali sono già notevolmente migliorate poiché si sono adeguate agli annunci dall'orientamento più restrittivo delle banche centrali e a un'inflazione in tendenziale aumento. Dovremmo pertanto essere più a nostro agio con la duration rispetto ad alcuni mesi fa, in particolare dato che la dinamica di crescita economica e l'andamento a sorpresa degli indici non stanno più continuando ad accelerare (il dinamismo si sta esaurendo e gli indici dall'andamento economico sorprendente sono ora in ribasso). Di conseguenza il nostro posizionamento in termini di duration è stato per ora rivisto al rialzo a fini tattici portandolo a "lieve avversione". Quindi, per dirla con parole semplici, nelle prossime settimane i tassi a lungo termine dovrebbero stabilizzarsi o mantenersi sostanzialmente all'interno del range. Ciò potrebbe portare a una stabilizzazione e persino a un potenziale rimbalzo dei prezzi degli attivi rischiosi. Visti i minori segnali di surriscaldamento, i tassi e l'inflazione non dovrebbero aumentare ulteriormente e le valutazioni non dovrebbero registrare un altro ribasso, almeno a breve termine. Per questo manteniamo la nostra posizione sul rischio in generale a "lieve preferenza".

Se la tendenza rialzista del mercato non si è esaurita, anche una sua correzione è ancora possibile. I mercati possono in realtà essere ancora presi dal panico tra aprile e giugno da una seconda ondata di pressioni al rialzo sui tassi dato che l'effetto di base dell'inflazione sarà meno favorevole (ad es. il tasso di inflazione annuale può temporaneamente aumentare). Sulla base della nostra analisi del ciclo economico, della revisione delle valutazioni degli attivi e del nostro profilo equilibrato a livello di rischio, dovremmo essere in grado di coprire tatticamente il prossimo picco di volatilità. Purtroppo l'inflazione annunciata può avere a volte un effetto peggiore del suo concretizzarsi.

Fabrizio Quirighetti

Sintesi del panorama economico ed esame dell'economia globale

Con la crescita economica che resta solida a livello mondiale e acquista persino dinamismo, l'inevitabile è alla fine successo: l'inflazione sta aumentando dagli anormali livelli bassi del 2017. Ciò prova che la Federal Reserve ha ragione nel considerare la debolezza delle pressioni inflazionistiche un fattore transitorio che dovrebbe alla fine dissolversi. E se sicuramente ha il potenziale di continuare a stimolare la volatilità dei mercati finanziari, questo sviluppo deve essere visto come una conferma della dinamica di crescita in corso a livello mondiale.

L'aumento della crescita dei salari e l'inflazione dei prezzi negli Stati Uniti semplificheranno probabilmente il lavoro del nuovo presidente della Fed nelle prossime settimane. Se Janet Yellen aveva dovuto giustificare, per la maggior parte del 2017, l'aumento dei tassi attuato dalla Fed nonostante il rallentamento dell'inflazione, una combinazione di indicatori di crescita solidi e di indici di inflazione rendono più semplice per Powell motivare un ulteriore rialzo dei tassi.

Il compito della BCE potrebbe comunque rimanere più difficile: sebbene la direzione indicata dalla Fed e una forte dinamica del ciclo economico indichino un'accelerazione del ritmo di normalizzazione della politica monetaria, Draghi deve tenere presente che il ciclo di crescita dell'eurozona è molto meno avanzato che negli Stati Uniti, dato che il tasso di disoccupazione resta elevato e l'inflazione non ha ancora accennato a raggiungere una dinamica simile a quella degli Stati Uniti. Seguendo la scia della Fed c'è il rischio di fare una mossa troppo affrettata e indebolire l'attuale crescita economica tanto attesa. Così facendo si potrebbero perdere una serie di opportunità potenzialmente rare...

Crescita

Tutti gli indicatori economici continuano a suggerire un'espansione forte e solida dell'economia mondiale, con i mercati sviluppati che fanno ancora segnare le dinamiche migliori. Le economie emergenti sembrano però essere finalmente entrate a far parte del "club" della crescita mondiale dopo aver accumulato ritardo per la maggior parte del 2017 in termini di dinamismo.

Inflazione

Parallelamente, e in modo sufficientemente interessante, mentre l'inflazione inizia ad aumentare in diverse economie avanzate, tende invece a rallentare in quelle emergenti. La stabilizzazione delle valute, spesso legata a politiche monetarie restrittive, aiuta a ridurre i tassi di inflazione.

Posizione della politica monetaria

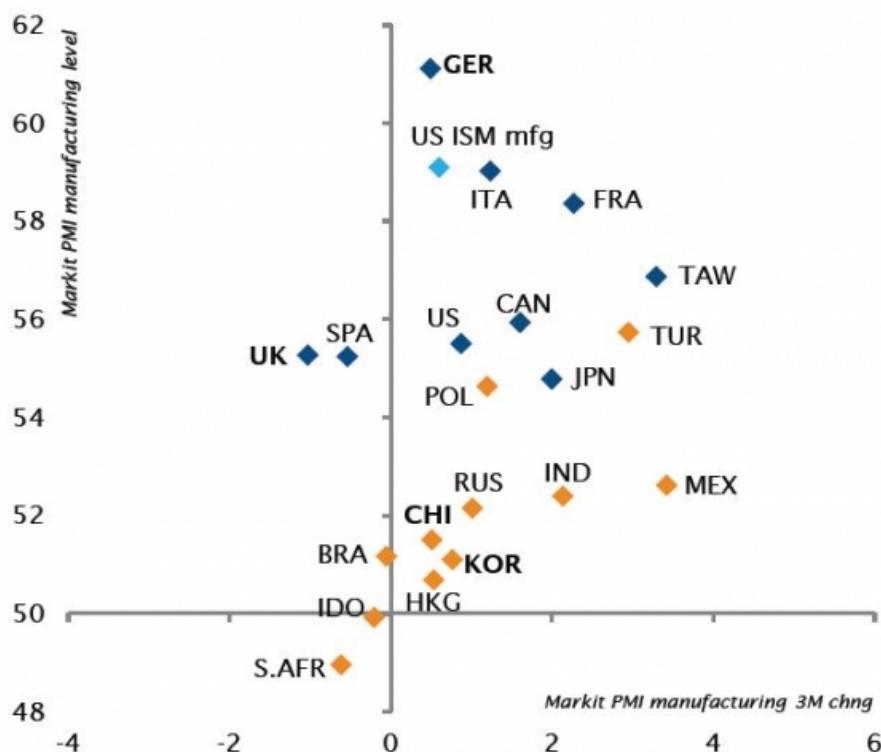
I più recenti dati sull'inflazione indicano un'ulteriore riduzione delle misure di politica monetaria accomodante da parte della Fed nei prossimi mesi, seguite probabilmente in modo più o meno rapido dalle altre principali banche centrali dei paesi sviluppati. Le banche centrali dei paesi emergenti invece potrebbero adottare politiche marginalmente meno restrittive.

"L'inflazione ritorna finalmente a fare capolino negli Stati Uniti!"

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



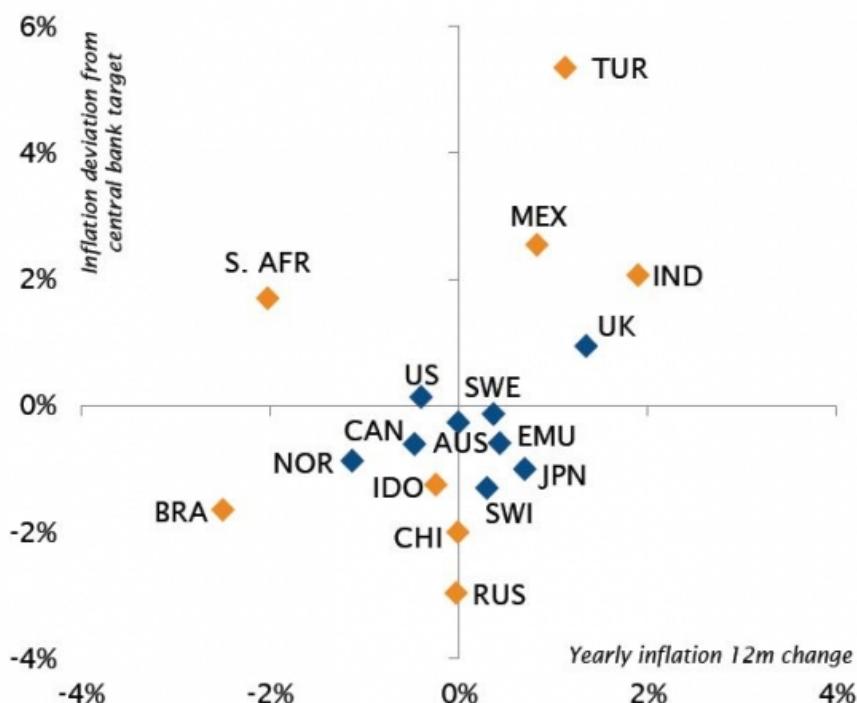
Trend e livello del PMI manifatturiero



Fonte

Factset, Markit, SYZ Asset Management. Dati al: venerdì 23 febbraio 2018

Trend inflazionario e deviazione dall'obiettivo della Banca centrale



Fonte

Factset, Markit, SYZ Asset Management. Dati al: venerdì 23 febbraio 2018

Economie avanzate

L'inflazione ritorna finalmente a fare capolino negli Stati Uniti! Non c'è niente da preoccuparsi, siamo lontani dai forti allarmismi riguardanti l'inflazione della fine degli anni '60 e '70. Invece, il recente incremento dei salari e dei prezzi indica unicamente che le condizioni di inflazione stanno recuperando il ritardo rispetto al contesto di miglioramento della crescita registrato nel 2017. Ma la cosa più importante è che questa dinamica è stata prevista dalla Fed per lo scorso anno ed è pertanto già compresa nelle prospettive economiche. Tuttavia il nuovo presidente della Fed e i suoi omologhi vedranno probabilmente di buon occhio il ritorno dell'inflazione, dato che favorisce i previsti interventi progressivi di rialzo dei tassi, in particolare mentre gli indicatori del ciclo economico continuano ad indicare una forte espansione economica e le misure di stimolo fiscale sosterranno l'attività economica nel corso dei prossimi mesi.

L'eurozona continua in generale ad evidenziare una solida crescita economica. L'espansione di metà ciclo procede senza battute d'arresto, con un calo della disoccupazione e agevoli condizioni di finanziamento che sostengono i consumi e gli investimenti. La situazione è pertanto positiva ed è difficile immaginare un ulteriore miglioramento. Invece per i mesi successivi si prevede un rallentamento della dinamica di crescita incandescente dei trimestri passati. L'inflazione resta molto bassa e l'apprezzamento dell'euro del 15% nei confronti del dollaro USA, che ha caratterizzato lo scorso anno, sta tenendo a freno tutte le pressioni inflazionistiche, diminuendo in particolare l'impatto dell'incremento dei prezzi del petrolio. Anche le dinamiche positive del ciclo economico potrebbero aver raggiunto il loro limite nei paesi limitrofi all'eurozona, come la Svezia o la Svizzera. Nel Regno Unito, le incertezze create dalla Brexit e l'aumento dell'inflazione stanno pesando alquanto sul trend di crescita, ma la resilienza del ciclo economico e un'inflazione superiore al target stanno orientando la Banca d'Inghilterra verso una politica monetaria più restrittiva.

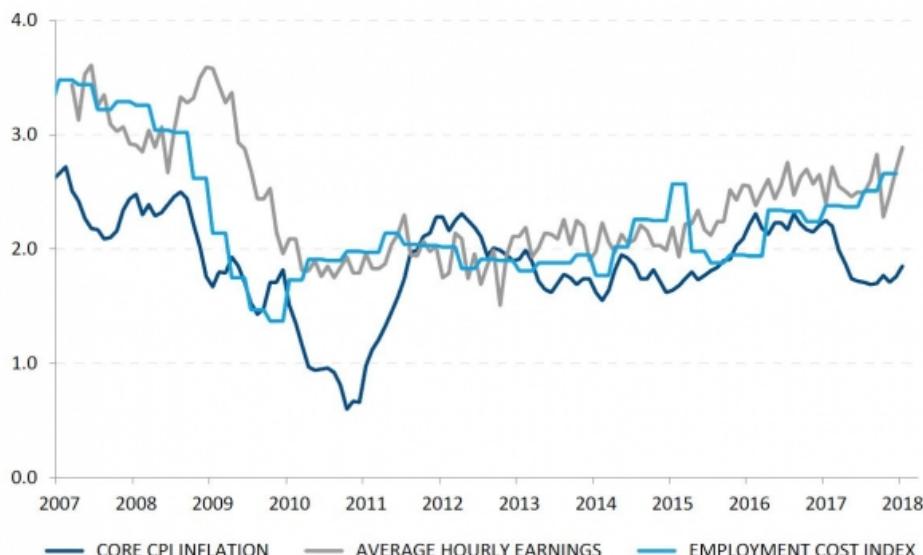
Economie emergenti

Le economie emergenti hanno evidenziato dinamiche di crescita in miglioramento nelle prime settimane del 2018. Sebbene avessero accumulato ritardo rispetto ai miglioramenti registrati dai paesi sviluppati nel 2017, sembrano essere finalmente entrate a far parte del "club" di crescita globale. Ciò può essere dovuto a una combinazione di diversi fattori positivi, la maggior parte dei quali è legata alla fine dell'apprezzamento del dollaro USA. Innanzitutto tale apprezzamento consente alle economie esportatrici di risentire i benefici della solidità della domanda finale negli Stati Uniti e in Europa senza controbilanciare l'impatto dei cambi. La relativa stabilizzazione dei mercati dei cambi ha inoltre contribuito a ridurre le pressioni inflazionistiche, sostenendo pertanto la domanda interna dei ME. Per finire, le banche centrali dei ME hanno a disposizione lo spazio necessario per allentare leggermente la loro politica monetaria restrittiva.

L'impatto degli sviluppi politici è contrastante, con un chiaro sollievo proveniente dalle dimissioni di Zuma in Sudafrica, mentre le elezioni in Brasile e in Messico alimentano l'incertezza sulle prospettive di queste economie. Contrastante è anche l'impatto di prezzi del petrolio più alti, che agiscono da sostegno per i paesi produttori ma che costituiscono una minaccia per i paesi importatori, in particolare per quelli che presentano una vulnerabilità delle partite correnti. Mentre gli impatti relativi ai cambi sono positivi per tutte le principali economie emergenti, gli sviluppi politici e l'andamento dei prezzi del petrolio potrebbero benissimo essere i fattori di differenziazione chiave nel 2018.

Adrien Pichoud

I salari statunitensi e l'inflazione dei prezzi stanno finalmente aumentando



Fonte

Factset, SYZ Asset Management. Dati al: venerdì 23 febbraio 2018

Rischio e duration

February has seen a significant rise in bond yields, sharp falls in equity markets and a long-anticipated pick up in equity market volatility. Eppure, nonostante l'inerzia abbastanza drammatica dei mercati nel corso del mese, sorprendentemente i cambiamenti sono stati esigui. I prezzi delle azioni restano deboli e i mercati obbligazionari hanno appena iniziato ad assistere a un miglioramento dei livelli di valutazione. Tenuto conto di ciò, è chiaramente troppo presto per rivedere al rialzo il nostro posizionamento sul rischio, mentre il generale scenario macroeconomico positivo ci impedisce nel contempo di essere troppo negativi in merito al profilo di rischio del portafoglio. Pertanto non apporteremo cambiamenti. Eppure, quando si tratta di mercati obbligazionari, gli investitori devono iniziare a fare i conti con la nuova realtà rappresentata dal discorso più aggressivo delle principali banche centrali occidentali. Ciò implica una nuova valutazione di quello che fino ad ora è stato un posizionamento negativo nei confronti del rischio del fixed-income. Di conseguenza, la valutazione della duration è stata migliorata di un livello, da "avversione" a "lieve avversione".

"Siamo consapevoli che il prolungato scenario "riccioli d'oro" in Giappone sta entrando nella fase conclusiva e che è orientato verso il ciclo economico mondiale. Nel frattempo la correlazione negativa tra le azioni e i mercati dei cambi non è stata completamente interrotta. In futuro temiamo pertanto uno scenario di crescita più debole, con uno yen che continuerà ad apprezzarsi".

— Hartwig Kos

Mercati azionari

Già da alcuni mesi ormai, il Giappone è stato il mercato con i più alti livelli di convinzione di investimento. Ciò è stato dettato da due fattori: il primo è il forte legame con il ciclo economico mondiale dell'industria automobilistica. Persiste l'idea del Giappone quale mercato ciclico del pianeta con il suo grado di leva operativa e l'elevata sensibilità all'indice PMI. È stato inoltre sostenuto dalla progressiva eliminazione della correlazione negativa tra lo yen e le azioni giapponesi.

Siamo consapevoli che il prolungato scenario "riccioli d'oro" in Giappone sta entrando nella fase conclusiva e che è orientato verso il ciclo economico mondiale. Nel frattempo la correlazione negativa tra le azioni e i mercati dei cambi non è stata completamente interrotta. In futuro temiamo pertanto uno scenario di crescita più debole, con uno yen che continuerà ad apprezzarsi. Bisogna ricordarsi che il Giappone è un paese con un avanzo delle partite correnti e una valuta che resta molto conveniente in questo momento. Oltre a ciò, il trend globale verso un maggiore protezionismo è particolarmente penalizzante per le economie di mercato con una base produttiva solida come il Giappone.

Se da una parte continuamo a sostenere il caso di investimento delle azioni giapponesi, data la convenienza intrinseca del mercato e il fatto che il Giappone tenda a beneficiare dello scenario di rendimenti in aumento, abbiamo deciso di abbassare di un livello la preferenza nei confronti di questo paese, portandola da "preferenza" a "lieve preferenza", in linea con tutti gli altri mercati azionari dei paesi sviluppati.

Mercati obbligazionari

Per quanto riguarda il caso di investimento in titoli di Stato occidentali, illustrato alla fine dello scorso anno, e all'inizio del 2018, la vendita massiccia registrata a febbraio ha, alla fine, sostenuto i rendimenti a livelli tali da garantire una modifica della valutazione. I mercati obbligazionari non sono convenienti e le banche centrali stanno diventando meno accomodanti che in passato.

"Il tasso di remunerazione della liquidità previsto dal mercato a cinque anni, misura che può essere utilizzata come termine di paragone per valutare le attese in questo senso a più lungo termine, è aumentato di oltre 40 punti base dalla fine del 2017."

— Hartwig Kos

Gli investitori hanno attualmente iniziato a fare i conti con il fatto che il contesto di mercato è cambiato. Se prendiamo ad esempio gli Stati Uniti, mentre gli investitori obbligazionari hanno in generale sottostimato l'orientamento di politica monetaria orchestrato dalla Fed per buona parte del 2017, nel 2018 le aspettative del mercato relative ai rialzi dei tassi d'interesse sono, a nostro avviso, più realistiche, se mantenute sempre all'interno dell'estremità inferiore della gamma. Vi è inoltre stato un profondo cambiamento delle aspettative per tassi di remunerazione della liquidità a più lungo termine. Il tasso di remunerazione della liquidità previsto dal mercato a cinque anni, misura che può essere utilizzata come termine di paragone per valutare le attese in questo senso a più lungo termine, è aumentato di oltre 40 punti base dalla fine del 2017. Il tasso è attualmente al 3,14%, molto al di sopra della media di dicembre elaborata dal FOMC che prevedeva un tasso dei fondi a più lungo termine al 2,75%. Ma è anche più alto di qualsiasi altro "dot-plot" della Fed. Ciò indica chiaramente che i governatori della Fed possono modificare le indicazioni alla riunione di marzo, ma segnala anche il fatto che le aspettative del mercato hanno fatto un lungo percorso, confermando l'opportunità della nostra scelta di detenere duration in questo momento. Questo orientamento si concretizza tramite titoli di Stato e debito dei mercati emergenti (in valuta locale ed estera), valutati come "lieve preferenza".

Mercato dei cambi & liquidità

Il posizionamento in sterline è stato declassato di un livello, ad "avversione", in seguito al forte apprezzamento di questa valuta nei confronti del dollaro USA, che ha neutralizzato molta della relativa convenienza del tasso di interesse. Tale decisione riflette inoltre il fatto che, a livello politico, il paese rimane in difficoltà, con una visibilità molto ridotta sui progressi dei negoziati relativi alla Brexit.

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.