

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

Martedì, 04/10/2018

Vi sono molti motivi per essere prudenti, il che spiega il difficile scenario di mercato attuale, fra gli altri lo scandalo dei dati di Facebook, le tensioni commerciali, l'inasprimento delle politiche monetarie e i dati economici più deboli.



Fabrizio Quirighetti

*Macroeconomic
Strategist*



Hartwig Kos



Adrien Pichoud

*Chief Economist & Senior Portfolio
Manager*



Luc Filip

Head of Discretionary Portfolio Management

- Analizzando crescita, inflazione e politica monetaria, il quadro economico globale permane positivo, ma sembra improvvisamente molto meno prevedibile.
- Da inizio anno, la volatilità è riapparsa sui mercati finanziari, trainata dalle incertezze macroeconomiche.
- I mercati obbligazionari sono in parte migliorati, ciò nonostante manteniamo una preferenza per le azioni.



Fondamentali più robusti del sentimento

Vi sono molti motivi per essere prudenti, il che spiega il difficile scenario di mercato attuale, fra gli altri lo scandalo dei dati di Facebook, le tensioni commerciali, l'inasprimento delle politiche monetarie e i dati economici più deboli. Sebbene i tassi d'interesse in rialzo e il rallentamento delle dinamiche di crescita nei mercati sviluppati non sorprendano veramente, la combinazione di questi due elementi ha generato un contesto di mercato più fragile rispetto al perfetto scenario di economia in crescita moderata dello scorso anno. In tale contesto, un'escalation nell'imposizione di dazi doganali a scopo ritorsivo è certamente la maggiore preoccupazione dei mercati. Sinora, il peggioramento dei dati non è tale da far deragliare la crescita globale; a nostro avviso, gli Stati Uniti (ossia il presidente Trump), la Cina e gli altri principali partner economici non hanno alcun vero incentivo a iniziare una guerra commerciale che sarebbe indubbiamente deleteria per tutti. In altre parole, la retorica è facile.

Più positivamente, le preoccupazioni sull'inflazione sono diminuite, avallando in una certa misura la nostra decisione tattica di rivedere al rialzo la duration a lieve avversione il mese scorso. Manteniamo questo orientamento, poiché nelle prossime settimane si potrebbe produrre ancora qualche rialzo, in particolare alla luce del miglioramento delle valutazioni dei titoli di Stato dalla fine dello scorso anno. Tuttavia, nel medio termine il quadro permane difficile, in quanto prima o poi potrebbero riaffacciarsi i timori sull'inflazione e le aspettative sul ciclo di inasprimento della banca centrale potrebbero cambiare.

Sul fronte del reddito fisso, la nostra lieve preferenza per il debito dei mercati emergenti è stata rafforzata dal miglioramento delle valutazioni sia assolute che relative, in particolare rispetto al credito. Inoltre, nelle economie emergenti è in atto una fase di crescita moderata a fronte del contesto economico in miglioramento, e ulteriori misure di allentamento monetario dovrebbero sostenere un rimbalzo lento e graduale della crescita. Tuttavia, le obbligazioni dei mercati emergenti, in particolare in valuta locale, potrebbero essere esposte a qualche pressione in vista del prossimo rialzo dei tassi da parte della Fed e/o da un rimbalzo del dollaro; di conseguenza, manteniamo un atteggiamento tattico e selettivo su questa classe di attivi.

Per quanto riguarda il mercato azionario, le potenziali difficoltà a livello normativo per alcune grandi aziende del settore tecnologico hanno prodotto nel mercato un diffuso senso di delusione nei confronti delle società leader di mercato. Queste incertezze pesano sulla nostra analisi delle valutazioni, in particolare per quanto riguarda i titoli dei giganti del settore. Tuttavia, non ci troviamo più in una bolla speculativa delle dot.com, oggi la maggior parte delle società del settore tecnologico evidenzia una robusta crescita degli utili e una forte generazione di flussi di cassa. Lo stesso si potrebbe dire per il resto dei mercati azionari; da febbraio si registra un chiaro cambiamento nel regime della volatilità, anche se le stime sulla crescita degli utili societari sono nettamente aumentate dalla fine dello scorso anno. Il complesso dilemma che gli investitori devono affrontare è un contesto economico attualmente molto favorevole, di cui si prevede un deterioramento in futuro. Il difficile, però, è prevederne l'entità e la tempistica. A nostro avviso, si tratta più di un rallentamento di metà ciclo che di una recessione. D'altra parte, le valutazioni elevate non lasciano molto spazio per assorbire le incertezze esterne o politiche, come ad esempio una guerra commerciale in piena regola, che potrebbe rappresentare una seria minaccia per lo scenario macroeconomico. Anche se è difficile che le cose restino come sono attualmente (nel senso che la volatilità genera anche impatti ritardati), ribadiamo la nostra leggera propensione al rischio, poiché restiamo del parere che il recente movimento negativo sia una correzione, piuttosto che 'inizio di un ciclo di mercato ribassista. La primavera potrebbe portare un po' di speranza.

_Fabrizio Quirighetti

Sintesi del panorama economico ed esame dell'economia globale

È difficile evitare di collegare il ritorno della volatilità sui mercati finanziari con il recente rapido aumento delle incertezze macroeconomiche. In pochi mesi, la fase di espansione globale costante, armonizzata, senza inflazione e apparentemente prevedibile si è trasformata in una situazione molto più incerta.

Negli Stati Uniti, sono emersi rischi di un'accelerazione della crescita e dell'inflazione, sostenuti dal pacchetto di tagli fiscali. Tuttavia, questo sviluppo ha accelerato anche la prevista velocità del ciclo di inasprimento della politica monetaria, con effetti a catena incerti in un contesto di un'emissione record di T-Bill statunitensi. Inoltre, Donald Trump ha scoperchiato un vaso di Pandora annunciando l'imposizione di dazi doganali sulle importazioni negli Stati Uniti.

Frattanto, la crescita dell'Eurozona ha perso slancio dopo aver raggiunto apparentemente il suo limite di velocità, in particolare a causa dei problemi per le esportazioni della regione creati dall'apprezzamento dell'euro e dalle incertezze commerciali a livello globale. Il Giappone deve fare i conti con un'inattesa incertezza sul fronte politico, in quanto Shinzo Abe, trionfatore delle elezioni dello scorso autunno, è impantanato in uno scandalo che potrebbe costringerlo a cedere il passo a un primo ministro più conservatore sul piano fiscale entro la fine dell'anno.

Per finire, le economie emergenti - recentemente protagoniste di un brillante recupero - oggi risentono della minaccia combinata di dazi doganali statunitensi, del loro potenziale impatto avverso sulla Cina e della prospettiva di un inasprimento della politica monetaria statunitense.

Stranamente, nessuno di questi fattori è di per sé necessariamente negativo né garantito, e le loro conseguenze non sono certamente chiare. Complessivamente, il quadro economico globale rimane positivo su tutti i fronti: crescita, inflazione e politica monetaria. Tuttavia, prevederne l'evoluzione futura è diventato improvvisamente molto meno facile.

crescita

Tutte le principali economie sviluppate ed emergenti sono in fase di espansione. Recentemente, l'Europa ha evidenziato un'inversione dei trend economici che suggerisce un rallentamento delle dinamiche di crescita.

Inflazione

Assieme alla crescita ultimamente in Europa è rallentata anche l'inflazione, che in Nord America e in Giappone si mantiene invece ancora moderatamente positiva. In molte grandi economie permangono ancora dinamiche disinflazionistiche.

Posizione della politica monetaria

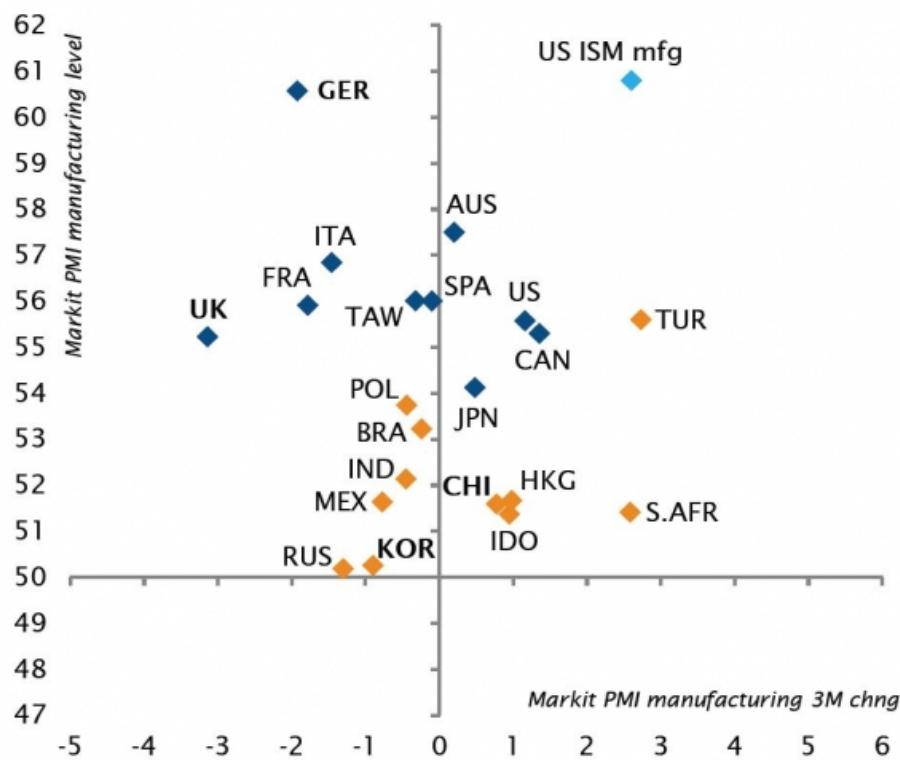
La normalizzazione della politica monetaria prosegue il suo corso negli Stati Uniti, mentre la BCE deve procedere con maggiore cautela a causa della crescita più debole e delle dinamiche di inflazione. Tra le banche centrali, prevale ancora la tendenza graduale ad adottare politiche meno restrittive.

"In pochi mesi, la fase di espansione globale costante, armonizzata, senza inflazione e apparentemente prevedibile si è trasformata in una situazione molto più incerta."

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



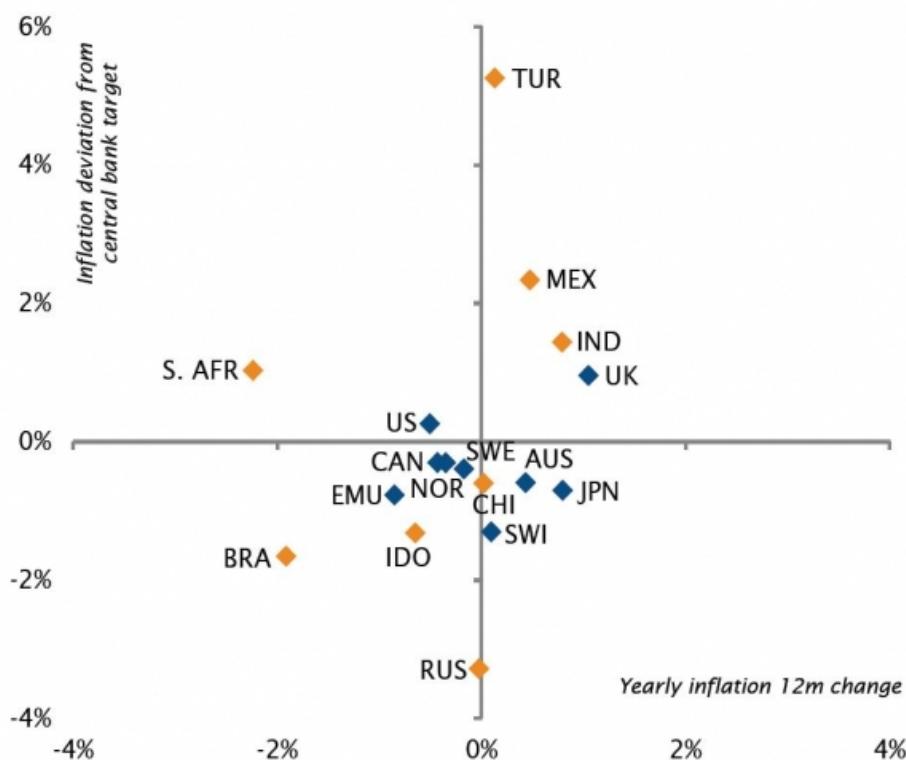
Trend e livello del PMI manifatturiero



Fonte

Fonti: Factset, Markit, SYZ Asset Management. Dati al: mercoledì 21 marzo 2018

Trend inflazionario e deviazione dall'obiettivo della Banca centrale



Fonte

Fonti: Factset, Markit, SYZ Asset Management. Dati al: mercoledì 21 marzo 2018

Economie avanzate

Oops,... Donald Trump l'ha fatto di nuovo! Non stiamo parlando di un tweet, del licenziamento di un funzionario della Casa Bianca o di un'improvvisa inversione di marcia. Al contrario, ci riferiamo all'esplosione di ottimismo innescata dagli sgravi fiscali approvati dal Congresso statunitense alla fine del 2017. Come nel periodo immediatamente successivo alle elezioni, tutti gli indici di fiducia di famiglie e imprese hanno registrato un netto rimbalzo, raggiungendo livelli mai visti da anni o persino decenni.

Tuttavia, sempre come tra la fine del 2016 e gli inizi del 2017, questo ottimismo non riesce a tradursi in una crescita dell'economia reale sensibilmente più elevata. I consumi delle famiglie sono sempre inferiori alla media, nonostante il tasso di disoccupazione basso. Rimane da vedere se ciò sia imputabile a una domanda potenziale che si manifesterà appieno non appena i consumatori risentiranno degli sgravi fiscali o se sia solo il primo segnale di un inasprimento delle condizioni di prestito su un'economia trainata dal credito. Ciononostante, il clima di fiducia positivo e la crescente spesa per investimenti giustificano un orientamento ottimista sull'economia statunitense.

In Europa, la situazione non è più favorevole come nel 2° semestre del 2017. Gli indicatori economici hanno perso leggermente terreno rispetto ai massimi dello scorso anno, in parte perché la loro corsa non poteva durare all'infinito, ma anche a causa di difficoltà di più breve termine, come l'impatto ritardato del maggior vigore dell'euro sugli esportatori europei, in particolare in un contesto caratterizzato da crescenti tensioni commerciali a livello globale. Inoltre, dopo qualche mese di tregua la politica italiana è nuovamente fonte di preoccupazioni per i progetti UE.

L'aspetto positivo per i mercati è che questo potrebbe dissuadere la BCE dalla tentazione di accelerare la normalizzazione della politica monetaria, in particolare ora che l'inflazione nell'Eurozona mostra un andamento negativo. Ciò significa anche che le altre banche centrali europee dovranno aspettare un po' più a lungo prima di abbandonare le politiche ultra espansive. La Banca d'Inghilterra potrebbe essere l'eccezione, in quanto ha in programma un rialzo dei tassi in risposta all'inflazione superiore al target, in particolare ora che la sottoscrizione dell'accordo transitorio sulla «Brexit» è sempre più vicina.

Economie emergenti

Anche se in ritardo rispetto alle altre grandi economie dei mercati emergenti, il Sudafrica finalmente evidenzia dinamiche economiche positive e una ripresa convincente grazie ai cambiamenti a livello politico e alla spirale virtuosa creata dall'apprezzamento del rand, che riduce le pressioni inflazionistiche e offre alla banca centrale un margine di manovra per un eventuale taglio dei tassi nella seconda parte dell'anno.

La maggior parte dei mercati emergenti continua a beneficiare del rallentamento delle dinamiche di inflazione, poiché la debolezza del dollaro e la conseguente disinflazione importata consentono a svariate banche centrali di adottare un orientamento più espansivo, ad esempio con ulteriori tagli dei tassi in Brasile e Russia o un cambiamento delle prospettive di politica monetaria in Turchia e Messico. In Messico e Brasile le imminenti elezioni presidenziali creano un certo grado di incertezza ma per il resto lo scenario di crescita è favorevole.

Ultimamente l'economia cinese ha prodotto dati economici solidi, anche se probabilmente in parte distorti dalle celebrazioni del nuovo anno cinese. Gli interventi sulle condizioni creditizie, finalizzati a regolare la velocità della crescita del sistema finanziario, non hanno generato impatti negativi degni di nota. Per la Cina, l'incertezza di breve termine è da ricondursi principalmente al potenziale impatto di eventuali dazi doganali statunitensi e, soprattutto, al potenziale deterioramento dei rapporti commerciali tra le due maggiori economie mondiali.

Adrien Pichoud

La fiducia USA è elevata, ma sinora la crescita reale è in ritardo



Fonte

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

Gruppo di strategie d'investimento Conclusioni e valutazione degli attivi

Rischio e duration

La nostra valutazione rimane invariata.

Mercati azionari

Il mese scorso i cambiamenti apportati alle nostre preferenze azionarie sono stati pochi: in particolare abbiamo ritoccato lievemente al rialzo il giudizio sulla Svezia da un livello di lieve avversione a una preferenza.

Tuttavia, osservando il quadro più generale, nel corso degli ultimi mesi il Gruppo di strategie d'investimento ha iniziato a ribilanciare il giudizio complessivo a favore del comparto azionario. La maggior parte dei principali segmenti geografici ha ricevuto giudizi simili, con la sola rilevante eccezione dei mercati emergenti, dove continuiamo a prediligere il reddito fisso al rischio azionario.

Da tempo manteniamo una preferenza per i settori ciclici rispetto a quelli difensivi. A livello settoriale, nell'ultimo periodo abbiamo favorito in particolare il settore energetico e quello finanziario, in particolare le banche. Già da tempo i titoli bancari hanno un peso sostanziale in molti dei nostri portafogli in virtù delle valutazioni convenienti, della correlazione generale con il ciclo economico globale e delle caratteristiche di copertura naturale contro i rialzi dei tassi d'interesse.

Anche se continuiamo ad apprezzare questo segmento come tema di investimento, parte della logica d'investimento iniziale si è leggermente indebolita. Le banche non sono più convenienti come in passato, i rendimenti sono già cresciuti in misura cospicua nell'arco degli ultimi anni, e anche se il ciclo economico si mantiene robusto, la sua traiettoria futura sarà più probabilmente al ribasso che al rialzo. Anche se è ancora troppo presto per passare a un giudizio positivo sui settori difensivi, iniziamo a individuare opportunità di valore in aree quali i titoli farmaceutici e delle telecomunicazioni, che in questa fase di rialzo dei tassi sono stati notevolmente penalizzati.

"Anche se continuamo ad apprezzare questo segmento come tema di investimento, parte della logica d'investimento iniziale si è leggermente indebolita. Le banche non sono più convenienti come in passato, i rendimenti sono già cresciuti in misura cospicua nell'arco degli ultimi anni, e anche se il ciclo economico si mantiene robusto, la sua traiettoria futura sarà più probabilmente al ribasso che al rialzo."

Hartwig Kos

Mercati obbligazionari

Dopo aver rivisto al rialzo la nostra opinione su duration e obbligazioni nominali occidentali nel corso degli ultimi mesi, ora si rende necessario apportare le modifiche che questa revisione comporta, ad esempio alzando l'esposizione ai titoli di Stato di Francia e Italia. Entrambi questi mercati, in particolare quello italiano, appaiono convenienti rispetto alle obbligazioni governative tedesche. Inoltre, è probabile che l'orientamento sempre espansivo della BCE continui a limitare l'ampliamento degli spread rispetto ai livelli attuali. Ciò significa che il nostro giudizio sui diversi mercati obbligazionari europei è ora lo stesso, cioè di lieve avversione. Lo stesso vale anche per il credito europeo investment grade, anch'esso rivisto al rialzo da forte avversione ad avversione, e ora in linea con tutti gli altri segmenti investment grade.

Nell'ambito dei mercati emergenti si sono prodotti alcuni cambiamenti di minore entità, ma il quadro generale rimane invariato. Le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta sia forte sia locale continuano a rappresentare, unitamente ai titoli di Stato nominali occidentali, i nostri segmenti obbligazionari preferiti. Tuttavia, vi sono state alcune lievi modifiche nelle aree preferite all'interno di questa classe di attivi. Le obbligazioni polacche e messicane in valuta locale sono state declassate di un livello a lieve avversione, mentre quelle turche in valuta forte sono state riviste al rialzo a preferenza. Nel caso della Polonia la decisione è riconducibile al deterioramento delle valutazioni considerata l'eccellente performance già segnata; per quanto riguarda il Messico, il motivo sono le preoccupazioni in merito ai negoziati sul NAFTA e il rischio elettorale, oltre alla vulnerabilità del peso messicano al quadro di rischio più elevato. Le obbligazioni turche sono state riviste al rialzo per motivi di valutazione, dato che il flusso di notizie negative sulla Turchia sembra essere in buona parte già scontato dai mercati.

“Le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta sia forte sia locale continuano a rappresentare, unitamente ai titoli di Stato nominali occidentali, i nostri segmenti obbligazionari preferiti.”



Forex e Liquidità

Grazie ai progressi delle trattative fra Regno Unito e Unione Europea sul periodo di transizione per la «Brexit» la sterlina ha messo a segno un discreto recupero; di conseguenza, il nostro giudizio negativo è passato da avversione a lieve avversione. Per il resto, non sono stati apportati cambiamenti in queste aree.

_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.