

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

Lunedì, 05/14/2018

Non si sono verificati numerosi cambiamenti nel contesto economico, che nel complesso resta favorevole, sebbene i livelli di interferenza siano aumentati in maniera significativa. I timori riguardanti dazi doganali, guerre commerciali e tensioni geopolitiche hanno completamente eclissato l'impatto positivo dei tagli fiscali, che nei prossimi trimestri dovrebbe farsi sentire sulla crescita degli utili.



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist



Hartwig Kos



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio Manager

- Non si sono verificati numerosi cambiamenti e il quadro economico globale resta positivo, tuttavia i disturbi relativi a dazi doganali, guerre commerciali e tensioni geopolitiche sono aumentati significativamente.
- La preferenza per i settori ciclici rispetto a quelli difensivi resta al momento inalterata, sebbene la recente volatilità del mercato abbia determinato alcuni cambiamenti nelle dinamiche dei mercati azionari.
- Manteniamo una certa propensione per il rischio e non abbiamo declassato la duration, dal momento che ha riacquistato alcune caratteristiche di decorrelazione.



Incertezze sulle valutazioni... non sulla crescita degli utili!

Non si sono verificati numerosi cambiamenti nel contesto economico, che nel complesso resta favorevole, sebbene i livelli di interferenza siano aumentati in maniera significativa. I timori riguardanti dazi doganali, guerre commerciali e tensioni geopolitiche hanno completamente eclissato l'impatto positivo dei tagli fiscali, che nei prossimi trimestri dovrebbe farsi sentire sulla crescita degli utili. In prospettiva futura, gli investitori si domandano inoltre se l'atteso aumento del deficit di bilancio USA, volto a coprire queste agevolazioni fiscali, modificherà la retorica in materia di politica monetaria. Per quanto riguarda quest'ultima, anche l'appiattimento della curva dei rendimenti USA sta destando timori dal momento che solitamente segnala l'arrivo di un periodo più difficile.

Sebbene sia troppo presto per avere un quadro chiaro, a nostro avviso queste notizie non incideranno significativamente sugli utili nell'immediato futuro. Prevediamo che la retorica sui dazi doganali avrà un impatto limitato sulla crescita e sull'inflazione, sebbene riconosciamo che le incertezze in materia possano temporaneamente pesare sui piani di spesa o di assunzione. I disturbi riguardanti i dazi doganali hanno eroso il sentimento sia nei mercati finanziari che nei relativi investimenti aziendali, incidendo purtroppo negativamente sulle valutazioni che gli investitori sono disposti a pagare. A tal proposito, è opportuno ricordare il cambiamento nel regime della volatilità registrato da febbraio, soprattutto nei mercati azionari statunitensi, che hanno visto variazioni giornaliere e intragiornaliere significative dei prezzi dell'indice. Il contributo al rischio del mercato USA, generalmente considerato il più difensivo o il meno rischioso tra i grandi mercati azionari, è aumentato di più rispetto agli altri mercati. Anche il destino del settore tecnologico potrebbe rivestire un ruolo nell'insolito aumento del rischio azionario USA. Per quanto riguarda la pendenza della curva dei rendimenti, l'appiattimento si verifica sempre a fronte delle strette delle banche centrali e certamente si prospetta un rallentamento (in altre parole, la parte più ripida della ripresa è alle spalle). Tuttavia, potrebbe essere piuttosto distante. A metà 2005, la differenza tra i Treasury USA a 10 anni e a 2 anni era vicina al livello attuale di circa 50 pb, registrando persino un'inversione di tendenza temporanea nel primo trimestre 2006. Di conseguenza, non è possibile utilizzare la curva dei rendimenti come indicatore puntuale.

In questo contesto, manteniamo una certa predilezione per il rischio e una lieve avversione per la duration. Le valutazioni sono diventate marginalmente più interessanti per le azioni, e in misura minore per il credito, ma non abbastanza da innescare opportunità di acquisto aggiuntive. Di contro, il recente calo dei tassi, soprattutto nell'Europa continentale, ha reso più costosi i titoli di Stato nominali. Non abbiamo ancora declassato la duration, poiché ha riacquistato alcune caratteristiche di decorrelazione e l'inflazione è rimasta contenuta. L'unica variazione di rilievo consiste nel fatto che attualmente privilegiamo il debito dei mercati emergenti in valuta forte anziché quello in valuta locale (declassato a un livello di leggera avversione). Questa classe di attivi dovrebbe continuare a trarre vantaggio dal miglioramento del contesto macroeconomico generale (ripresa della crescita, calo dell'inflazione e politica monetaria meno restrittiva potenzialmente all'orizzonte) e dai fondamentali strutturali più solidi (minore dipendenza dal denaro estero per finanziare disavanzi contenuti di bilancio o delle partite correnti) e pertanto dovrebbe essere risparmiata dalla mutevolezza di Trump e dalla graduale normalizzazione della politica monetaria nei mercati sviluppati.

Fabrizio Quirighetti



Sintesi del panorama economico ed esame dell'economia globale

Di recente è comparsa una grande incognita per il contesto economico globale. La somma degli sviluppi economici, politici e geopolitici ha gradualmente fatto emergere una domanda fondamentale: l'attuale indebolimento economico è il primo segnale di un futuro rallentamento dell'economia globale o si tratta soltanto di una stabilizzazione dopo gli eccezionali progressi del 2017?

Dal canto nostro, propendiamo per la seconda ipotesi e continuiamo a prevedere un contesto economico favorevole per il resto dell'anno. Tuttavia, la convergenza di dati sulla crescita più deboli, inasprimento della retorica commerciale USA/Cina e acuirsi delle tensioni USA/Russia (sanzioni economiche e scontro in stile Guerra fredda in Siria) ha instillato una crescente apprensione tra gli investitori. Sebbene non sia ancora avvenuto nulla di davvero concreto, serpeggia la sgradevole sensazione che basti poco per peggiorare il quadro.

A ciò si aggiungono le banche centrali: molto logicamente visti i loro mandati, la Fed, la BoE e la BCE intendono ormai normalizzare la propria politica. La Fed ha nuovamente aumentato i tassi d'interesse a marzo e continuerà su questa scia nei prossimi trimestri. La Bank of England sta considerando di proseguire rispetto al primo intervento dell'anno scorso. La BCE, invece, segnala che inizierà l'uscita dal programma di QE entro fine anno. Ad ogni modo, e sebbene le politiche monetarie restino molto accomodanti in termini assoluti, questo trend sincronizzato verso condizioni più stringenti in un momento di condizioni più incerte sulla crescita riaccende i timori di un arresto della crescita indotto dalle banche, come rispecchiano le curve dei rendimenti più piatte. Di conseguenza, i prossimi mesi saranno fondamentali per valutare se la recente debolezza dei dati macroeconomici è effettivamente il riflesso di una semplice stabilizzazione o un primo segnale di qualcosa di più profondo.

Crescita

Nonostante l'indebolimento degli indicatori e alcuni dati deludenti in Europa, tutte le grandi economie continuano a crescere con l'arrivo del 2° trimestre. La crescita, però, non sta più accelerando.

Inflazione

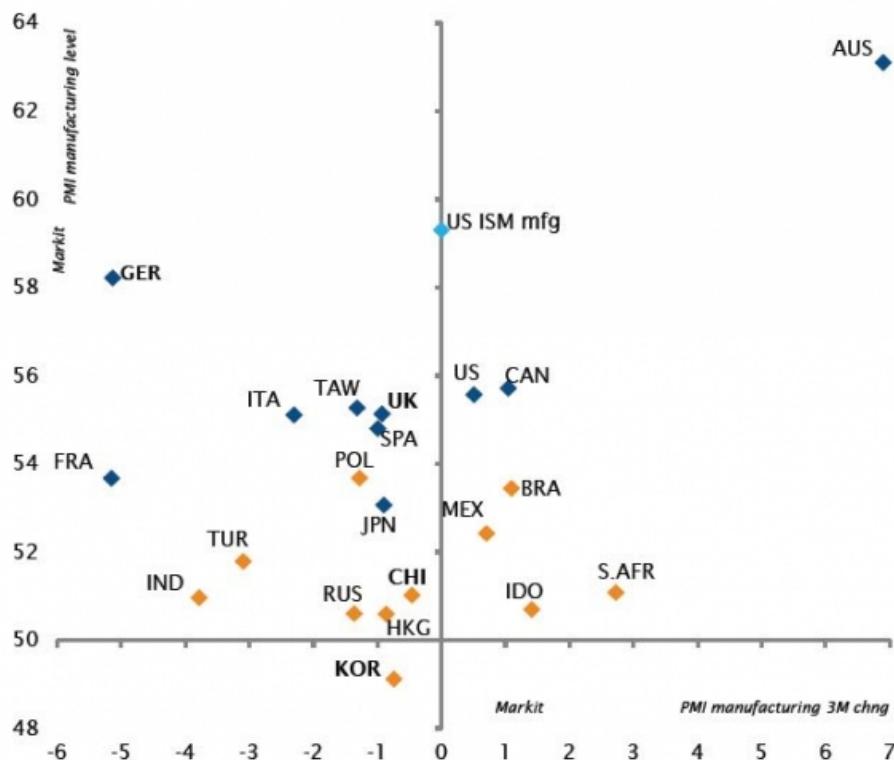
L'inflazione sta aumentando lentamente ma inesorabilmente, avvicinandosi agli obiettivi delle banche centrali nei mercati sviluppati, sostenuta dai prezzi del petrolio ai massimi degli ultimi tre anni. Di contro, permane la disinflazione nella maggior parte dei mercati sviluppati.

Posizione della politica monetaria

Le banche centrali dei grandi mercati sviluppati stanno lasciando intendere una normalizzazione della politica monetaria in varia misura, sulla scia della crescita positiva e del rafforzamento dei tassi d'inflazione, mentre le banche centrali dei mercati emergenti traggono vantaggio dal rallentamento dell'inflazione, che consente loro di allentare i propri orientamenti restrittivi.

“I prossimi mesi saranno fondamentali per valutare se la recente debolezza dei dati macroeconomici è il riflesso di una semplice stabilizzazione o un primo segnale di qualcosa di più profondo.”

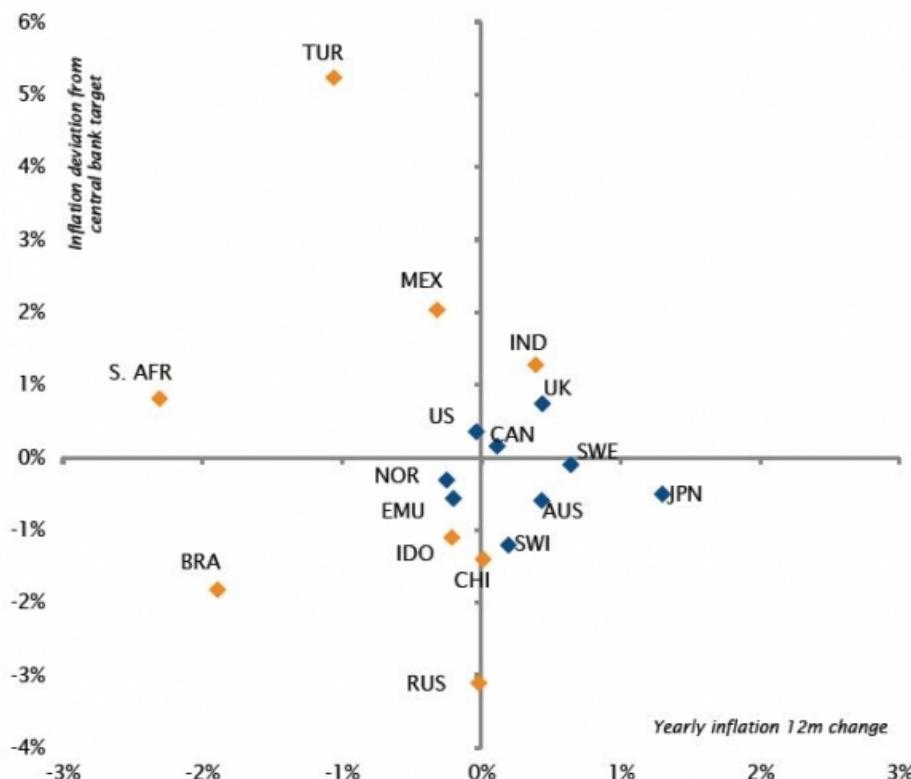
Trend e livello del PMI manifatturiero



Fonte

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

Trend inflazionario e deviazione dall'obiettivo della Banca centrale



Fonte

Fonti: Factset, Markit, SYZ Asset Management. Dati al: 23 aprile 2018

Economie avanzate

Sebbene abbia parzialmente perso slancio nel 1° trimestre, l'economia statunitense continua a crescere a ritmo sostenuto. I consumi sono favoriti dal bassissimo tasso di disoccupazione, il reddito delle famiglie sta lentamente risalendo e la spesa per investimenti continua a crescere sulla scia dell'elevata fiducia delle imprese. Il ritorno dell'inflazione IPC "core" al di sopra del 2% a marzo sostiene l'opinione della Fed che la politica monetaria debba essere ulteriormente normalizzata, come indicato nella riunione di marzo. I tassi a breve termine negli Stati Uniti si stanno ormai avvicinando all'importante soglia della positività in termini reali (escludendo l'inflazione) per la prima volta in dieci anni. La Fed intende estendere ulteriormente il proprio ciclo, in quello che apparentemente ormai sarà un vero ciclo di inasprimento.

Tutti i dati europei hanno evidenziato un andamento al ribasso e inferiore alle aspettative nelle scorse settimane. C'è motivo di preoccuparsi? La tanto attesa ripresa della crescita europea è già arrivata al capolinea? La risposta è no, almeno per il momento: sebbene il recente rallentamento sia stato marcato, il punto di partenza era così alto che i dati economici restano a livelli ancora compatibili con una crescita del PIL superiore al potenziale. È fisiologico che si stabilizzino a un certo punto... Il calo generalizzato dei tassi di disoccupazione, la spesa per investimenti latente e le condizioni finanziarie favorevoli sembrano destinati a sostenere il ciclo di crescita, ma la BCE non ha motivo né bisogno di accelerare l'uscita vista l'inflazione ancora bassa. La Bank of England è invece alle prese con una situazione leggermente diversa perché l'inflazione ha superato il suo target nell'ultimo anno. Se gli effetti valutari verranno meno in futuro, si considererà un altro rialzo dei tassi di 25 pb. In Giappone, il recente indebolimento della crescita rispecchia la sensibilità ancora elevata dell'economia alle fluttuazioni dello yen.

Economie emergenti

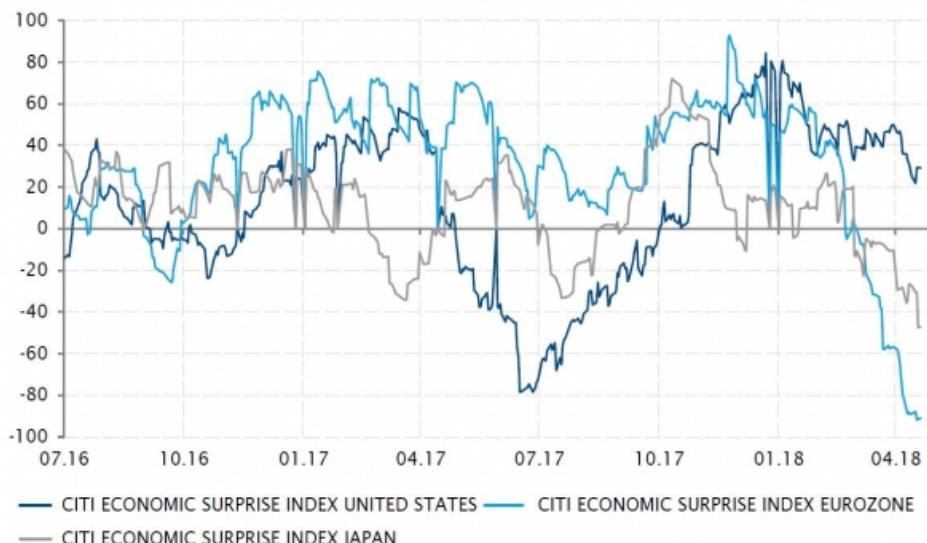
L'economia cinese attualmente è piuttosto in buona salute e pertanto sembra in grado di sostenere una (limitata) guerra commerciale. La crescita del PIL si è stabilizzata, con un riequilibrio graduale verso i consumi interni. I deflussi di capitali sono stati arginati, la crescita del credito viene timidamente contenuta e la valuta si è stabilizzata o ha persino rimbalzato rispetto al dollaro USA. In questo contesto, le autorità dispongono degli strumenti e di un margine di manovra per compensare le potenziali difficoltà di una guerra commerciale in una certa misura.

Nel corso dell'anno due grandi economie dell'America Latina andranno al voto: Brasile e Messico. Entrambe sono caratterizzate da contesti economici interessanti, con una dinamica di crescita positiva unita al rallentamento dell'inflazione. Invece, sul fronte politico, se AMLO, il candidato di sinistra, è ampiamente in testa ai sondaggi in Messico, Lula, che puntava a rappresentare la sinistra brasiliana, è stato condannato alla reclusione per corruzione.

In Turchia, Erdogan ha indetto elezioni anticipate a giugno. Il tempo ci dirà se questa decisione è stata motivata dalla previsione di un imminente rallentamento della crescita dovuto al venir meno delle misure di stimolo fiscale.

Adrien Pichoud

I dati economici recenti sono stati deboli, soprattutto in Europa e Giappone



Fonte

Fonti: Factset, SYZ Asset Management. Dati al: 20 aprile 2018

Gruppo di strategie d'investimento Conclusioni e valutazione degli attivi

Rischio e duration

La valutazione in termini di rischio e duration rimane invariata. Tuttavia, alla luce del parziale indebolimento del quadro macroeconomico globale e dell'inflazione ancora in accelerazione, appare sempre più evidente che il prossimo intervento sarà con ogni probabilità una riduzione verso una lieve avversione al rischio e un'avversione alla duration.

Mercati azionari

Come precedentemente indicato, negli ultimi mesi abbiamo bilanciato i grandi temi azionari per rispecchiare il nostro orientamento cautamente positivo sul rischio azionario generale, senza un'assunzione eccessiva di rischio geografico. Per quanto riguarda i settori azionari, la preferenza di lungo corso per i compatti ciclici rispetto a quelli difensivi resta inalterata. Al momento questo orientamento appare adeguato, ma la recente volatilità del mercato ha determinato alcuni cambiamenti nelle dinamiche dei mercati azionari, di cui il più rilevante consiste nelle caratteristiche delle azioni statunitensi.

Sebbene più costoso dell'Europa e del Giappone, il mercato azionario statunitense presenta un posizionamento relativamente favorevole a causa di vari fattori. Innanzitutto, a nostro giudizio il rischio del dollaro USA tende al ribasso, il che offre un leggero sostegno al mercato azionario statunitense nel complesso. Soprattutto, però, le azioni statunitensi rappresentano uno dei modi migliori per aggiungere beta difensivo ai portafogli d'investimento perché si tratta di un mercato strutturalmente più difensivo rispetto all'Europa e al Giappone. Tuttavia, questo vantaggio relativo si è deteriorato notevolmente negli ultimi mesi. Confrontando i massimi intraday giornalieri rispetto ai minimi intraday giornalieri dell'indice S&P 500, risulta evidente che la volatilità intraday del mercato statunitense nel complesso è elevata come nel 2008. Inoltre, questa volatilità intraday è altresì molto superiore rispetto a quella in Europa e Giappone.

Chiaramente è troppo presto per modificare la valutazione delle azioni statunitensi, ma sembra che nei mercati azionari sia in atto una sorta di mutamento di regime.

"Confrontando i massimi intraday giornalieri rispetto ai minimi intraday giornalieri dell'indice S&P 500, risulta evidente che la volatilità intraday del mercato statunitense nel complesso è elevata come nel 2008."

Mercati obbligazionari

Dopo aver rivisto al rialzo la nostra opinione su duration e obbligazioni nominali occidentali nel corso degli ultimi mesi, non si avverte la necessità di apportare ulteriori modifiche. Nel corso del mese sono stati effettuati alcuni lievi aggiustamenti ai linker canadesi e alle obbligazioni nominali australiane. L'unica area in cui si è resa necessaria una modifica più significativa della valutazione è stato il debito dei mercati emergenti in valuta locale, che appare ormai marginalmente meno interessante rispetto al debito dei mercati emergenti in valuta estera. Molti dei nostri mercati privilegiati nell'universo obbligazionario locale hanno registrato continue revisioni al ribasso negli ultimi mesi. L'ultima di queste revisioni al ribasso ha riguardato la Polonia, che ha visto un calo di quasi 30 pb nei rendimenti decennali negli ultimi sei mesi, periodo nel quale i rendimenti decennali statunitensi sono saliti di quasi 60 pb. Di conseguenza restano pochissime aree nel segmento del debito dei mercati emergenti in valuta locale, sebbene la Turchia offra ancora un adeguato valore. Quest'area, pertanto, ha subito una revisione al ribasso da una leggera propensione a una leggera avversione. I titoli di Stato nominali dei mercati sviluppati e le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta forte risultano così i nostri mercati obbligazionari privilegiati.

"L'ultima di queste revisioni al ribasso ha riguardato la Polonia, che ha visto un calo di quasi 30 pb nei rendimenti decennali negli ultimi sei mesi, periodo nel quale i rendimenti decennali statunitensi sono saliti di quasi 60 pb."

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 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.