

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

Mercoledì, 06/06/2018

I mercati continuano ad attraversare con fatica uno scenario economico complessivamente favorevole, con gli attivi che presentano valutazioni corrette o piene.



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic
Strategist



Hartwig Kos



Adrien Pichoud
Chief Economist & Senior Portfolio
Manager



Luc Filip
Head of Discretionary Portfolio Management

- Il dollaro statunitense ha registrato un andamento molto positivo, sostenuto dai buoni dati domestici e dalle notizie sul rialzo dei tassi, ma la forza potrebbe durare poco.
- L'inflazione rimane sotto tono, ma è stata caratterizzata da un trend rialzista.
- Le guerre commerciali sono una causa di preoccupazione e si vanno ad aggiungere a una situazione geopolitica già complessa.



Diluire l'orientamento ciclico

I mercati continuano ad attraversare con fatica uno scenario economico complessivamente favorevole, con gli attivi che presentano valutazioni corrette o piene. A margine, attualmente si registra un divergenza tra gli Stati Uniti e il resto dei mercati sviluppati in termini dinamiche di crescita, di inflazione e di politica monetaria. Di conseguenza, l'effetto combinato del rafforzamento del biglietto verde più forte e del rialzo dei tassi statunitensi rende meno facile le vite dei responsabili delle banche centrali dei mercati emergenti, come illustrato dalle recenti decisioni di politica monetaria, le quali hanno adottato una severa manovra restrittiva o hanno improvvisamente ridimensionato le ulteriori misure espansive.

Riteniamo che questa divergenza non dovrebbe durare a lungo. L'Europa e il Giappone probabilmente stanno attraversando un rallentamento tipico della fase intermedia del ciclo, o piuttosto un temporaneo ripiegamento dopo la crescita sorprendentemente forte registrata nel 2017, ma l'inflazione dovrebbe cominciare a muoversi al rialzo anche in queste economie e il loro orientamento potrebbe assumere toni meno accomodanti già dal prossimo mese. In una certa misura, la divergenza potrebbe anche aiutare la BCE ad esercitare un grado di pressione indiretta sul nuovo governo italiano per assicurarsi che continui a rispettare il rigore di bilancio.

La stabilizzazione delle correlazioni degli attivi e della volatilità degli attivi, oltre che i dati sui salari e sull'inflazione più bassi del previsto, sono incoraggianti. Soprattutto perché riducono la prova che il mercato si sta surriscaldando, togliendo quindi la pressione dalla Federal Reserve affinché adotti una politica monetaria restrittiva di entità aggressiva. A questi livelli il petrolio non dovrebbe creare problemi sul fronte dell'inflazione o sulla crescita statunitense. Il temporaneo aumento dell'inflazione complessiva non inciderà sulle previsioni della Federal Reserve, mentre la spesa per investimenti nei settori legati all'energia potrebbe compensare in qualche misura il freno ai consumi. Riteniamo quindi che non sia necessario cambiare le nostre preferenze sul rischio e sulla duration, tenute rispettivamente come lieve preferenza e lieve avversione.

Tuttavia, ora è necessaria un'allocazione azionaria più equilibrata, poiché l'economia globale è più in una fase di espansione piuttosto che in una fase di recupero, l'inflazione sta gradualmente viaggiando verso ritmi più elevati e le curve dei rendimenti si stanno appiattendendo a seguito della normalizzazione della politica monetaria. Inoltre, la valutazione relativa degli attivi ciclici rispetto ai difensivi è generalmente migliorata nel corso degli ultimi mesi. Di conseguenza, stiamo attenuando il nostro orientamento ciclico, iniziando a costruire posizioni nei settori difensivi, come il sanitario, e declassando sia l'eurozona che il Giappone a lieve avversione. Le loro valutazioni sono peggiorate di recente e potrebbero essere ulteriormente penalizzate dalla risalita delle rispettive valute o da altre delusioni sulla crescita se dovessimo venire smentiti.

_Fabrizio Quirighetti

Sintesi del panorama economico ed esame dell'economia globale

Potrebbe sembrare un "ritorno alla politica monetaria normale". Dopo una breve parentesi quando la vecchia Europa e il Giappone in fase di invecchiamento hanno assunto il posto di guida dell'espansione globale nel 2017, gli Stati Uniti si ritrovano nuovamente il traino principale dell'economia mondiale. Sebbene la maggior parte delle economie sviluppate stia perdendo vigore nel 2018, l'economia statunitense continua a segnare un ottimo equilibrio tra la spesa per gli investimenti delle imprese e i consumi, sostenuti dalla politica fiscale, ed è in un percorso che fa registrare quest'anno una crescita più forte dell'anno passato, a differenza delle altre principali economie sviluppate. La Federal Reserve ha fiducia in una determinazione autonoma con il proprio ciclo di rialzo dei tassi. Anche per quanto riguarda le problematiche geopolitiche, gli Stati Uniti sembrano avere un ruolo di primo piano per il momento, sia in Corea che nel Medio Oriente, o nelle negoziazioni sul commercio. Non stupisce il fatto che in questo contesto il dollaro statunitense abbia recuperato terreno dopo il suo minimo a tre anni registrato dopo il vertice di Davos.

Il ruolo guida degli Stati Uniti nel campo della crescita, dei tassi e delle valute non è senza conseguenze per il resto dell'economia mondiale. Le economie emergenti con forti esigenze di finanziamento esterno trovano scarso conforto in questo genere di rafforzamento del dollaro statunitense, soprattutto quando sono anche importatrici di petrolio in un momento in cui i prezzi del greggio stanno aumentando. Si possono già avvertire i primi segnali di cedimenti in Paesi fragili come l'Argentina e la Turchia, ma probabilmente la pressione aumenterà anche per le economie caratterizzate da un recente slancio economico migliore, come il Sudafrica, l'India e il Brasile. La crescita del PIL globale nel 2018 potrebbe essere simile alle previsioni formulate lo scorso anno dal FMI, ma l'espansione globale è destinata a essere molto meno armoniosa rispetto al 2017.

Crescita

Sotto un'espansione globale ancora diffusa, appaiono tendenze divergenti: una crescita più solida negli Stati Uniti, le economie emergenti con surplus esterni sono resilienti, le dinamiche in Europa e in Giappone si stanno indebolendo, e i mercati emergenti con deficit esterni stanno vacillando.

Inflazione

L'inflazione è ancora la componente misteriosamente mancante del quadro economico dei mercati sviluppati, anche negli Stati Uniti in cui la stabile espansione e la bassa disoccupazione non sono riuscite fino ad ora a innescare l'accelerazione nei prezzi e nei salari. La forza del dollaro statunitense riaccende i rischi dell'inflazione importata determinata dai cambi nelle economie emergenti.

Orientamento della politica monetaria

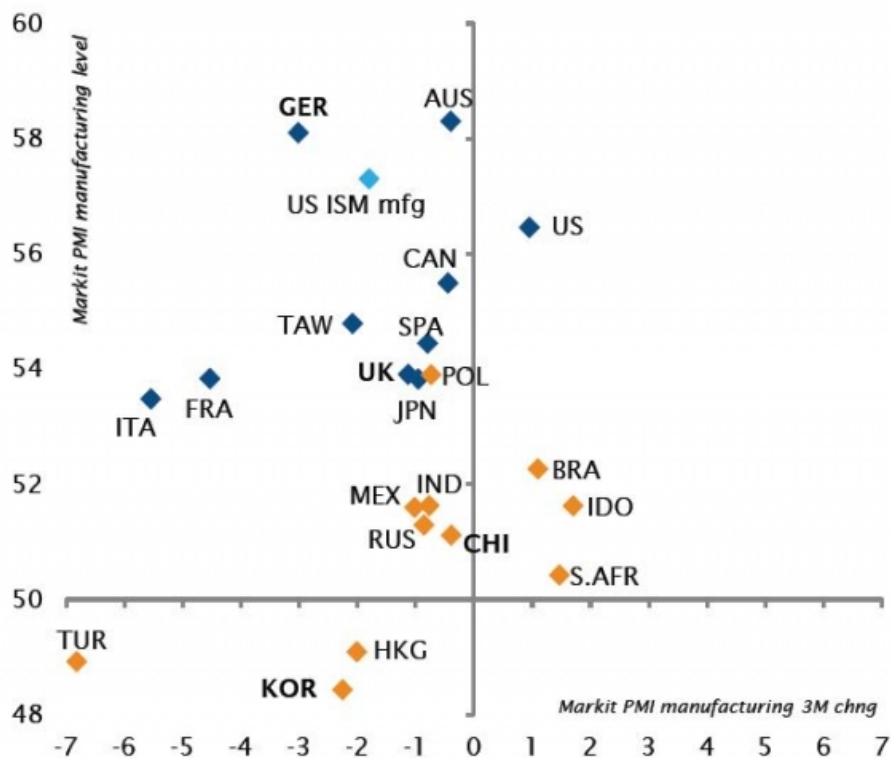
Solo la Fed può attenersi al suo piano di normalizzazione dei tassi, mentre le banche centrali degli altri mercati sviluppati devono rimanere sulla difensiva a causa della crescita più debole/contesto inflazionistico debole. La fine di questo ampio trend disinflazionistico nelle economie emergenti chiude anche il margine di opportunità di allentamento monetario per le loro banche centrali.

« Un contesto in cui gli Stati Uniti svolgono un ruolo guida nel campo della crescita, dei tassi e delle valute non è senza conseguenze per il resto dell'economia mondiale. »

— *Adrien Pichoud*
Chief Economist & Senior Portfolio
Manager

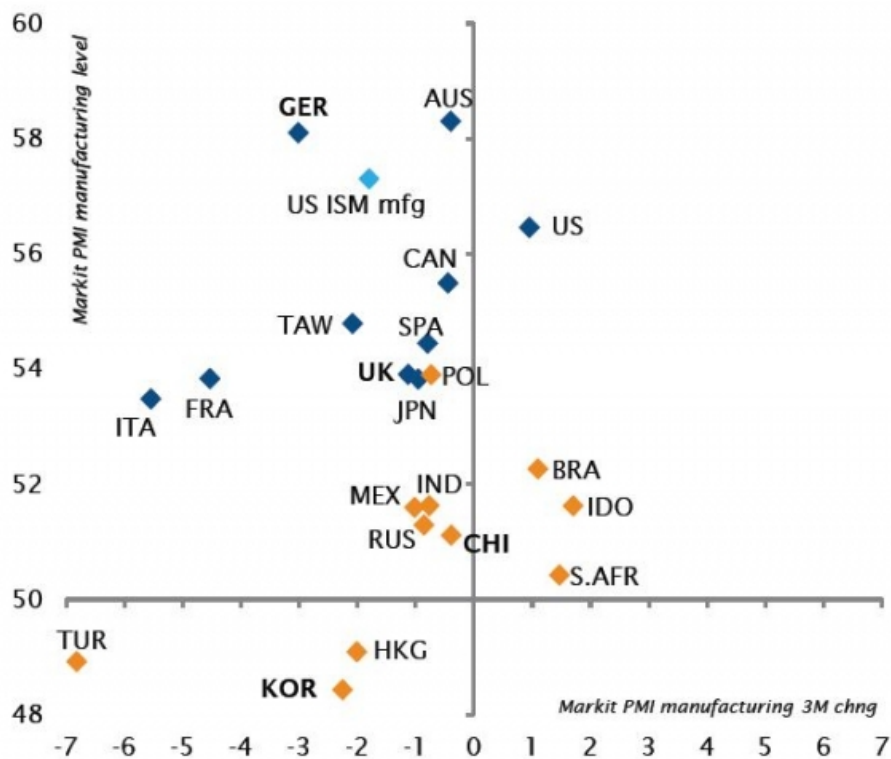


Trend e livello del PMI manifatturiero



Fonte
Factset, SYZ Asset Management. Dati al: 11 maggio 2018

Trend inflazionistico e deviazione dall'obiettivo della Banca centrale



Fonte
Factset, Markit, SYZ Asset Management. Dati al: 11 maggio 2018

Economie avanzate

Nel generale indebolimento del dinamismo caratteristico di tutte le economie avanzate, gli Stati Uniti spiccano chiaramente come la sola grande economia che mantiene una dinamica di crescita positiva, indicata dal sentiment dei consumatori e delle imprese continuamente elevato e da ottimi dati sull'attività. L'impatto della riforma fiscale certamente ha contribuito a stimolare la fiducia ed effettivamente è un sostegno concreto alla spesa negli investimenti delle imprese, anche se tale impatto dovrebbe gradualmente affievolirsi nella parte successiva di quest'anno. Sebbene questo contesto economico positivo ancora non si sia tradotto nell'attesa accelerazione degli aumenti dei salari e dei prezzi, vi è un margine sufficiente affinché la Fed mantenga il suo percorso di normalizzazione della politica monetaria, con un rialzo dei tassi di 25 pb per trimestre. Con questo ritmo, il sostegno della politica monetaria sarà eliminato entro gli inizi del 2019.

L'eurozona sta ancora registrando un certo grado di rallentamento economico dopo gli ottimi livelli raggiunti nel 2017. La forza dell'euro probabilmente ha pesato sull'attività e sul sentiment nelle economie esportatrici, soprattutto sulla Germania. L'incertezza creata dalla minaccia degli Stati Uniti di dazi alle importazioni potrebbe anche aver ulteriormente indebolito il sentiment nei settori sensibili al commercio. Tuttavia, anche dopo questo rallentamento, l'espansione economica rimane positiva e addirittura superiore al tasso di crescita potenziale dell'eurozona. In questo contesto, la Spagna continua ad emergere come il sistema economico con la crescita più rapida tra gli altri membri più importanti dell'unione monetaria.

Anche il Regno Unito registra un certo grado di debolezza nella crescita, con il rafforzamento della Sterlina britannica e la fiacca domanda interna. Le incertezze sulla situazione post-Brexit continuano a offuscare le previsioni. La forza della valuta è stato anche un fattore negativo anche per l'economia giapponese, che attualmente attraversa una fase di indebolimento della crescita. Al contrario, il deprezzamento del franco svizzero ha aiutato l'economia svizzera a resistere al rallentamento del suo principale partner commerciale.

Economie emergenti

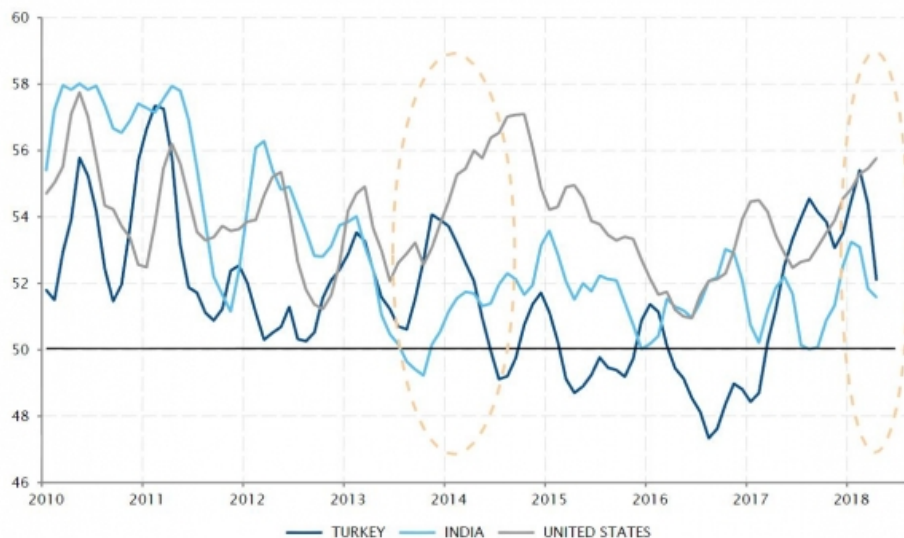
Come accade molto spesso, le economie emergenti attualmente sembrano suddivise in due categorie: quelle che non si basano o sul finanziamento esterno e le altre. Per le prime, tra cui l'Asia orientale in generale e la Russia, il proseguimento della crescita economica globale fornisce un quadro sufficientemente stabile per poter sostenere le impennate della forza del dollaro statunitense e l'incertezza sui dazi al commercio, almeno per un certo periodo. Per le altre, il rafforzamento del biglietto verde produce effetti immediati che vanno dai flussi di capitali al deprezzamento della valuta, con le spinte inflazionistiche associate e quindi con una tendenza restrittiva nella politica monetaria.

Per i Paesi membri della seconda categoria che sono anche importatori di petrolio, il contesto diventa molto difficile, come già osservato per l'Argentina o la Turchia. In effetti, la Turchia è alle prese con una situazione delicata, contraddistinta da una crescita in rallentamento, un'inflazione costantemente elevata, squilibri esterni in peggioramento e incertezze a livello geopolitico e nazionale. Non sorprende quindi che ad aprile la lira turca abbia toccato nuovi minimi, che alla fine hanno costretto la banca centrale a rialzare i tassi aggressivamente a danno della domanda interna. È un problema molto "classico" dei mercati emergenti, ma vi è anche il rischio che un numero sempre maggiore di economie tra di essi si ritrovino in situazioni analoghe nei prossimi mesi se continua ad esistere l'effetto combinato di un dollaro statunitense forte, dei tassi di interesse in aumento e dei prezzi petroliferi in rialzo.

_Adrien Pichoud



Crescita del Stati Uniti e forza del dollaro statunitense non sono fattori positivi per economie come la Turchia o l'India



Fonte
Factset, Markit, SYZ Asset Management. Dati al: 30 aprile 2018

Gruppo di strategie d'investimento Conclusioni e valutazione degli attivi

Rischio e duration

Sebbene alcuni fattori, come i timori di una guerra commerciale, le preoccupazioni sul rialzo dei rendimenti dei treasury e la minaccia della volatilità dei mercati emergenti, abbiano tenuto in ostaggio in sentiment degli investitori nelle ultime settimane, non è ancora il momento di cambiare atteggiamento né in termini di rischio né di duration. Il contesto economico continua a essere favorevole, con le valutazioni azionarie che sono elevate, ma sono lontane dall'essere eccessive. Inoltre, le dinamiche dell'inflazione sono piuttosto deboli, e gli investitori, senza dubbio, hanno preso coscienza del cambiamento di comunicazione delle banche centrali più rapidamente rispetto al passato. Quindi, nessun cambiamento per adesso.

« Sebbene l'orientamento positivo sui settori ciclici come l'energia o le banche negli Stati Uniti e in Europa rimanga intatto, stiamo trovando sempre più opportunità nelle componenti più difensive dell'universo azionario. Il settore sanitario in Europa - in particolare i titoli farmaceutici - sta acquistando sempre di più un ottimo valore. »

— Hartwig Kos

Mercati azionari

Esaminando l'orientamento per le azioni, il nostro approccio in passato è stato quello di detenere beta nel portafoglio privilegiando le componenti più cicliche dell'universo azionario, con differenze relativamente minori tra aree geografiche. Questo approccio sta cambiando. Sebbene l'orientamento positivo sui settori ciclici come l'energia o le banche negli Stati Uniti e in Europa rimanga intatto, stiamo trovando sempre più opportunità nelle componenti più difensive dell'universo azionario.

Il settore sanitario in Europa - in particolare i titoli farmaceutici - sta acquistando sempre di più un ottimo valore. Nel passato, il settore era considerato difensivo e molto caro. In effetti, nel 2014 e nel 2015, il segmento farmaceutico veniva scambiato a quasi cinque punti di premio rispetto al mercato in generale. Tuttavia, negli ultimi 24 mesi, con i rendimenti delle obbligazioni che hanno iniziato a salire, i titoli farmaceutici hanno registrato un cambiamento di rating sostanziale rispetto alle azioni europee in generale. Il settore chiaramente non è conveniente, senza ombra di dubbio, ma si trova molto più vicino al fair value ora rispetto a quanto osservato da tempo. Inoltre, il sentiment verso il settore e le revisioni degli utili sono risalite significativamente nel corso degli ultimi mesi.

Avendo preso una maggior sicurezza con i rendimenti delle obbligazioni e con le attuali previsioni sui tassi d'interesse, i titoli farmaceutici offrono alcune caratteristiche molto favorevoli per un portafoglio, come un basso livello di indebitamento rispetto al capitale, e dei tassi di crescita sostenibili ed elevati. Infine, possedere titoli farmaceutici può contribuire ad avere un portafoglio meno ciclico/più difensivo.

Un altro importante cambiamento avviene anche nelle nostre preferenze regionali. Le azioni giapponesi e dell'eurozona sono state entrambe declassate, da lieve preferenza a lieve avversione, mentre le azioni del Regno Unito e degli Stati Uniti rimangono come lieve preferenza. Il cambiamento tra Stati Uniti ed Europa è particolarmente significativo. Vi sono tre considerazioni alla base di questo cambiamento di atteggiamento. In primo luogo, la relativa resilienza dell'economia statunitense rispetto a quella europea. Nel corso degli ultimi mesi, gli Stati Uniti hanno continuato a mettere a segno dei solidi dati economici, mentre abbiamo assistito a una maggiore discontinuità nei dati pubblicati sull'Europa, che generano una maggiore possibilità di volatilità nelle azioni europee. Inoltre, le valutazioni azionarie sono migliorate negli Stati Uniti, mentre sono peggiorate in Europa. Infine il tasso di cambio EUR/USD è tornato a quota 1,18, dopo aver raggiunto quota 1,25 nel mese di gennaio di quest'anno. Questa forza del dollaro statunitense era in un certo qual modo attesa, ma riteniamo che sia temporanea e che la debolezza nel dollaro probabilmente riprenda nei prossimi mesi, rappresentando un modesto fattore positivo per le azioni statunitensi, e allo stesso tempo un evidente fattore negativo per le azioni europee.

« Le azioni giapponesi e dell'eurozona sono state entrambe declassate, da lieve preferenza a lieve avversione, mentre le azioni del Regno Unito e degli Stati Uniti rimangono come lieve preferenza. »

— Hartwig Kos

Mercati obbligazionari

In questo segmento vi sono stati solo cambiamenti minimi. I titoli italiani collegati all'inflazione e i BTP sono stati declassati a causa dei timori politici, come avvenuto per le obbligazioni turche in valuta locale.

Mercato dei cambi e liquidità

Dopo un periodo di significativa forza del dollaro statunitense, è solo questione di tempo affinché il dollaro riprenda il suo percorso di indebolimento. Nelle ultime settimane abbiamo assistito a un certo indebolimento dell'attività nell'economia europea, che ha provocato dubbi negli investitori al riguardo del programma di politica monetaria della BCE. Le aspettative di inflazione negli Stati Uniti inoltre hanno continuato a muoversi al rialzo, mentre in Europa hanno registrato un andamento laterale. Inoltre, negli Stati Uniti le aspettative sui tassi d'interesse implicite nel mercato ora superano i livelli indicati dalla Federal Reserve (almeno nel breve termine). Un numero sufficiente di dinamiche positive per il dollaro si sono realizzate ed è molto probabile che questi fattori positivi vadano a sparire nei prossimi mesi. Di conseguenza, l'euro è stato rivisto al rialzo rispetto al dollaro statunitense, a lieve preferenza.

_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.