



LA NOSTRA OPINIONE MENSILE SULL'ASSET ALLOCATION



▶ ATTENZIONE AL PERICOLO VALANGHE

La neve fresca è perfetta per lo sci, ma attenzione alle valanghe

In Svizzera, a febbraio di solito le famiglie partono in montagna per concedersi una settimana bianca. Quest'anno, siamo stati particolarmente fortunati, grazie alle abbondanti precipitazioni nevose e alle condizioni meteorologiche quasi perfette durante le vacanze scolastiche. I tiepidi pomeriggi invogliavano a un pisolino, dopo un meritato pranzo su una terrazza panoramica. Chi non sogna una splendida giornata di sole per sciare respirando la frizzante aria di montagna? Se a ciò si aggiunge neve farinosa fresca, lo scenario si fa quasi idilliaco. Purtroppo però, ogni anno le valanghe di neve causano molti incidenti, compromettendo la serenità di queste famiglie.

Ottimo andamento per i mercati da inizio anno, ma si prospettano rischi all'orizzonte

L'attuale contesto di mercato ricorda da vicino lo sci, sia nel bene che nel male. Le valutazioni sono migliorate alla fine dello scorso anno, offrendo finalmente agli investitori un po' di neve farinosa fresca su cui sciare. Le condizioni meteorologiche si sono rischiarate grazie al cambio di rotta della Federal Reserve e sono state rafforzate dagli orientamenti accomodanti negli altri mercati sviluppati. In assenza di nubi inflazionistiche all'orizzonte, il cammino tra i mercati finanziari da inizio anno si è rivelato agevole. Anche se potremmo rammaricarci di non aver sfruttato maggiormente gli ultimi due mesi di un percorso spianato, questo non è affatto il momento giusto per cercare di prolungare l'esperienza, scelta che non farebbe che aumentare i rischi e le potenziali difficoltà future. Il pericolo valanghe sta aumentando, dal momento che la crosta di neve sta diventando meno stabile. In altre parole, le valutazioni sono meno interessanti perché le rassicurazioni delle banche centrali hanno portato, ancora una volta, a esagerazioni e ressa sui mercati. Come può essere giustificato un debito pubblico da 8-9 mila miliardi di dollari con rendimento negativo, se non con la repressione finanziaria da parte delle banche centrali?

Esercitiamo cautela ricorrendo a opzioni e neutralità

L'attuale rally del mercato si è spinto troppo oltre, troppo in fretta. Consapevoli del crescente rischio di valanghe, stiamo mantenendo una cauta posizione neutrale nei nostri portafogli. Abbiamo effettuato alcune prese di profitto e implementato coperture attraverso strategie di opzioni sia sul fronte azionario che su quello del reddito fisso. Anche l'attrattiva tattica dell'oro sembra ormai meno allettante. È decisamente il momento di prendersi una pausa su una terrazza soleggiata.



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist

Autori

Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist
Maurice Harari
Senior Portfolio Manager
Adrien Pichoud
Economist

▶ SINTESI DEL PANORAMA ECONOMICO ED ESAME DELL'ECONOMIA GLOBALE

Il cambio di rotta delle banche centrali ha ostacolato il rallentamento...

Il sentiment positivo degli investitori registrato finora nel 2019 è stato sostanzialmente alimentato da un mix macroeconomico insostenibile. Il trend discendente della crescita in atto dalla fine dello scorso anno è proseguito, il che non rappresenta certo una buona notizia di per sé. Tuttavia, unito all'assenza di pressioni inflazionistiche, questo fenomeno ha portato le banche centrali dei paesi sviluppati ad accantonare completamente la possibilità su una stretta di politica monetaria, con la Federal Reserve, la Banca centrale europea e la Bank of Japan che segnalano di essere pronte ad allentare la politica monetaria, se necessario. Si tratta di un cambio di rotta decisamente notevole per la Fed, che soltanto due mesi fa ha proceduto a un rialzo del tasso, e per la BCE e la BoJ, i cui tassi a breve termine permangono in territorio negativo.

ma la stabilizzazione della crescita dovrebbe invertire l'orientamento accomodante ancora una volta

L'economia globale è ormai giunta a un bivio: o la combinazione tra sostegno delle banche centrali, domanda interna e graduale dissipazione dei rischi esterni consentirà in definitiva una stabilizzazione della crescita, oppure la tendenza di rallentamento proseguirà e la recessione si trasformerà in una minaccia molto più tangibile. Nel secondo caso, l'allentamento della politica monetaria potrebbe non bastare a mantenere un sentiment positivo del mercato. Nel primo caso, le banche centrali potrebbero abbandonare i propri orientamenti accomodanti con la stessa rapidità con cui li hanno adottati. Continuiamo a essere convinti che prevarrà lo scenario ottimistico di crescita, ma tenendo in mente che una tale evenienza comporta altresì un minore sostegno, esplicitamente o implicitamente, da parte delle banche centrali.

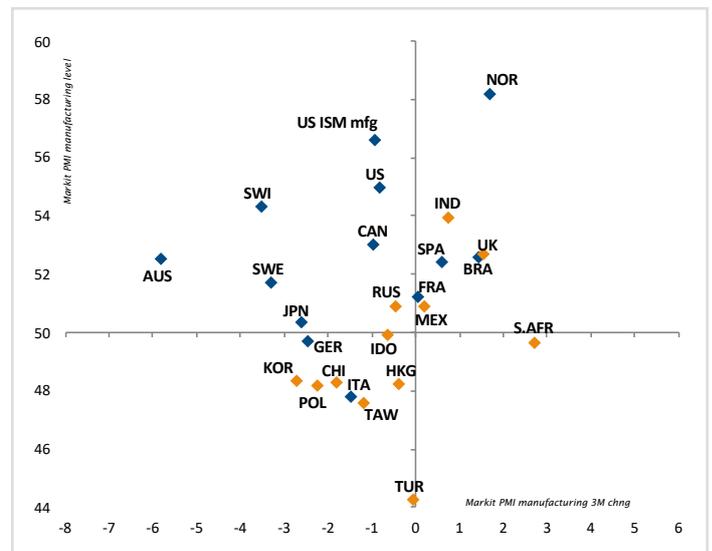
La ripresa dei ME dipende dai MS, dai cambi e dalle banche centrali

Crescita

La crescita globale sta ancora rallentando, a causa dell'indebolimento delle dinamiche nelle economie sviluppate. Alcune economie emergenti stanno recuperando e mostrano un momentum positivo. Tuttavia, per durare nel tempo, questa tendenza richiede una crescita positiva nelle principali economie sviluppate e un tasso di cambio favorevole del dollaro USA, nonché sviluppi di politica monetaria.

Il momentum della crescita globale continua a rallentare

Fonti: SYZ Asset Management
Dati al: 20 febbraio 2019



Inflazione

Le dinamiche dell'inflazione restano invariate nei paesi sviluppati, dal momento che il rallentamento della domanda soffoca il potenziale impatto delle timide pressioni al rialzo sui salari. Le tendenze dei tassi di cambio rimangono i principali fattori trainanti delle dinamiche dell'inflazione nei paesi emergenti.

Orientamento di politica monetaria

Le previsioni generali di politica monetaria per le banche centrali delle economie sviluppate sono passate repentinamente da un timido trend di normalizzazione, con orizzonti temporali variabili, a una posizione neutrale con un orientamento accomodante. Riducendo le pressioni al rialzo sul dollaro USA, questo quadro giova anche alle banche centrali dei ME, che erano state costrette ad adottare un approccio restrittivo per via della politica monetaria della Fed.

Il rallentamento della domanda incide sull'inflazione dei MS mentre i ME dipendono dai tassi di cambio

Le politiche accomodanti dei MS alleviano le pressioni sui ME

Rischi evidenti per la crescita USA

Economie avanzate

Di recente, gli indicatori economici statunitensi sono risultati piuttosto volatili e "disordinati", indicando però, in generale, un rallentamento del tasso di crescita. Questo fenomeno potrebbe essere spiegato dalla combinazione tra l'affievolirsi dello stimolo fiscale e l'impatto dello shutdown. Più in generale, però, sono saliti i rischi di ribasso rispetto alle prospettive di crescita statunitense, soprattutto nell'attuale contesto di indebolimento della crescita globale. Ciò spiega la brusca virata del tono della Fed verso un orientamento chiaramente accomodante.



Continuiamo a essere convinti che prevarrà uno scenario ottimistico di crescita, ma tenendo in mente che una tale evenienza comporterà un minore sostegno da parte delle banche centrali.

Adrien Pichoud

L'Europa oscilla tra stabilizzazione e recessione

Nell'eurozona, il continuo calo dell'attività e degli indici di fiducia sta spingendo anche la BCE ad adottare una posizione ancora più accomodante, soprattutto dal momento che l'inflazione resta ostinatamente attorno all'1% nonostante l'aumento dei salari. La Germania ha evitato di misura una recessione tecnica nel quarto trimestre, ma non è cresciuta per il secondo trimestre consecutivo, mentre l'Italia ha di fatto registrato la sua terza recessione in dieci anni. I fondamentali relativi alla domanda interna continuano a indicare che la crescita dovrebbe riprendersi e restare positiva per l'unione monetaria nel suo complesso, ma il margine di sicurezza tra stabilizzazione e vera e propria recessione in Europa è ormai molto sottile. Lo scenario dell'hard Brexit potrebbe rappresentare la goccia che fa traboccare il vaso, ma gli ultimi sviluppi suggeriscono che il parlamento britannico, per quanto diviso, è innanzitutto determinato a evitare questo esito.

La BoJ è pronta a un allentamento

In vista dell'aumento dell'aliquota IVA previsto entro l'anno, l'economia giapponese sta registrando difficoltà dovute all'indebolimento della crescita globale e alle incertezze relative alle prospettive commerciali della Cina. Ciò ha spinto la BoJ, sulla scia della Fed e della BCE, a rivalutare le proprie opzioni e a ricordare esplicitamente agli investitori di essere pronta a implementare ulteriori misure accomodanti, se necessario.

I dati positivi potrebbero segnare la fine della flessione della Cina, fondamentale per la crescita asiatica e globale

Economie emergenti

Attesa da tempo, la stabilizzazione dei dati macroeconomici cinesi è fondamentale per rilanciare la crescita globale. A tal proposito, sono emersi timidi segnali incoraggianti da inizio anno, con l'aumento delle esportazioni, il decollo del credito interno e il rimbalzo degli indici di attività. Oltre alle prospettive sul raggiungimento di un accordo a seguito nei negoziati commerciali tra USA e Cina, questi dati sostengono l'ipotesi che l'allentamento della politica fiscale e monetaria stia finalmente ponendo un freno al rallentamento della crescita del PIL. Questo gioverebbe all'intera area dell'Asia sud-orientale, chiaramente colpita dal rallentamento cinese e dalle incertezze commerciali.

Trend incoraggianti in Brasile e Messico con i nuovi capi di Stato

I due giganti dell'America Latina, Brasile e Messico, stanno registrando dinamiche di crescita incoraggianti, alimentate dall'ottimismo sugli effetti delle politiche attese da parte dei loro nuovi presidenti. Tuttavia, i due paesi differiscono piuttosto nettamente in termini di campo di azione e di approccio. L'elezione di Bolsonaro in Brasile ha suscitato speranze sulle tanto attese riforme strutturali, che sostengono gli investimenti delle imprese, mentre la vittoria di AMLO in Messico ha catalizzato le famiglie per via delle promesse di aumento dei salari minimi.

La flessione dei prezzi del petrolio registrata nel quarto trimestre del 2018 sta ormai pesando sugli indicatori economici della Russia, ma l'aumento dell'inflazione, giunta al massimo degli ultimi due anni, sta mantenendo l'orientamento restrittivo della banca centrale.



Adrien Pichoud
Economist

Inflazione (IPC a/a) negli USA, nell'eurozona, nel Regno Unito e in Cina

Le banche centrali sono diventate accomodanti a causa del rallentamento della crescita e dell'inflazione

Fonti: Factset, SYZ Asset Management
Dati al: 20 febbraio 2019



▶ ASSET VALUATION & INVESTMENT STRATEGY GROUP REVIEW

Rischio e duration

La politica monetaria favorevole non durerà per sempre, ma non prevediamo cambiamenti radicali a breve termine

Le azioni si stabilizzeranno indipendentemente dall'andamento della crescita

I mercati e i prezzi degli attivi sono sostenuti ancora una volta da politiche monetarie accomodanti. A seguito del cambio di rotta della Federal Reserve sono tornati gli stimoli delle banche centrali, ma questa situazione non potrà durare per sempre. O la crescita mondiale si riprenderà, nel qual caso potremmo iniziare ad aumentare la nostra posizione sul rischio e a ridurre la duration, oppure, nel caso contrario di un ulteriore rallentamento della crescita, potremmo intervenire per aumentare la duration e ridurre la nostra esposizione al rischio.

Sebbene prevediamo uno scenario favorevole, con una stabilizzazione della crescita nella seconda metà del 2019, non siamo convinti che avverranno cambiamenti radicali nel breve termine. Alla luce delle valutazioni elevate e delle attuali incertezze politiche, abbiamo mantenuto una "leggera avversione" al rischio.

Riteniamo che il rally dei mercati azionari giungerà presto al capolinea, da una parte per via dei rialzi della Fed, in caso di miglioramento dell'attività, e dall'altra per i timori sulla crescita, anche qualora la Fed riprenda a tagliare i tassi.



Non inseguiamo il rally e manteniamo la nostra posizione di "lieve avversione" al rischio. Le performance azionarie potrebbero giungere presto al capolinea a causa delle politiche monetarie meno accomodanti, soprattutto negli Stati Uniti.

Maurice Harari

È tempo di proteggere i nostri solidi guadagni

Prediligiamo le azioni con dividendi di alta qualità

Il rialzo limitato sulle obbligazioni spiega la lieve avversione per la duration: difficilmente i tassi saliranno

Visti gli ottimi guadagni messi a segno finora, è giunta l'ora di implementare protezioni "convenienti" e asimmetriche per cominciare a consolidare la nostra performance positiva da inizio anno.

Confermiamo l'assenza di un orientamento settoriale, ma continuiamo a prediligere le azioni con dividendi di alta qualità che offrono un carry interessante, poiché dovrebbero risultare meno volatili del resto del mercato, preferendole al credito.

La duration è rimasta invariata dallo scorso mese, mantenuta su una "lieve avversione". Le obbligazioni attualmente offrono un rialzo limitato, dal momento che i tassi hanno raggiunto nuovamente i minimi storici, soprattutto in Europa dove le valutazioni appaiono elevate. Ciononostante, vale la pena detenere la duration in portafoglio per bilanciare il rischio.

Inoltre, le dinamiche macroeconomiche stanno tuttora perdendo forza e la pausa nel processo di normalizzazione della politica monetaria non favorisce un netto incremento dei tassi. In chiave tattica, i tassi potrebbero salire attorno al 3% per i Treasury USA decennali e allo 0,5% per i Bund tedeschi decennali in caso di rapido rimbalzo della dinamica di crescita economica, ma questo non rappresenta il nostro scenario di base al momento.

Mercati azionari

Le azioni USA sono tuttora più resilienti di quelle europee

Anche i mercati di Regno Unito e Svizzera sono preferibili all'eurozona

Abbiamo mantenuto la nostra preferenza relativa per le azioni statunitensi rispetto a quelle dell'eurozona, anche se il premio per il rischio azionario per gli Stati Uniti è diventato meno interessante e le revisioni degli utili stanno rallentando. In un contesto di fragilità, continuiamo a prediligere la loro resilienza e le loro caratteristiche difensive rispetto alle azioni dell'eurozona.

Prediligiamo inoltre il Regno Unito e la Svizzera rispetto all'eurozona (nonostante le valutazioni "estremamente convenienti" in Germania) in assenza di sufficienti fattori scatenanti di acquisto e alla luce dell'attuale rischio di dazi commerciali che pesa sull'industria automobilistica europea. In caso di elezioni generali nel Regno Unito, considereremmo immediatamente un declassamento delle azioni britanniche.

Valutazioni ME interessanti in Asia

Le riforme in Brasile determinerebbero una revisione al rialzo

Osserviamo gli sviluppi rispetto alla possibilità di incrementare i ME e ridurre l'Europa

Nel segmento dei mercati emergenti, prediligiamo l'Asia (ad eccezione dell'India) e la Russia rispetto all'America Latina e al Sudafrica per motivi legati alle valutazioni.

Potrebbe inoltre manifestarsi una forte "tendenza rialzista" strutturale per gli attivi brasiliani (sia obbligazioni che azioni) qualora le riforme, in particolare quelle riguardanti le pensioni, vengano votate e applicate dal Congresso. Per il momento, manteniamo una "lieve avversione" per le azioni brasiliane, a seguito del forte rally e alla luce delle valutazioni elevate.

Sebbene il nostro orientamento non sia cambiato, a livello marginale, propendiamo per una riduzione della nostra allocazione all'Europa a favore dei mercati emergenti, soprattutto qualora prevedessimo notizie positive sul fronte della guerra commerciale, nonché un miglioramento dei dati economici cinesi e un dollaro USA stabile.

*La duration può aiutare
a contrastare il rischio*

Mercati obbligazionari

I titoli di Stato nominali sono stati declassati a "lieve avversione" a causa del deterioramento delle valutazioni negli ultimi mesi. Questi titoli attualmente offrono un rialzo limitato, dal momento che i tassi sono scesi nuovamente ai minimi storici. Ciononostante, vale la pena mantenere della duration in portafoglio per bilanciare il rischio complessivo. Inoltre, le dinamiche macroeconomiche stanno tuttora perdendo forza e la pausa nel processo di normalizzazione della politica monetaria non favorisce un netto incremento dei tassi.

*Le obbligazioni reali
dovrebbero
risentire meno di quelle
nominali in caso di
miglioramento della crescita*

I titoli di Stato reali potrebbero risultare più interessanti, dal momento che dovrebbero risentire meno dell'eventuale stabilizzazione o miglioramento delle prospettive di crescita, e dell'eventuale aumento delle previsioni d'inflazione.

Nel segmento del debito dei mercati emergenti, le obbligazioni in valuta forte, soprattutto quelle denominate in euro, sono ancora privilegiate rispetto ai titoli in valuta locale sulla base delle valutazioni.

Forex, investimenti alternativi e liquidità

*Sterlina, yen e oro più
interessanti del dollaro,
mentre il franco non gode più
dello status di attivo rifugio*

In termini di preferenze valutarie, manteniamo ancora una "lieve preferenza" per la sterlina inglese e lo yen giapponese rispetto al dollaro USA, alla luce delle valutazioni. L'oro resta a "lieve preferenza", date le sue caratteristiche di diversificazione nel contesto attuale di avversione al rischio. Confermiamo il giudizio di "avversione" per il franco svizzero, con una Banca centrale europea che probabilmente tenderà verso un orientamento più accomodante del previsto, tenendo indirettamente a freno il franco, che attualmente sta traendo meno vantaggio dal suo status di attivo rifugio.



Maurice Harari

Senior Portfolio Manager