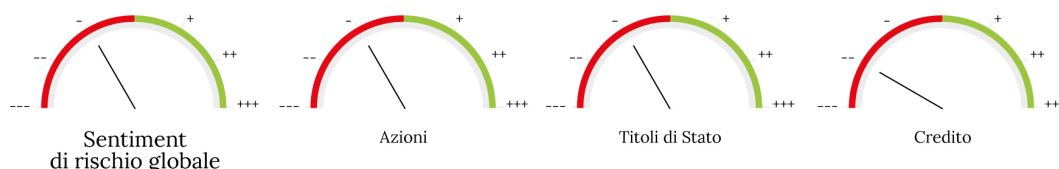


LA NOSTRA OPINIONE MENSILE SULL'ASSET ALLOCATION



➤ REPRESSIONE FINANZIARIA, STAGIONE 2

Il prolungamento artificiale del ciclo economico porta a uno scenario cosiddetto "Goldilock"

Ma è troppo tardi per inseguire il momentum

Allocazioni praticamente invariate nel corso del mese

La politica accomodante della Fed dovrebbe favorire il debito dei ME in valuta locale

Siamo alla ricerca di carry, crescita, valutazioni economiche e diversificazione

I rischi politici sono stati scontati dal mercato, e lo scenario "Goldilock"?

Quest'anno l'indifferenza rappresenta il rischio maggiore

Grazie a una nuova dose di politica monetaria accomodante, le banche centrali dei mercati sviluppati dovrebbero essere in grado di prolungare il ciclo economico, anche se in modo artificiale, dato che rifiutano di normalizzare i tassi per rivitalizzare correttamente il sistema. L'indebitamento continua ad essere elevato, in seguito a un decennio caratterizzato da repressione finanziaria, senza una crescita nominale sufficiente, nonostante la politica monetaria ultra accomodante. La crescita nelle economie avanzate dovrebbe ora arrestarsi verso la fine del primo trimestre, prima di raggiungere più avanti il livello di crescita economica potenziale. Sebbene questa situazione non sia ideale, non provocherà un aumento dei timori riguardanti l'inflazione. Eccoci quindi ritornati in un contesto cosiddetto "Goldilock" ossia senza recessione, con inflazione bassa e senza rialzi dei tassi d'interesse. La liquidità in eccesso ha spazzato via la volatilità, fatto aumentare le valutazioni degli attivi e avviato una nuova corsa al carry. Tuttavia, poiché l'influenza delle misure di stimolo monetario presto svanirà, e le valutazioni non sono eccessivamente interessanti, è troppo tardi per inseguire ciecamente il rally.

Di conseguenza, abbiamo sostanzialmente lasciato invariata la nostra allocazione questo mese. Continuiamo a ricercare carry, storie di crescita, valutazioni relativamente economiche e diversificazione. In questo contesto, le nostre preferenze vanno al debito subordinato e non dei mercati emergenti (ME) in valuta forte per il loro carry e le valutazioni relativamente economiche. Al contempo, ci stiamo interessando al debito dei ME in valuta locale in seguito all'atteggiamento molto accomodante e paziente della Federal Reserve, che dovrebbe tenere sotto controllo sia i tassi USA che l'apprezzamento del dollaro. Per quanto riguarda le azioni, confermiamo il sovrappeso nel mercato statunitense in quanto fonte di crescita, in Cina e nel Regno Unito dato il livello delle valutazioni, mentre siamo sottopesati in Europa e Giappone, le cui prospettive di crescita a breve termine non sono brillanti, ma anche nei ME, Asia esclusa, dove le valutazioni sono meno interessanti. Per quanto riguarda la diversificazione, facciamo affidamento sulla duration, sull'oro e su un'esposizione allo yen giapponese.

Quali sono i rischi? Sul fronte politico, la guerra commerciale è tutt'altro che conclusa; inoltre, non assisteremo a un ritorno del buon tempo andato di "piatta" globalizzazione e, per finire, la saga senza fine della Brexit è quasi giunta ai tempi supplementari. Ma si tratta di incognite ben note, forse non ancora scontate dai mercati ma sicuramente segnalate. La cosa che più mi preoccupa è sapere in che misura il contesto "Goldilock" è già stato scontato dal mercato, quanto è solido e di conseguenza quanto potrebbe durare. Non sono convinto della sua resilienza, dato che molto presto i dati economici confermeranno sia un arresto della crescita nominale, con una rapida ricomparsa delle aspettative di rialzi dei tassi, o tenderanno a indicare un aumento del rischio di recessione. L'attuale contesto sembra essere più "silverlock" che "goldilock": una tendenza al calo dell'inflazione, l'assenza di rialzi dei tassi e nessuna recessione sono i rischi principali da cui guardarsi quest'anno.



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

La generale debolezza della crescita alimenta una politica accomodante

Il contesto economico non è cambiato molto nelle scorse settimane. La dinamica di crescita economica continua ad affievolirsi dato che l'attività manifatturiera in Europa resta sotto pressione. Inoltre, la solida dinamica che ha caratterizzato gli Stati Uniti nel 2018 si sta esaurendo in seguito alla riduzione delle misure di stimolo fiscale, e l'economia cinese deve ancora assorbire pienamente l'impatto della politica di stimolo economico. Sebbene in termini assoluti i livelli di crescita continuino a essere positivi in tutte le principali economie, il trend di crescita resta debole.

Moderata ripresa della crescita economica anticipata, ma ancora non materializzata

Anzi, questa persistente incertezza riguardo alla capacità della crescita economica di trovare stabilità dopo un sostenuto rallentamento sta spingendo le banche centrali ad adottare un orientamento ancor più accomodante e neutrale. La ragione invocata è il continuo rischio di ribasso delle previsioni di crescita, in un contesto di inflazione bassa e di attenuazione delle pressioni inflazionistiche. Ciò riflette implicitamente la volontà delle banche centrali di impedire che le aspettative di un irrigidimento delle condizioni di credito ostacolino la ripresa della crescita.

Continuiamo a ritenere che l'economia mondiale sia giunta a un bivio. Da una parte non ci sono prove che prevarrà lo scenario negativo di un rallentamento o di una recessione più pronunciati. Dall'altra, riconosciamo che il nostro scenario di una ripresa moderata della crescita rispetto alla dinamica più debole del primo trimestre deve ancora essere sostenuto da prove concrete. Continuiamo a ritenere che la forza della domanda interna nelle economie avanzate, alimentata dal sostegno delle banche centrali e da un allentamento della politica fiscale e monetaria in Cina sarà alla base della ripresa dell'economia mondiale. Ma prima di iniziare a costruire facendo affidamento su questi risultati dobbiamo constatarne le prove.

Crescita

La domanda interna sostiene l'espansione delle economie avanzate e i mercati emergenti iniziano a migliorare

La situazione è praticamente invariata rispetto al mese scorso. Le economie avanzate continuano a rallentare pur restando per il momento in espansione grazie alla domanda interna. Si stanno inoltre manifestando timidi segnali di miglioramento in tutti i mercati emergenti (ME).

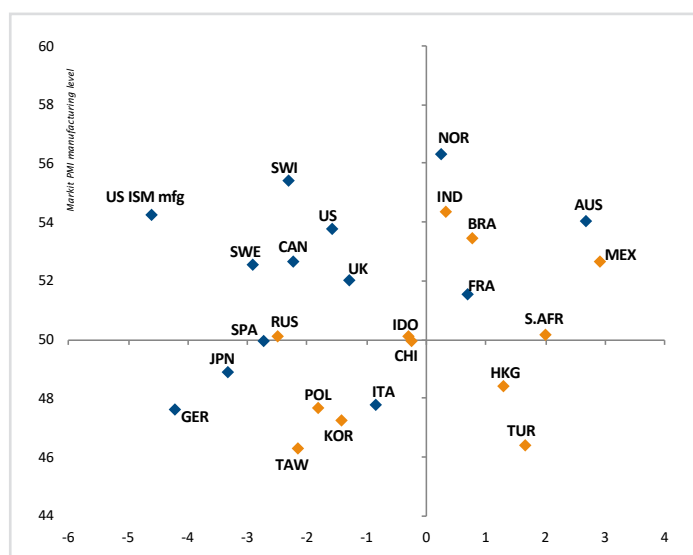
Inflazione

Inflazione ampiamente contenuta

Nelle economie avanzate l'inflazione è bassa e senza trend. Il suo andamento è invece variegato nelle economie emergenti, ma in generale resta contenuto, nonostante alcune eccezioni.

Nelle economie avanzate la dinamica di crescita continua a rallentare

Fonti: SYZ Asset Management
Dati al: 22 marzo 2019



Orientamento di politica monetaria

Sospensione della normalizzazione nelle economie avanzate e rallentamento del dollaro favorevole per le economie emergenti

Le banche centrali delle grandi economie avanzate hanno per il momento completamente sospeso la normalizzazione monetaria. Hanno adottato un approccio attendista, e aspettano segnali positivi di ripresa della crescita prima di riprendere la normalizzazione che avevano previsto di intraprendere lo scorso anno. Anche la fine dell'apprezzamento del dollaro USA sta riducendo la pressione sulle banche centrali dei ME.

L'economia USA rallenta ma i servizi continuano a dimostrare una forte tenuta

Esame dell'economia globale

La dinamica economica negli Stati Uniti sta in generale affievolendosi. La maggior parte degli indicatori però è ancora a livelli coerenti con una discreta crescita del PIL. Il settore dei servizi sembra tenere bene, come evidenziato dall'incremento degli indici che misurano l'attività nei servizi, ritornati a livelli relativamente elevati a febbraio. In questo contesto, la Federal Reserve ha messo un freno alle aspettative di normalizzazione della politica monetaria e ha ora adottato un approccio attendista e accomodante.



Continuiamo a ritenere che l'economia mondiale sia giunta a un bivio.

Adrien Pichoud

Dinamiche deboli nel G4 europeo

Nell'eurozona, le dinamiche del ciclo economico restano deboli in generale. L'attività industriale in Germania sta ancora diminuendo, secondo i dati degli indici PMI manifatturiero e Ifo Business Climate nonché della produzione industriale. Tuttavia la domanda interna sta mantenendo l'economia in un trend leggermente espansionistico: le vendite retail hanno raggiunto un picco a gennaio con un rimbalzo dell'indice PMI dei servizi a febbraio. Questa situazione potrebbe alla fine contribuire ad evitare che l'economia entri in recessione. Anche l'economia francese è sostenuta dalla domanda interna e dai consumi delle famiglie, e si sta riprendendo dal rallentamento causato dal movimento dei gilet gialli. Nel frattempo l'Italia è già sull'orlo della recessione, sotto la pressione di difficoltà esterne e delle incertezze politiche interne. Per quanto riguarda l'economia spagnola, sebbene stia perdendo slancio, resta la più dinamica del G4. In questo contesto di crescita incerta, rafforzato dall'avvicinarsi della scadenza della Brexit, anche la BCE ha messo un freno alle aspettative relative a una normalizzazione della politica monetaria nei prossimi 12 mesi, rimandando i rialzi dei tassi almeno al 2020 e annunciando delle nuove operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO) per evitare una stretta monetaria passiva e senza garanzie, che sarebbe derivata dalla scadenza delle precedenti TLTRO.

La BCE rinvia pertanto la normalizzazione

Anche il Giappone perde slancio; i segnali delle banche centrali forniscono un sostegno

La dinamica di crescita del Giappone sta inoltre svanendo a causa delle incertezze sul commercio mondiale e alla stagnazione della crescita cinese che penalizzano il sentiment e l'attività economica. Anche in questo caso la banca centrale ha chiaramente fatto capire di essere pronta a mantenere o persino rafforzare il suo orientamento accomodante.

Nonostante i segnali incoraggianti, la ripresa della Cina continua a penalizzare il Sud-est asiatico

Economie emergenti

L'economia cinese deve ancora sentire gli effetti della ripresa della domanda interna dopo il rallentamento pronunciato registrato lo scorso anno. Si evidenziano alcuni incoraggianti segnali positivi, in particolare sotto forma di una ripresa di flussi di prestiti interni, il che suggerisce che le misure di allentamento monetario e fiscale stanno finalmente avendo il loro effetto sull'attività economica reale. Queste misure saranno necessarie per ridurre l'effetto dei dazi statunitensi, il cui impatto dovrebbe materializzarsi quest'anno. Il Sud-est asiatico in generale continua ad essere penalizzato da queste incertezze relative al commercio mondiale.

I nuovi presidenti sostengono il sentiment in America Latina

L'America Latina in qualche modo si distingue. La fase di crescita positiva è stata sostenuta dall'impatto favorevole sul sentiment dell'elezione dei nuovi presidenti in Brasile, dove la fiducia delle imprese è migliorata, e in Messico, dove la fiducia delle famiglie è aumentata.



Adrien Pichoud
Economist

Indice PMI manifatturiero mondiale, commercio e produzione industriale

L'economia mondiale è a un bivio: continua a rallentare ma resta in espansione

Fonti: Factset, SYZ Asset Management
Dati al: 22 marzo 2019



➤ ASSET VALUATION & INVESTMENT STRATEGY GROUP REVIEW

Rischio e duration

La crescita moderata non potrà durare per sempre: la crescita dovrà registrare una ripresa oppure vacillerà

Durante il mese in esame, abbiamo mantenuto la nostra posizione di "lieve avversione" sia al rischio che alla duration in termini di asset allocation.

Rimaniamo dell'opinione che, sebbene i mercati e i prezzi degli attivi siano sostenuti ancora una volta da politiche monetarie accomodanti (con il ritorno degli stimoli delle banche centrali), questo ciclo di crescita moderata non potrà durare per sempre. Due sono gli scenari possibili: o la crescita mondiale registrerà un rimbalzo, nel qual caso i mercati saranno presto interessati dall'inflazione e dalla fine della politica monetaria accomodante, oppure la crescita vacillerà e ci ritroveremo bloccati in una situazione simile a quella del Giappone.



Asset allocation rimasta praticamente invariata nel corso del mese: abbiamo mantenuto un approccio moderatamente equilibrato nei confronti degli attivi a rischio e di quelli sensibili ai tassi d'interesse.

Maurice Harari

Mercati azionari

Declassamento delle azioni svizzere

Abbiamo declassato il giudizio sulla Svizzera a causa delle valutazioni a nostro avviso moderatamente care.

Le azioni USA sono in una posizione migliore, ideale per una correzione

Continuiamo a privilegiare le azioni statunitensi rispetto a quelle dell'eurozona, per le loro caratteristiche difensive. In caso di correzione dei mercati azionari globali preferiamo esporci al rischio statunitense invece che a quello dell'eurozona, nonostante le valutazioni più elevate, in quanto riteniamo che i mercati statunitensi potrebbero evidenziare un andamento migliore.

Le azioni britanniche sono interessanti in attesa della Brexit

Le azioni del Regno Unito sembrano molto interessanti dal punto di vista dei dati sulle valutazioni, ma sono leggermente più rischiose con l'avvicinarsi della scadenza della Brexit. Potremmo rivedere negativamente il nostro caso di investimento per le azioni del Regno Unito in base al risultato verso cui sembra tendere il paese e, in particolare, in caso di elezioni politiche.

Sui ME, sguardo rivolto ad Asia e Russia

Nel segmento dei mercati emergenti privilegiamo l'Asia, anche se le valutazioni sono recentemente diventate più care, e la Russia, rispetto all'America Latina e al Sudafrica per motivi legati alle valutazioni.

Mercati obbligazionari

Preferenza relativa per i titoli di Stato reali e per il debito dei ME in valuta forte

Non abbiamo modificato la nostra preferenza relativa per i titoli di Stato reali rispetto a quelli nominali e per le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta forte rispetto a quelle in valuta locale. Resta invece valida la nostra avversione al credito investment grade e high yield.

Potenziale di rialzo limitato dei tassi "core", ma preferiamo mantenere duration

In un contesto caratterizzato dalla stabilizzazione della crescita, i tassi "core" dei titoli di Stato hanno un potenziale di rialzo ancor più limitato, dato che sono scesi ancora una volta ai minimi storici. Ciononostante, vale la pena detenere la 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.

Forex, investimenti alternativi e liquidità

Sterlina, yen e oro a "lieve preferenza" rispetto al franco svizzero

In termini di allocazione valutaria, abbiamo mantenuto la "lieve preferenza" in sterline, tenendo conto delle valutazioni interessanti. Per ora ciò compensa la potenziale volatilità legata alla saga della Brexit. Abbiamo inoltre mantenuto la "lieve preferenza" per lo yen giapponese. La nostra stima della valuta continua ad essere favorevole rispetto al franco svizzero che, a livello marginale, ha perso la sua qualifica di bene rifugio sulla scia dell'orientamento accomodante della politica monetaria operata dalla Banca nazionale svizzera. Per finire, classifichiamo l'oro a "lieve preferenza", date le sue caratteristiche di diversificazione in un contesto di avversione al rischio.



Maurice Harari

Senior Portfolio Manager