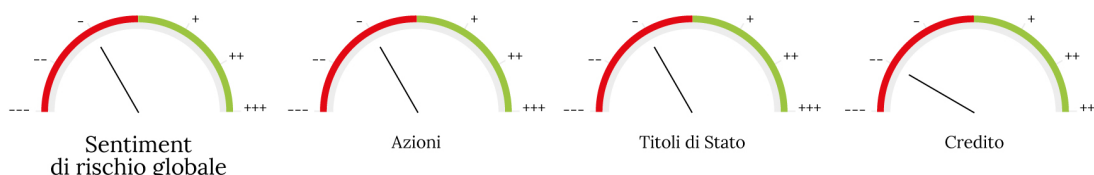




LA NOSTRA OPINIONE MENSILE SULL'ASSET ALLOCATION



➤ È ARRIVATO MAGGIO

Mercati vivaci e assenza di inflazione alimentano la paura del mancato guadagno

Ma essere coraggiosi significa anche resistere all'impulso di acquistare altre azioni

Troppi investitori pentiti aumentano le probabilità di un ciclo ribassista

Abbiamo preferito orientare la nostra allocazione verso i titoli ciclici

L'adagio recita "vendi a maggio e scappa". Tuttavia, per molti investitori come noi non abbastanza coraggiosi da mettersi in gioco quando i mercati erano ai minimi, alla fine torna a fare capolino la paura del mancato guadagno che riemerge, alla stregua degli Estranei in Game of Thrones, da un clima più che gelido. Mercati e prezzi degli attivi possono di nuovo contare su uno scenario "goldilocks" caratterizzato da forte crescita e modesta inflazione, avvalorato dalle dichiarazioni prudenti delle banche centrali, dalle prospettive di crescita dignitose - come dimostrano la solida creazione di posti di lavoro negli Stati Uniti e i segnali di recupero degli indicatori economici cinesi - e dall'assenza di spinte inflazionistiche dopo l'evidenziarsi di uno scarso dinamismo salariale negli Stati Uniti e di una crescita dell'IPC inferiore alle attese in Australia. Pur non potendo protrarsi all'infinito, la conclusione di tale contesto è stata rimandata di qualche settimana o mese.

Sembrerebbe legittimo seguire la massa, aumentare il grado di rischio e l'esposizione azionaria, visto che lo scenario non potrebbe essere più favorevole. Tuttavia, potrebbe rivelarsi molto più saggio evitare questa mossa. Nell'insieme, le valutazioni non sono più particolarmente allettanti e il potenziale di rialzo appare ora alquanto contenuto. Le azioni USA hanno colmato le perdite registrate alla fine dello scorso anno e raggiunto nuovi massimi. L'affiorare della paura del mancato guadagno sta intaccando la fiducia nelle capacità del mercato di continuare a crescere. Detto altrimenti, più aumentano gli Estranei che si muovono sul ghiaccio, apparentemente solido come una roccia, più si moltiplicheranno le crepe. È ovvio anche che avventurandosi fuori cadano facilmente preda dell'ira e del fuoco dei draghi, ovvero nel nostro caso, patiscano gli effetti di un ciclo ribassista. Di conseguenza, abbiamo preferito orientare e correggere la nostra allocazione verso le azioni cicliche a scapito di quelle difensive, anziché aumentarne sensibilmente il peso. Il rischio principale di un atteggiamento prudentiale sta nella perdita di un importante ciclo rialzista, se i mercati azionari dovessero riscaldarsi.

Ammettiamo quindi umilmente che avremmo dovuto mostrare maggior coraggio alcuni mesi fa, benché non sia sempre facile o scontato comportarsi come un valoroso cavaliere. Ad ogni modo, non sempre i più coraggiosi sono quelli che sopravvivono più a lungo, sia in Game of Thrones che nei mercati finanziari.



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist

Autori

Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist
Maurice Harari
Multi-Asset Strategist
Adrien Pichoud
Economist

▶ SINTESI DEL PANORAMA ECONOMICO ED ESAME DELL'ECONOMIA GLOBALE

Le dinamiche in Cina e negli Stati Uniti favoriscono i ME grazie alla ripresa delle prospettive di crescita

Dopo diversi mesi di incertezza, le prospettive di crescita globale iniziano finalmente a volgere al bello. L'economia cinese mostra segnali concreti di ripresa, dando impulso a tutti i mercati emergenti (ME). In un contesto di crescita ragionevolmente stabile negli Stati Uniti e di ridotto potenziale di apprezzamento del biglietto verde, dopo lo spettacolare dietrofront della Federal Reserve nella direzione di una politica accomodante, il quadro macroeconomico dei mercati emergenti è sensibilmente migliorato, ad esclusione di pochi paesi ancora colpiti dagli effetti di politiche economiche poco ortodosse come la Turchia e l'Argentina.

La debolezza ciclica frena i mercati sviluppati

L'affermazione di questa dinamica positiva nell'universo emergente fa da contraltare all'attuale debolezza ciclica che si manifesta nelle economie sviluppate. Nell'eurozona l'attività industriale è in stallo dallo scorso anno e i consumi interni sono i soli a sostenere la crescita del PIL, in attesa di segnali di una svolta ciclica ancora tutti da vedere. Anche l'economia statunitense sta perdendo slancio, in parte per l'impatto della crescita mondiale più debole e in parte per l'inasprimento dei dazi commerciali. Il principale elemento di freno alla crescita statunitense viene tuttavia dall'esaurimento degli effetti della leva fiscale, che andrebbe letto come un naturale sviluppo e non come segnale di una recessione imminente.

Esaurito lo stimolo, un rallentamento degli USA è inevitabile

Molteplici fattori favorevoli sostengono le previsioni globali di segno positivo

Di conseguenza, in uno scenario nel quale convivono una domanda interna stabile nei mercati sviluppati, la fine del ciclo di normalizzazione della Fed e della BCE, un ritrovato slancio della crescita cinese, apparenti progressi nelle trattative commerciali fra Stati Uniti e Cina, il rinvio della Brexit e, infine, l'effetto positivo dell'aumento del prezzo del greggio, prevale una prospettiva di ottimismo per la crescita globale dei prossimi mesi. In aggiunta, alcuni dei rischi di ribasso emersi nel quarto trimestre del 2018 si sono in qualche modo attenuati nelle ultime settimane.

Crescita

Chiare divergenze nelle dinamiche di crescita

Fra le economie emergenti e quelle sviluppate, emergono ora nette divergenze in termini di dinamiche di crescita. Nei paesi sviluppati spiccano inoltre significative differenze fra il settore industriale orientato all'export e quello dei servizi orientato al mercato interno. Complessivamente, le previsioni positive sulla crescita globale trovano conferma e si percepisce un minor rischio di ribasso rispetto a pochi mesi fa.

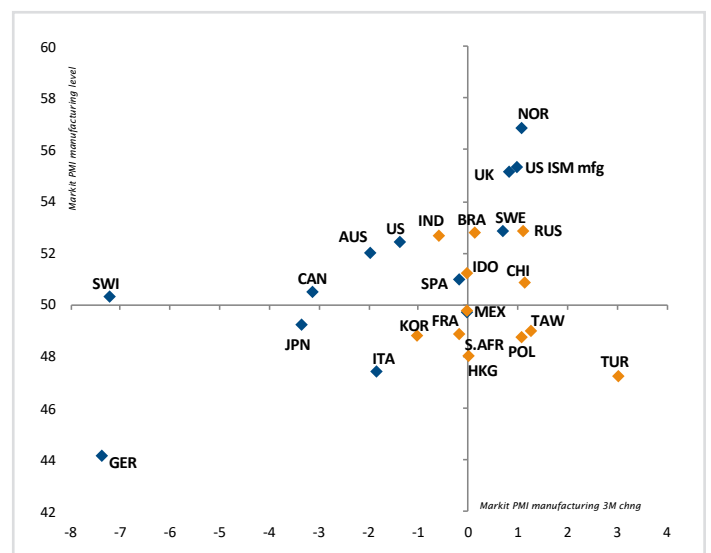
Inflazione

Il petrolio potrebbe instillare volatilità in un contesto di bassa inflazione

L'inflazione resta generalmente contenuta e nei mercati sviluppati sta addirittura rallentando. L'andamento dei prezzi del petrolio potrebbe favorire nei prossimi mesi una certa volatilità degli indici rappresentativi dell'inflazione complessiva.

Le dinamiche di crescita dei ME migliorano grazie alla Cina

Fonti: SYZ Asset Management
Dati al: 11.04.2019



Orientamento di politica monetaria

La politica neutrale dei paesi sviluppati dovrebbe sostenere la crescita globale

Tutte le maggiori banche centrali dei paesi sviluppati adottano ora un approccio generalmente accomodante, senza alcuna prospettiva di normalizzazione nel prossimo futuro. Quest'anno la politica monetaria non dovrebbe frenare la crescita globale.

L'espansione negli Stati Uniti dovrebbe tendere verso un potenziale 2% di "atterraggio morbido"

Esame dell'economia globale

L'economia statunitense continua a registrare un rallentamento del ritmo di crescita, che abbassa e avvicina il suo tasso di espansione al suo potenziale del 2% circa. Nel contesto di debolezza delle dinamiche globali e di rendimenti piatti in USD, tale rallentamento ha fatto paventare il rischio di una recessione più pronunciata. Considerando tuttavia l'esaurimento degli effetti dello stimolo fiscale a sostegno di investimenti e consumi, i recenti sviluppi vanno letti come un naturale "atterraggio morbido" dopo un 2018 sovralimentato. I catalizzatori della domanda interna restano molto vivaci e quest'anno, grazie alla stabilità e alla visibilità che caratterizza oggi i tassi e le condizioni di finanziamento, l'economia USA dovrebbe continuare a espandersi a ritmi del tutto dignitosi, seppur non straordinari.



Dopo diversi mesi di incertezza, le prospettive di crescita globale iniziano finalmente a volgere al bello.

Adrien Pichoud

Previsioni positive su Europa e Giappone dove i servizi compensano la debolezza congiunturale

La componente industriale e ciclica dell'eurozona continua a mostrarsi debole e priva di slancio dopo un pessimo 2018. Tuttavia, i consumi si confermano stabili e finora appena sfiorati da questa debolezza congiunturale. La disoccupazione è ancora in calo, la fiducia dei consumatori e nel settore dei servizi rimane elevata e la domanda interna ha contribuito nel 1° trimestre alla ripresa nella crescita del PIL. In una cornice di aspettative favorevoli sulla crescita globale, malgrado il persistere di incertezze politiche, le previsioni sull'eurozona rimangono positive. Per il 2019 si prevede una crescita del PIL in linea con il suo potenziale o leggermente superiore. Analoga divergenza fra i settori esterni e interni è riscontrabile anche in Giappone, con lo stesso impatto sulle previsioni di crescita. Esistono poche possibilità di un'accelerazione straordinaria, ma anche pochi margini di un deterioramento più ampio e profondo dell'attività economica. Con un'inflazione decisamente sottotono, le banche centrali adottano giustamente una politica attendista e mantengono invariate le condizioni di finanziamento accomodanti.

La ripresa cinese e la politica della Fed sostengono i ME

Economie emergenti

Gli incoraggianti segnali di ripresa visibili in Cina da inizio anno sono stati confermati dai riscontri sull'efficacia degli stimoli monetari e fiscali introdotti nel 2018 sull'attività economica di quest'anno. Questo importante sviluppo elimina una delle maggiori preoccupazioni che adombrava i mercati alla fine dello scorso anno. Apporta inoltre un gradito impulso positivo a buona parte dell'area ME, soprattutto alle economie limitrofe, in un contesto già reso più favorevole dalla fine della normalizzazione monetaria della Fed. Le prospettive di crescita dei ME sono quindi migliorate e, una volta archiviati i prossimi appuntamenti elettorali, molti importanti paesi emergenti dovrebbero beneficiare anche di visibilità e stabilità politica.

Maggiore stabilità attesa dopo importanti appuntamenti elettorali

Alcuni ME non beneficiano delle dinamiche globali positive

Le uniche note stonate in questo quadro complessivamente positivo vengono dalle economie afflitte da incertezze politiche, da vecchie politiche economiche deficitarie e dall'assenza di risposte credibili per affrontare la minaccia di squilibri interni ed esterni. Turchia, Argentina e Venezuela sono esempi perfetti di come problemi specifici possono impedire a un'economia di beneficiare del miglioramento del quadro globale.

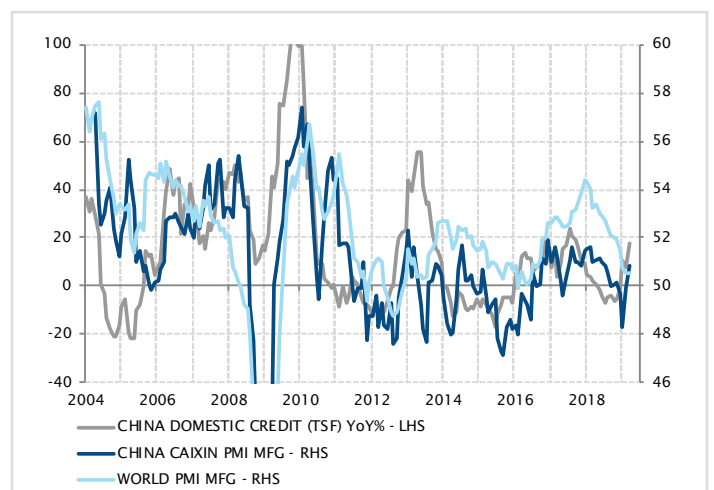


Adrien Pichoud
Economist

Indice PMI manifatturiero della Cina e globale e credito interno cinese

La ripresa cinese guidata dal credito rafforza il previsto miglioramento della crescita globale

Fonti: Factset,
SYZ Asset Management
Dati al: 24.04.2019



▶ ASSET VALUATION & INVESTMENT STRATEGY GROUP REVIEW

Rischio e duration

Nonostante il protrarsi dello scenario "goldilocks", permane una lieve avversione al rischio e alla duration

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

Crediamo che i mercati e i prezzi degli attivi siano ancora sostenuti da politiche monetarie accomodanti. A rafforzare l'attuale scenario "goldilocks" hanno contribuito le dichiarazioni accomodanti di fine marzo della Federal Reserve, i dati occupazionali USA che mostrano la solida creazione di posti di lavoro in assenza di pressioni salariali e, infine, i segnali tangibili di miglioramento degli indicatori economici cinesi. Benché questo quadro non durerà per sempre, al momento la sua fine sembra esser stata rinviata. In ogni caso abbiamo preferito orientare l'allocation verso le azioni cicliche, a scapito di quelle difensive, anziché aumentarne il peso.

È tempo di orientare l'allocation azionaria, non di aumentarla

“Nella fase attuale, non siamo propensi ad aumentare troppo il livello di rischio dei portafogli aumentando le azioni. Abbiamo invece rafforzato il loro livello di ciclicità e ridotto la difesa in termini di ripartizione settoriale e regionale.

Maurice Harari

Un rimbalzo della Cina o i prezzi del petrolio potrebbero far salire i tassi

Sul fronte della duration, manteniamo alcune posizioni obbligazionarie anziché investire sulla duration indiretta attraverso partecipazioni azionarie come, per esempio, nel settore immobiliare o delle utility. Tuttavia le pressioni rialziste sui tassi d'interesse potrebbero concretizzarsi se l'accelerazione della crescita cinese trovasse conferme (portando sulla sua scia le economie europee) e/o i prezzi dell'energia continuassero ad aumentare, poiché l'impatto del prezzo del petrolio potrebbe diventare negativo più avanti nel corso dell'anno.

Mercati azionari

*Preferenza per l'eurozona e i ME, destinati a beneficiare della ripresa della crescita
Declassamento del Regno Unito, per via della Brexit e del carattere difensivo*

L'eurozona e alcuni mercati emergenti sono stati promossi al grado di "lieve propensione" per rafforzare la ciclicità dell'allocation azionaria al fine di beneficiare di un probabile, benché marginale, miglioramento delle dinamiche di crescita. Esprimiamo ora una "lieve propensione" verso tutti i mercati emergenti, poiché riteniamo che il contesto di forte crescita e bassa inflazione negli Stati Uniti potrebbe contagiare questi paesi. In parallelo, abbiamo abbassato il giudizio sul Regno Unito, viste le nuove incertezze sulla Brexit e la possibile convocazione, a medio termine, delle elezioni politiche, oltreché in ragione del profilo difensivo delle azioni britanniche rispetto alle omologhe europee.

Ridimensionamento di utility e immobiliare; preferenza confermata per azioni a dividendo elevato

In termini di settori, abbiamo sottopesato l'immobiliare e le utility. Alla luce dell'attuale contesto economico, riteniamo infatti che questi settori difensivi non beneficino a breve di un'ulteriore riduzione dei tassi d'interesse e che potrebbero risentire di una rotazione verso posizioni più rischiose e verso ciclici e finanziari. Apprezziamo ancora le azioni a dividendo elevato che dovrebbero essere meno esposte al rischio di temporaneo rialzo dei tassi d'interesse oltre a offrire un'alternativa di medio-lungo periodo all'attuale scenario di tassi bassi.

Mercati obbligazionari

Valutazioni interessanti delle obbligazioni in valuta forte sudafricane e indonesiane

Continuiamo a preferire i titoli di Stato con rendimenti reali a quelli nominali e le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta forte a quelle in valuta locale, e confermiamo la nostra "lieve avversione" verso i segmenti del credito investment grade e high yield.

Per ragioni di prezzo, abbiamo ridotto la nostra valutazione sulle obbligazioni nominali del Regno Unito e dell'Australia a "lieve avversione".

Abbiamo promosso le obbligazioni in valuta forte sudafricane e indonesiane a "lieve propensione", poiché entrambe offrono interessanti livelli di valutazione. Le prime hanno evitato la perdita del rating di investment grade da parte di Moody's, mentre l'Indonesia potrebbe beneficiare delle elezioni presidenziali, che confermerebbero e rafforzerebbero la stabilità politica, oltreché di una banca centrale meno aggressiva.

Declassamento delle obbligazioni di Turchia, Russia e Brasile

Abbiamo abbassato il giudizio sulle obbligazioni turche in valuta locale a un livello di "avversione" poiché le previsioni peggiorano, e aumentato quello di Russia e Brasile a "lieve avversione" in considerazione del valore presente nel segmento breve delle rispettive curve.

Forex, investimenti alternativi e liquidità

La Brexit e le elezioni rischiano di penalizzare la sterlina

La sterlina britannica è scesa a una valutazione di "lieve avversione" nella parità con il dollaro USA a causa degli sviluppi meno favorevoli e delle inattese lungaggini della Brexit, oltreché per il rischio crescente di elezioni generali nel breve termine.

Preferiamo ancora lo yen al franco e l'oro a scopo di diversificazione

Con una "lieve propensione", confermiamo il nostro giudizio favorevole sullo yen giapponese nella parità con il franco svizzero che, a margine, ha perso la sua qualifica di bene rifugio sulla scia dell'orientamento accomodante della politica monetaria operata dalla Banca nazionale svizzera. Manteniamo infine una "lieve propensione" per l'oro, date le sue caratteristiche di diversificazione nel contesto attuale di avversione al rischio.



Maurice Harari
Multi-Asset Strategist