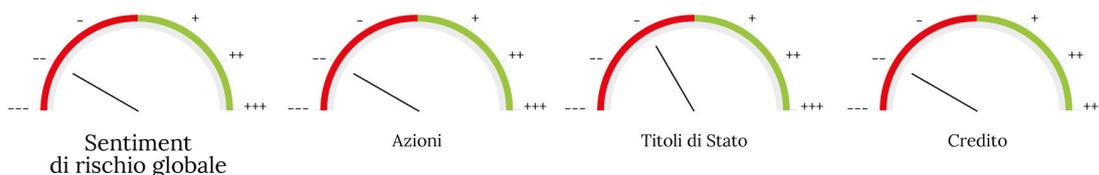




LA NOSTRA OPINIONE MENSILE SULL'ASSET ALLOCATION



➤ KEEP CALM AND "CARRY" ON

Le speranze di un rimbalzo si sono infrante

Non giriamoci intorno: le fonti di delusione e apprensione sono in aumento. Innanzitutto, la dinamica di crescita economica resta fiacca. Benché il nostro scenario da inizio anno avesse ipotizzato una ripresa più lampante entro oggi, i timidi segnali di un avanzamento dell'attività cinese ed europea sono stati spazzati via dalle ultimissime notizie.

L'incertezza sui dazi penalizza le azioni

In secondo luogo, grazie ai tweet di Donald Trump sono ricomparsi i grattacapi legati alla guerra commerciale. Di per sé, i dazi non dovrebbero spingere l'economia in recessione. Tuttavia, le incertezze associate risultano controproducenti, poiché limitano le probabilità di un rapido e netto miglioramento del ciclo economico. Il deterioramento del clima di fiducia ha influito negativamente ed è stato fonte di volatilità per gli attivi caratterizzati da propensione al rischio, in special modo i mercati azionari.

Rally da inizio anno insostenibile mentre gli utili rallentano

I solidi rendimenti da inizio anno sono ascrivibili alla politica monetaria più accomodante negli Stati Uniti, nonché alle aspettative di un'evoluzione positiva della crescita e di un felice epilogo della situazione dei dazi. Tuttavia, è difficile rallegrarsi della sostenibilità di un rally di mercato che poggia sull'espansione delle valutazioni in un contesto di contrazione degli utili. In altre parole, è probabile che i mercati si stiano superando da soli.

Ma le politiche accomodanti sostengono il reddito fisso

Fortunatamente, l'assenza di pressioni inflazionistiche e il dietrofront della Federal Reserve a inizio anno, unitamente all'adozione di politiche monetarie espansive più a lungo termine nei mercati sviluppati, stanno dando un certo supporto e generando liquidità, specialmente nel reddito fisso.

Abbiamo preso profitti sulle azioni, ma conserviamo il carry sul reddito fisso

Di conseguenza, ci è sembrato piuttosto ovvio ridurre il beta e la volatilità, effettuando alcune prese di profitto sul segmento più ciclico dell'allocatione azionaria, specialmente dopo gli ottimi guadagni da inizio anno. Ciononostante, conserviamo parte del carry nell'universo del reddito fisso, in particolare nel debito dei mercati emergenti in valuta forte. Come si suol dire, meglio un uovo oggi che una gallina domani.



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

I nuovi dazi di Trump minacciano la crescita in Cina ed Europa, regioni vulnerabili

Donald Trump lo ha fatto un'altra volta. Aumentando improvvisamente i dazi sulle importazioni di beni cinesi negli USA per 200 miliardi di dollari, il Presidente ha riportato in prima linea le tensioni, proprio quando sembrava essere vicino un accordo tra le due parti, dopo mesi di dialogo "costruttivo". Tralasciando le ipotesi sui motivi all'origine di questo voltafaccia (un passo falso da parte della Cina o forse calcoli di natura elettorale), il ripresentarsi delle tensioni sarà difficilmente propizio per le prospettive di crescita globale a breve termine. L'Europa e la Cina devono ancora assistere a una significativa ripresa della dinamica economica, pertanto restano esposte al mutare del clima di fiducia e all'acuirsi delle incertezze.

All'inizio del 2019 queste due regioni chiave hanno mostrato timidi segni di stabilizzazione, specialmente la Cina, dove lo stimolo fiscale e monetario sembrava imprimere slancio ai prestiti e alle imprese. Tuttavia, i dati recenti non hanno confermato le aspettative di ripresa dell'attività, lasciando entrambe le economie in situazioni di relativa fragilità, con una crescita che appare fiacca e priva di energia. In questo contesto, il riacuirsi delle tensioni commerciali rischia di tradursi in un vento contrario potenzialmente più nocivo, siccome la fiducia di imprese, famiglie e investitori risulta più facilmente intaccata dalla maggiore incertezza.

Normalizzazione in sospenso ma ombre sull'orizzonte macro

Sul fronte delle buone notizie, ad oggi la politica monetaria ha chiaramente assunto una dimensione accomodante. La normalizzazione è fuori questione per tutti i principali istituti centrali, che mantengono un orientamento accomodante nel caso in cui le cose si mettano male. In questo modo si potrebbe evitare che il livello generale del debito diventi un problema qualora la crescita globale rallentasse ulteriormente. Tuttavia, anziché mostrare gli attesi segnali di ripresa, le previsioni macroeconomiche restano plumbee e accusano il riemergere di avversità latenti.

Crescita

Prevale la divergenza sulla crescita dei MS/ME

Prevale la divergenza del momentum ciclico tra i mercati sviluppati e quelli emergenti. Mentre le previsioni sull'espansione globale appaiono favorevoli, supportate da una solida domanda finale nelle maggiori economie sviluppate, l'assenza di un'accelerazione chiara della crescita in Europa e in Cina sta deludendo le aspettative.

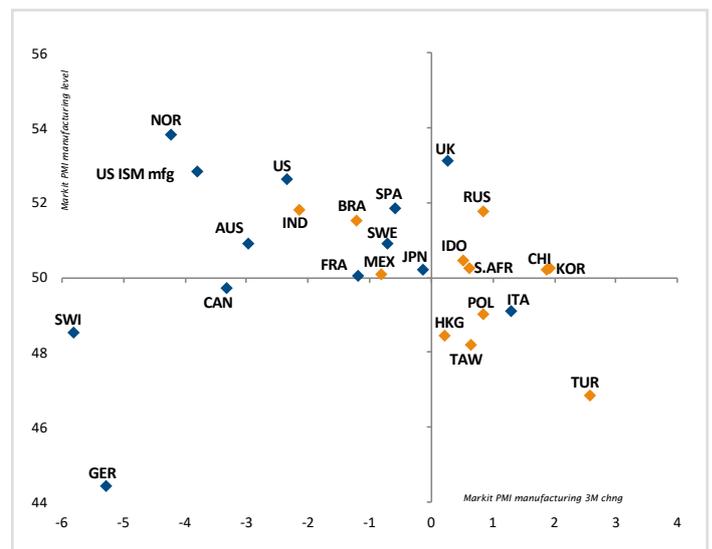
Inflazione

Inflazione fiacca malgrado l'aumento dei prezzi dell'energia

La dinamica dell'inflazione continua ad apparire fiacca in gran parte dell'economia globale, dando prova di una ripresa appena modesta malgrado l'aumento dei prezzi dell'energia.

Rallentamento delle dinamiche nelle economie sviluppate, ma miglioramento nella maggior parte di quelle emergenti

Fonti: Factset, SYZ Asset Management
Dati al: 22.05.2019



Orientamento di politica monetaria

Le politiche accomodanti sostengono la domanda nei MS

L'inerzia dell'inflazione consente alle banche centrali di mantenere politiche monetarie accomodanti nei paesi sviluppati, andando a sostenere la domanda interna e le previsioni di crescita. Per contro, è possibile ravvisare un orientamento più restrittivo nei paesi emergenti.

La crescita dell'occupazione e del reddito alimentano il vigore degli USA

La Fed sembra orientata a un supporto monetario prolungato

Esame dell'economia globale

La dinamica di crescita nelle economie avanzate appare sottotono ormai da diversi mesi e non accenna a mutare. In questo scenario, l'economia statunitense continua a distinguersi, grazie a una domanda interna stabile e sostenuta, anche se il contesto della crescita globale continua a comprimere questa dinamica. Il vigore del mercato del lavoro e l'evoluzione contenuta ma positiva del reddito reale delle persone fisiche continuano ad alimentare l'avanzare del PIL. I ripetuti segnali secondo cui la Federal Reserve sarebbe ormai propensa ad assistere a un'accelerazione dell'inflazione anche oltre il suo target del 2% su base continuativa prima di prendere in considerazione un ulteriore inasprimento garantiscono implicitamente che la politica monetaria resterà espansiva a lungo.



Anziché mostrare gli attesi segnali di ripresa, le previsioni macro restano plumbee e accusano il riemergere di avversità latenti.

Adrien Pichoud

Eurozona fragile - Qualunque avversità rischia di mandare in fumo la crescita

L'incertezza politica è deleteria, ma il Regno Unito sorprende in positivo

In Giappone l'aumento delle tasse si somma alla crescita fiacca

La situazione economica nell'eurozona può essere vista come un bicchiere mezzo pieno, in cui la dinamica di crescita è tenuta a galla dalla domanda interna e dall'attività nel settore dei servizi (come evidenziato dalla ripresa dell'espansione del PIL nel 1° trimestre) e in cui il momentum ciclico ha smesso di peggiorare, grazie alla stabilizzazione degli indici del comparto manifatturiero intorno ai minimi di marzo. Per contro, non essendovi stata alcuna ripresa visibile del momentum ciclico, contrariamente alle aspettative, il quadro può essere visto anche come un bicchiere mezzo vuoto. Questa relativa frustrazione lascia l'eurozona in una situazione di fragilità, in cui anche la più piccola avversità rischia di mandare in fumo l'attuale crescita modesta, persino una variazione del clima di fiducia. Tutto considerato, con la ricomparsa delle tensioni commerciali e delle incertezze politiche, specialmente intorno alle elezioni europee e alla Brexit, probabilmente il bicchiere è più mezzo vuoto che mezzo pieno in Europa continentale. Curiosamente, l'economia britannica si sta comportando relativamente bene in termini di dinamica di crescita, con una fase positiva alimentata non solo dall'accumulo di scorte a titolo precauzionale, ma anche dalla solidità della domanda interna finale. Resta il fatto che l'infinita incertezza intorno alla Brexit continua a rendere alquanto vaghe le previsioni a medio termine.

Analogamente all'eurozona, il Giappone e l'Australia non cessano di esibire una crescita fiacca a causa della debolezza del commercio globale, benché per ora la domanda interna stia tenendo bene. In questo contesto, la prospettiva di un incremento dell'IVA in Giappone più avanti nell'anno è fonte di apprensione, poiché rischia di spingere l'economia verso una recessione.

Economie emergenti

I dati cinesi non confermano la crescita

Occorrono riforme per sostenere l'espansione in Brasile

Insieme al Vecchio Continente, l'anno scorso la Cina è stata la principale fonte di debolezza sul fronte dell'espansione globale; proprio come nel caso dell'Europa, era prevista una ripresa nel 2019, quando si ipotizzava che l'impatto del notevole allentamento della politica fiscale e monetaria sarebbe arrivato a produrre effetti sull'economia. All'inizio dell'anno sono stati osservati segnali incoraggianti, che però finora non sono stati corroborati da un'accelerazione più diffusa dei dati macroeconomici. Con riferimento all'Europa, il fatto che l'economia abbia smesso di decelerare è rassicurante, ma l'assenza di un momentum positivo lascia l'area esposta ai venti contrari, specialmente il riaccursi delle tensioni commerciali e l'ampliamento dei dazi statunitensi.

Dopo una ripresa dell'attività trainata dal clima di fiducia nel secondo semestre dello scorso anno, più di recente l'economia brasiliana ha perso slancio. Permane il rischio di esecuzione intorno alle maggiori riforme politiche (specialmente in materia di pensioni) e probabilmente occorrono risultati concreti per trasformare la dinamica di espansione alimentata dal sentiment in un qualcosa di più sostenibile e trainato dai fondamentali.

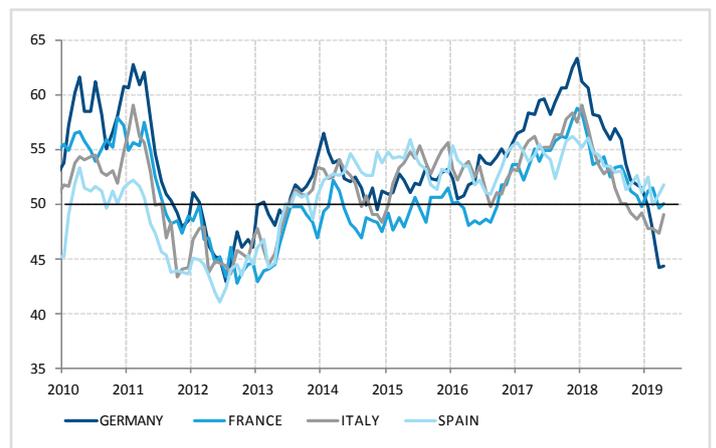


Adrien Pichoud
Economist

PMI manifatturiero nelle prime quattro economie dell'eurozona

L'attività ha smesso di peggiorare in Europa... ma manca una ripresa convincente

Fonti: Factset,
SYZ Asset Management
Dati al: 22.05.2019



ASSET VALUATION & INVESTMENT STRATEGY GROUP REVIEW

Rischio e duration

Nel mese in rassegna, abbiamo ridotto il grado di propensione al rischio a "avversione" e mantenuto la duration su "lieve avversione" nell'ambito della nostra asset allocation.

Queste modifiche sottolineano le nostre apprensioni per il protrarsi di una crescita stagnante (tuttora senza alcun segno di una ripresa dell'attività) e l'impatto potenzialmente negativo della guerra commerciale sul clima di fiducia. Infatti, le tensioni tra Stati Uniti e Cina potrebbero minare anche il contesto economico globale, soprattutto in ragione dell'attuale apatia delle dinamiche, se le incertezze e le ritorsioni venissero estese ad altri beni, servizi o regioni geografiche, come l'Europa o il Giappone.

“Benché la propensione al rischio sulle azioni sia stata ridotta di un grado ("avversione"), manteniamo una certa esposizione agli attivi più rischiosi del reddito fisso, sostenuti da regimi di politica monetaria accomodante in gran parte delle maggiori economie avanzate.

Maurice Harari

Tenuto conto di queste valutazioni elevate, dell'inerzia della crescita nominale e delle politiche monetarie più accomodanti rispetto a sei mesi fa, è possibile che venga preferito il "carry", specialmente le obbligazioni dei mercati emergenti in valuta forte e il debito subordinato europeo, alla maggiore volatilità dei mercati azionari.

Di conseguenza, il ridimensionamento del rischio è stato operato solo sulle azioni, rivedendo la predilezione per alcuna aree geografiche più esposte a una crescita globale deludente e ai rischi di una guerra commerciale, ad esempio Cina, Corea del Sud, eurozona e Giappone.

Pur ritenendola poco interessante in termini di valore, abbiamo conservato una certa duration in ragione dell'assenza di un impulso di crescita o di pressioni inflazionistiche, che hanno portato a un allentamento delle politiche monetarie. I timori relativi alla guerra commerciale ostacolano anch'essi la duration, poiché corroborano questo quadro favorevole.

Per contro, nel secondo semestre potrebbero presentarsi potenziali rischi di rialzo dei tassi d'interesse, se la crescita cinese riuscisse ad accelerare e l'attività statunitense a riprendersi, trascinando anche le economie europee. Se i prezzi dell'energia continuano a salire, l'impatto delle quotazioni petrolifere potrebbe diventare anch'esso alquanto deleterio più avanti nell'anno.

Mercati azionari

L'eurozona, la Cina, la Corea del Sud e il Giappone sono stati tutti declassati a un livello di "lieve avversione", poiché nei prossimi mesi potrebbero essere i primi a risentire (direttamente o tramite effetti collaterali) dei rischi di una crescita deludente e di una guerra commerciale prolungata. Inoltre, le valutazioni dei mercati azionari del Giappone e dell'eurozona sono diventate più onerose.

In ragione della riduzione del rischio azionario, preferiamo non esprimere un forte orientamento settoriale, né una predilezione per titoli difensivi o ciclici, poiché nessun segmento particolare sembra distinguersi per valutazioni o dinamismo degli utili.

Continuiamo comunque ad apprezzare 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 concreta all'attuale scenario di tassi bassi.

Mercati obbligazionari

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 (per le quali l'attuale contesto appare più favorevole e le valutazioni più interessanti) rispetto a quelle in valuta locale. Resta invece valida la nostra avversione per il credito investment grade e high yield.

Abbiamo abbassato il giudizio sulle obbligazioni turche in valuta estera a un livello di "lieve avversione", poiché le previsioni peggiorano, e aumentato quello sulle obbligazioni polacche in valuta locale a "lieve avversione" in considerazione della crescita alquanto solida, della bassa inflazione e di una politica monetaria moderatamente accomodante.

Forex, investimenti alternativi e liquidità

Preferiamo il dollaro statunitense all'euro, malgrado le valutazioni più elevate del biglietto verde, poiché offre prospettive di crescita più rosee e un differenziale di rendimento positivo.

Per quanto riguarda lo yen giapponese, il cui giudizio è di "lieve preferenza", 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
Multi-Asset Strategist

Abbassamento del rischio azionario per via dei timori sulla crescita e sulla guerra commerciale

L'estensione dei dazi rischia di minare l'economia globale

Carry interessante nel debito dei ME e subordinato europeo

Avversità per la duration, con rischi di rialzo in caso di ripresa dell'attività e dell'energia

Declassamento per Cina, Corea del Sud, eurozona e Giappone, più a rischio

Nessuna preferenza settoriale, ma predilezione per le azioni a dividendo elevato

Obbligazioni reali e dei ME in valuta forte molto interessanti

Previsioni scarse per la Turchia e promettenti per la Polonia

Prospettive di rendimento e crescita più rosee per il dollaro rispetto all'euro

Lo yen giapponese diversifica meglio del franco svizzero