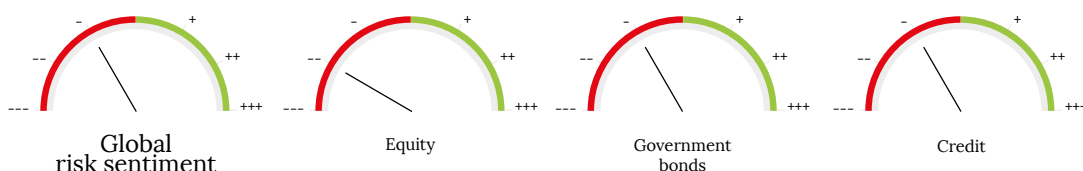


LA NOSTRA OPINIONE MENSILE SULL'ASSET ALLOCATION



➤ TROPPO RAPIDO, TROPPO IMPETUOSO

Le dichiarazioni favorevoli a un allentamento monetario stimolano la caccia al rendimento

I mercati finanziari sono stati stimolati dalle dichiarazioni della Federal Reserve e della BCE che hanno chiaramente indicato come quasi certa una politica monetaria più accomodante nel secondo semestre. Il mix di bassa inflazione e crescita economica positiva rappresenta un potente incentivo ad accrescere il rischio nel portafoglio degli investitori, cercando rendimenti positivi, in quanto una quota crescente dell'universo del reddito fisso offre attualmente rendimenti negativi, e continuando a scegliere le azioni come metodo preferito per generare performance.

Va riconosciuto che la combinazione di tassi di interesse più bassi e dati economici rassicuranti, soprattutto negli Stati Uniti, è un chiaro segnale positivo per azioni, credito e attivi dei ME. Tuttavia, nelle ultime settimane la corsa dei prezzi è stata davvero rapida e impetuosa, soprattutto per il reddito fisso.

La rapida corsa dei prezzi lascia pochi margini di sicurezza

Di conseguenza, è rimasto soltanto un esile margine di sicurezza per gli eventuali sviluppi imprevisti, come se un ciclo sostenuto di tagli ai tassi della Fed fosse garantito al 100%, al pari dei tagli della BCE e di una ripresa degli acquisti di titoli. Come se la tregua commerciale fra Donald Trump e il presidente cinese Xi in occasione del G20 dovesse durare e condurre fino a una soluzione della questione. Come se l'intervento delle banche centrali evitasse una recessione. E come se si potesse escludere una ripresa della crescita economica e dell'inflazione, capace di mitigare i toni accomodanti della Fed e della BCE.

Le scarse possibilità di un rialzo sconsigliano di gettarsi a capofitto nel rischio

Nessuno di questi sviluppi è a nostro avviso scontato. Ci troviamo pertanto nella situazione di non voler osteggiare l'ondata di liquidità in arrivo promessa dalle banche centrali ma, al tempo stesso, non vogliamo trovarci in prima linea quando arriverà il momento. Le valutazioni sembrano tutte abbastanza elevate e le possibilità di un ulteriore apprezzamento appaiono scarse nell'attuale contesto macroeconomico.

Mantenere l'allocazione del rischio e incamerare gli utili dal credito

Abbiamo pertanto operato alcune prese di beneficio sulla nostra esposizione creditizia accumulata lo scorso mese. Dall'altro lato, siamo coscienti che i rendimenti negativi o calanti degli investimenti "sicuri" offrono di fatto un notevole supporto agli attivi rischiosi e non sono da escludere sviluppi economici positivi. Di conseguenza, manteniamo le allocazioni esistenti su azioni e ME, unitamente a una duration di alta qualità e a posizioni sull'oro e sullo yen, allo scopo di bilanciare i potenziali rischi negativi del contesto macroeconomico.

Posizione "cautamente neutrale" in attesa di cogliere gli orientamenti futuri

Finché non capiremo se la politica monetaria espansiva riuscirà a dare impulso all'economia o, viceversa, giungerà troppo tardi per invertire il trend macroeconomico ribassista, il modo migliore di orientarsi sui mercati resta quello di mantenere una posizione "cautamente neutrale" in termini di asset allocation e di ripartizione settoriale.

Autori

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



Fabrizio Quirighetti
Macroeconomic Strategist

» SINTESI DEL PANORAMA ECONOMICO ED ESAME DELL'ECONOMIA GLOBALE

*Le banche centrali orientano
il quadro macroeconomico*

Lo scenario di crescita e inflazione globale non è cambiato drasticamente rispetto al mese scorso. Pertanto, la risposta e le previsioni delle banche centrali, specialmente della Fed e della BCE, resteranno in prima linea nella valutazione macroeconomica. È interessante notare le molte similitudini nelle dichiarazioni rilasciate dalle due principali banche centrali, nonostante il quadro e le tendenze economiche delle aree di riferimento siano diverse.

*Possibilità di un ulteriore
allentamento per la BCE e la Fed*

Sul versante europeo, la BCE ha confermato quanto affermato a giugno da Mario Draghi, a Sintra, ossia che la banca centrale è pronta a fare ricorso a tutti gli strumenti a disposizione: tagli dei tassi, ripresa degli acquisti di titoli, aliquote negative progressive dei tassi d'interesse per le banche. Negli Stati Uniti, la Fed ha ridotto il tasso sui Fed Funds di 25 pb, come ampiamente previsto, e pur evitando attentamente un impegno ufficiale, ha lasciato la porta aperta a ulteriori diminuzioni dei tassi in funzione degli sviluppi economici.

*Ma alla debolezza
dell'Eurozona si contrappone
la tenuta degli Stati Uniti*

Entrambe le banche centrali hanno citato il prevalere del rischio di ribasso rispetto alle prospettive delle rispettive economie, ma attualmente la situazione sulle due sponde dell'Atlantico è alquanto difforme. La crescita è quasi assente nell'Eurozona, che si regge esclusivamente sulla tenuta dei consumi delle famiglie mentre il settore manifatturiero è in contrazione. È un contesto sufficiente a giustificare una politica monetaria più accomodante da parte della BCE, a meno che non si verifichi un miglioramento inatteso nei prossimi mesi.

Per contro, al momento l'economia statunitense si sta difendendo abbastanza bene, pur mancando di uno slancio ciclico. Il primo taglio dei tassi va quindi inteso più come un "allentamento di garanzia" nel quadro di pressioni inflazionistiche attenuate. Potrebbe essere esteso ulteriormente se gli sviluppi globali frenassero la fiducia delle imprese e delle famiglie.

L'allentamento si allarga ai ME

È opportuno sottolineare che l'approccio accomodante della Fed e della BCE viene imitato dalle banche centrali dei mercati emergenti, favorendo così una politica monetaria espansiva internazionale ad ampio raggio.

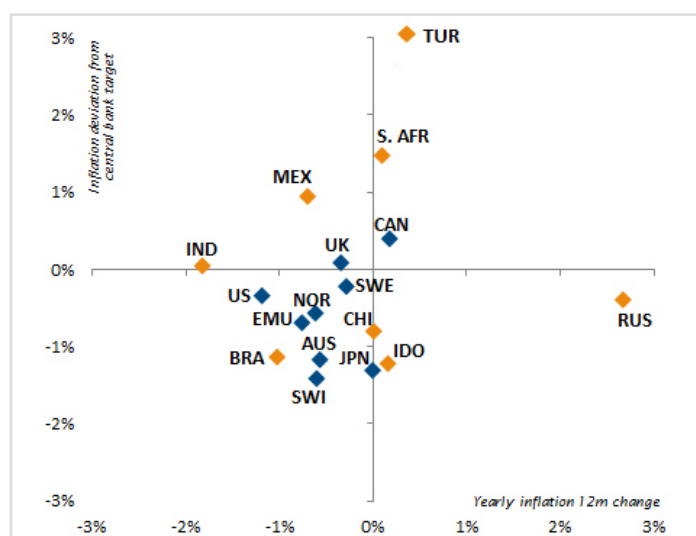
Crescita

*La domanda interna sostiene
la crescita dei mercati
sviluppati*

La crescita globale continua a rallentare a causa delle dinamiche cicliche negative. Tuttavia, la tenuta della domanda interna permette alle economie sviluppate di mantenere una crescita positiva. A Taiwan la congiuntura economica registra un pesante deterioramento, che potrebbe essere la spia di un ulteriore rallentamento in Cina.

La crescita globale continua a
rallentare, diventando debole

Fonte: SYZ AM, Factset
Dati al 02.08.2019



Inflazione

*Nessun segno di ripresa
dell'inflazione core*

Lo scenario inflazionistico si conferma generalmente debole, con segnali di possibile risalita dai bassi livelli del primo semestre a causa degli effetti base e di fattori stagionali. Non si registra ancora alcun segnale di ripresa delle pressioni inflazionistiche sottostanti.

Orientamento di politica monetaria

La Fed e la BCE hanno segnalato con chiarezza un imminente allentamento della politica monetaria, con ogni probabilità a partire dal terzo trimestre. Le banche centrali dei ME stanno cogliendo l'opportunità offerta dallo scenario di bassa inflazione e dai toni concilianti della Fed per tagliare i tassi d'interesse.

Economie avanzate

*L'industria USA frena ma
i consumi delle famiglie
reggono*

Il quadro economico statunitense non è cambiato molto nelle scorse settimane. L'attività industriale continua gradualmente a rallentare poiché l'esaurimento dello stimolo fiscale del 2018 e l'impatto delle incertezze legate al commercio sulla fiducia delle imprese frenano la spesa per investimenti.

*Allentamento preventivo in
un quadro di bassa inflazione*

D'altro canto, un mercato del lavoro in salute e la timida risalita dei prezzi delle abitazioni sostengono i robusti consumi delle famiglie, mantenendo l'economia statunitense su un percorso di crescita pari, o leggermente superiore, al suo tasso potenziale del 2%. In questa cornice, i livelli stabilmente bassi dell'inflazione offrono margini alla Fed per un allentamento preventivo delle condizioni di credito, nel tentativo di impedire un'ulteriore frenata dell'economia.

*Timori di contagio per la
contrazione dell'attività
industriale in Europa*

In Europa, soprattutto in Germania, l'attività sembra stabilizzarsi a livelli bassi. Il settore industriale è in contrazione in tutte le principali economie dell'Eurozona, mentre i consumi delle famiglie crescono, sostenuti da un calo dei tassi di disoccupazione. Tuttavia, non emergono ancora segnali della ripresa lungamente attesa delle attività. Il rischio è che la debolezza del segmento industriale intacchi gli altri settori del mercato interno e la fiducia dei consumatori. Il contesto di inflazione disperatamente bassa è sufficiente affinché la BCE prenda concretamente in considerazione un ulteriore allentamento della politica monetaria entro la fine dell'anno.

*Rischio concreto di Brexit
senza accordo*

Nel Regno Unito, la spada di Damocle della Brexit continua ad adombrare le previsioni e il rischio di un'uscita senza accordo a fine ottobre è sensibilmente aumentato in quanto il nuovo premier, Boris Johnson, non nasconde di ritenere praticabile questa opzione.

*La Svizzera risente della
debolezza europea*

In Svizzera, la frenata dell'industria europea e il rafforzamento del franco si ripercuotono sul settore manifatturiero, che registra un forte rallentamento dall'inizio dell'anno.

Giappone e Australia continuano a mostrare una crescita positiva del PIL grazie alla domanda interna, ma restano vulnerabili a qualsiasi tensione commerciale e al rallentamento dell'economia cinese.

Economie emergenti

*Taiwan preannuncia le
difficoltà in Cina*

L'attività economica cinese sembra essersi in parte stabilizzata nelle ultime settimane, a livelli leggermente sottotono. Su base annua, il PIL è cresciuto del 6,2% nel T2, a causa delle incertezze legate al commercio che pesano sull'attività delle imprese e sui consumi delle famiglie. La contrazione dell'attività a Taiwan è un segnale preoccupante delle forti probabilità di un'ulteriore frenata cinese, come emerge anche dalle deboli dinamiche economiche in Corea del Sud.

*Il Messico rallenta mentre il
Brasile registra un recupero*

In America Latina, l'economia messicana continua a rallentare sotto l'effetto combinato delle incertezze politiche e fiscali, dopo le dimissioni del ministro delle finanze, e della minaccia di dazi statunitensi che oscurano ancora le previsioni. Per contro, l'attività sembra migliorare in Brasile, dove prende forma la lungamente attesa riforma pensionistica e la banca centrale si appresta ad allentare la sua politica monetaria.

*Turbolenze in vista per la
Turchia*

L'economia turca risulta in via di stabilizzazione. Il cambio al vertice della banca centrale implica nei prossimi mesi un probabile allentamento della politica monetaria, che dovrebbe alimentare la volatilità della divisa e riaccendere le pressioni inflazionistiche.

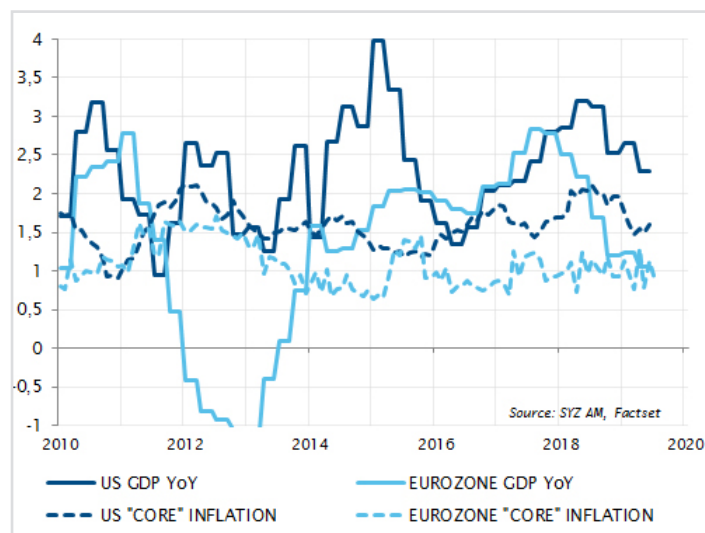


Adrien Pichoud
Economist

Crescita del PIL e inflazione negli Stati Uniti e nell'Eurozona

L'inflazione è bassa su entrambe le sponde dell'Atlantico, ma la crescita è ancora robusta negli Stati Uniti. Tuttavia, sia la Fed che la BCE allenteranno la politica monetaria.

Fonte: SYZ AM, Factset
Dati al 02.08.2019



➤ ASSET VALUATION & INVESTMENT STRATEGY GROUP REVIEW

Rischio e duration

La crescita rimane positiva nonostante l'addensarsi di nubi

Abbiamo mantenuto una posizione di "lieve avversione" al rischio dopo l'aggiornamento del mese scorso. Dopo le solide performance di quasi tutti gli attivi rischiosi (azioni, credito e debito dei mercati emergenti) degli ultimi mesi, è venuta meno ogni ulteriore spinta ad aumentare il livello del rischio. Inoltre, il deterioramento delle valutazioni degli attivi ha sollevato il tema di un'eventuale riduzione tattica della posizione di rischio.

Tuttavia, il contesto economico e la nostra previsione non hanno offerto motivi sufficienti per giustificare uno spostamento verso una posizione di "avversione". La crescita globale continua a rallentare a causa delle dinamiche congiunturali negative, mentre la domanda interna resta invariata e permette a quasi tutte le economie sviluppate di avanzare.

Opportunità di ridurre le posizioni e incamerare utili

Abbiamo invece deciso di operare alcune prese di beneficio e ridurre l'esposizione ad alcuni segmenti del portafoglio che hanno maggiormente beneficiato del sostegno della Federal Reserve e della Banca centrale europea, intervenendo sulle allocazioni creditizie e del debito dei mercati emergenti. Tuttavia, gli utili incamerati non hanno modificato in modo sostanziale l'equilibrio complessivo del portafoglio.

Più basso per più tempo

Anche la "lieve avversione" alla duration è confermata. Permane il rischio di aumento dei tassi d'interesse nello scenario di sorprese positive sul fronte macroeconomico. Siamo però convinti che tale rischio rimanga basso alla luce dei fattori strutturali negativi riguardanti le dinamiche inflazionistiche, di un regime di tassi d'interesse "bassi per un periodo più lungo" e dei potenziali rischi di ribasso per la crescita globale.



È stata confermata una "lieve avversione" al rischio, ma stiamo operando prese di beneficio su alcuni segmenti più rischiosi nell'universo del reddito fisso (nel credito in particolare) che ha continuato ad apprezzarsi, raggiungendo prezzi sempre più elevati.

Maurice Harari

Mercati azionari

Il rischio di una Brexit senza accordo perseguita i mercati

Nei mercati azionari di Europa, Cina e Giappone adottiamo una posizione di "lieve avversione", mentre l'esposizione generale agli Stati Uniti e ai mercati emergenti si colloca un grado sopra la posizione di "lieve propensione".

La valuta potrebbe aiutare gli esportatori

Nel mercato azionario del Regno Unito, di fronte al riemergere del rischio di una Brexit senza accordo esprimiamo una chiara preferenza per gli esportatori multinazionali quotati sul listino britannico, poiché sarebbero meno vulnerabili agli sviluppi interni e potrebbero beneficiare di una sterlina più debole rispetto alle imprese nazionali esposte al possibile scenario di una Brexit dura e/o al protrarsi dell'incertezza politica.

Inoltre, preferiamo ancora non esprimere un orientamento settoriale eccessivamente forte né per i titoli difensivi né per quelli ciclici, poiché nessun particolare settore sembra distinguersi per valutazioni o dinamismo degli utili.

I dividendi elevati attraggono in uno scenario di tassi bassi

Tuttavia, continuiamo 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 a uno scenario di tassi bassi.

Mercati obbligazionari

Il valore relativo si trova nei titoli di Stato in euro

Confermiamo una posizione di "lieve avversione" verso i titoli di Stato nominali. Il rischio per l'attività economica in generale è ancora orientato al ribasso.

Come per la Germania, anche il giudizio sulla Francia è stato abbassato a una posizione di "avversione" dopo il rally del mese scorso, in ragione delle valutazioni molto elevate e dei livelli negativi di rendimento assoluto. Per l'Italia confermiamo la "lieve propensione", in quanto esiste ancora un buon valore relativo nel segmento dei titoli sovrani in EUR.

Confermiamo una "lieve propensione" per titoli di Stato indicizzati (soprattutto statunitensi e italiani) e obbligazioni dei mercati emergenti in valuta forte.

*Valutazioni dei segmenti
investment grade e high yield
scontate dal mercato*

I giudizi sul credito investment grade e high yield (con preferenza per l'Europa rispetto agli Stati Uniti) sono stati abbassati, rispettivamente, a posizioni di "lieve avversione" e "avversione". Si tratta di una scelta tattica che riflette la nostra volontà di incamerare utili dopo il recente rally, alla luce delle tante notizie positive ora scontate nelle valutazioni.

Nei mercati emergenti, la Turchia (obbligazioni in valuta forte) è stata ulteriormente declassata a una posizione di "avversione" in considerazione del rischio crescente di un errore di politica monetaria e della potenziale minaccia di sanzioni statunitensi.

*La Fed accomodante aiuta le
obbligazioni dei ME in valuta
locale*

D'altra parte, le obbligazioni in valuta locale di Brasile, Russia e Indonesia sono state tutte promosse a "lieve propensione" e rappresentano ora le nostre posizioni principali. L'attuale contesto di rallentamento della crescita globale e le deboli pressioni inflazionistiche abbinate ai toni accomodanti della Fed aiutano le banche centrali dei mercati emergenti, consentendo loro di ridurre i tassi d'interesse (la Russia vi ha già provveduto due volte, l'Indonesia solo una e la prossima potrebbe essere il Brasile). Inoltre, troviamo particolarmente appetibile la duration in Indonesia e Brasile (curva dei rendimenti ripida), mentre il rublo russo attrae per motivi di valutazione.

*Il biglietto verde offre un
differenziale di rendimento
positivo rispetto all'euro*

Forex, investimenti alternativi e liquidità

La sterlina britannica è stata declassata di un grado a una posizione di "avversione" in quanto, con la nomina di Boris Johnson alla carica di primo ministro, sono aumentate le probabilità di uno scenario di Brexit dura.

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

*Lo yen offre un rifugio più
sicuro*

Prediligiamo lo yen giapponese, che raccoglie una "lieve propensione", al franco svizzero che cede il suo appeal di bene rifugio per l'orientamento di politica monetaria accomodante assunto dalla Banca Nazionale Svizzera.

Manteniamo infine una "lieve propensione" per l'oro, date le sue caratteristiche di diversificazione in un contesto di avversione al rischio.



Maurice Harari

Senior Portfolio Manager