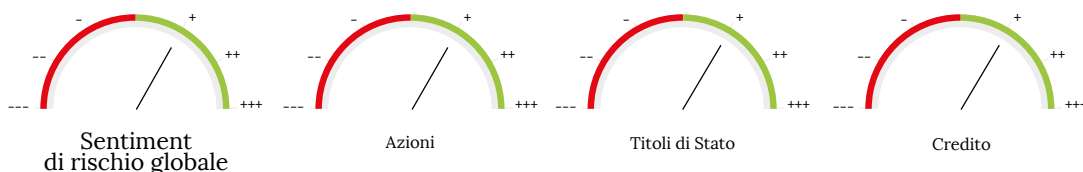


LA NOSTRA OPINIONE MENSILE SULL'ASSET ALLOCATION



▶ PER IL MOMENTO CIÒ CHE SAPPIAMO COMPENSA CIÒ CHE NON SAPPIAMO

Non vi era modo di prevedere il COVID-19 tra i rischi per il 2020. Ora però occorre comprenderne l'impatto.

Quanto è grave e quanto durerà questa situazione? Quale impatto economico avrà? Solo il tempo potrà dirlo, ma per il momento non lo sappiamo.

Ciò che sappiamo è che l'economia stava andando bene prima dell'epidemia, che la Cina sta predisponendo iniezioni di liquidità, che gli istituti centrali mantengono un orientamento accomodante e che i consumi restano stabili. Tutti questi sono fattori capaci di mitigare l'impatto economico del virus.

La partenza caotica delle Primarie del Partito democratico depone a favore della rielezione di Trump, ragion per cui restiamo ottimisti sul rischio e rafforziamo l'allocazione alle azioni statunitensi. Siamo fiduciosi per quanto riguarda le obbligazioni e la duration a titolo di copertura.

Diciamocelo: tra i potenziali rischi per il 2020, non possiamo certo fingere di avere anticipato la diffusione di un nuovo virus trasmesso dai pipistrelli che avrebbe messo in ginocchio l'area economica più dinamica del mondo per settimane... Eppure eccoci qua e, al di là dello sconforto per il bilancio umano e le drammatiche conseguenze sulle vite di milioni di persone, non ci resta che tentare di stimare l'impatto di questa epidemia sull'economia globale e sui mercati finanziari.

Questo sviluppo inatteso desta una serie di interrogativi senza risposta: quanto ci vorrà per arginare la diffusione del virus in Cina, in Asia e nel resto del mondo? Per quanto tempo le misure precauzionali intralceranno l'attività economica? Quali saranno l'entità e la durata dell'impatto sull'attività economica, ad esempio in termini di consumi, investimenti e risultati societari? Le risposte a tali domande spaziano da "conseguenze relativamente rapide e benigne" fino a "effetti a lungo termine e significativi" e al momento riteniamo che sia impossibile avere qualunque certezza.

Vi sono comunque alcuni elementi noti, sui quali possiamo basarci per formulare un giudizio. Innanzitutto, prima della diffusione del virus l'economia globale era ancora in miglioramento, sulla scia del trend incoraggiante del quarto trimestre dello scorso anno. Vi era pertanto un momentum economico positivo allo scoppiare della crisi epidemica. In secondo luogo, la Cina utilizzerà tutti gli strumenti economici possibili per attenuare il colpo sulla propria economia. In misura minore, è ipotizzabile che nel 2020 tutte le banche centrali dei paesi sviluppati ed emergenti mantengano o addirittura rafforzino l'orientamento generalmente accomodante. Infine, i consumi delle famiglie, ovvero il primo motore di crescita del PIL nelle economie sviluppate, restano sostenuti dal calo della disoccupazione, già su livelli bassi, dall'aumento dei prezzi degli attivi e dal basso costo del credito. La combinazione di questi fattori positivi è destinata a contenere o mitigare l'impatto della diffusione del virus sull'attività economica globale.

A questo si aggiunge una partenza confusa per le Primarie del Partito democratico statunitense, il che ha ridotto il rischio di vedere eletto un presidente "avverso al mercato". Abbiamo quindi un contesto in cui le informazioni note e favorevoli controbilanciano i potenziali rischi di ribasso ignoti, almeno per quanto ne sappiamo. Pertanto, in questa fase manteniamo le nostre visioni favorevoli sugli attivi rischiosi, restiamo esposti alle azioni cinesi e rafforziamo l'allocazione a quelle statunitensi in ragione del vigore dell'economia a stelle e strisce nonché dell'implicito supporto della Fed. Manteniamo altresì il giudizio positivo sulle obbligazioni e la duration, che continuano a offrire valore in un mondo di tassi sulla liquidità molto bassi se non addirittura negativi, oltre ad aumentare la diversificazione nei portafogli in vista di un ulteriore deterioramento della situazione globale.

Autori

Adrien Pichoud
Head of Total Return
Chief Economist



Adrien Pichoud
Head of Total Return
Chief Economist

Maurice Harari
Senior Portfolio Manager



▶ SINTESI DEL PANORAMA ECONOMICO E ANALISI DELL'ECONOMIA GLOBALE

Economie avanzate

Il dilagare del coronavirus porta con sé rischi e incertezze.

Il dilagare del coronavirus porta con sé rischi e incertezze. Prima dell'epidemia l'economia statunitense era in ripresa e continua tuttora a creare posti di lavoro in un clima di fiducia elevata dei consumatori. La politica monetaria dovrebbe favorire la crescita nell'anno delle elezioni, a meno che il virus non comprometta le catene di approvvigionamento troppo a lungo.

L'eurozona è più vulnerabile in ragione della dipendenza dalla domanda cinese, ragion per cui il virus ha un impatto significativo. L'economia inglese si trova in una fase di ripresa post-Brexit. Il franco svizzero è destinato a rimanere forte.

Giappone e Australia risentiranno probabilmente di un impatto temporaneo per effetto del virus.

È chiaro: l'epidemia di coronavirus solleva incertezze sulle prospettive per la crescita globale e apre la strada a rischi di ribasso per la dinamica incoraggiante osservata dallo scorso autunno.

Aspettando di poter disporre di elementi e dati concreti sulla portata dell'impatto, osserviamo che l'economia statunitense stava seguendo una traiettoria di espansione leggermente al di sopra del potenziale, sostenuta da solidi consumi e da una forte domanda interna, nonché dalla ripresa degli indicatori dell'attività industriale. L'indice ISM manifatturiero, il seguitissimo barometro dell'attività industriale, è rimbalzato da un minimo quadriennale a gennaio, segnalando una ripresa dell'espansione nel settore dopo 5 mesi di contrazione. L'economia continua a creare posti di lavoro (225.000 a gennaio) e la fiducia dei consumatori è prossima ai massimi ciclici. Poiché è facile che la Fed mantenga un approccio cauto/accomodante in ragione dell'inflazione contenuta e dei rischi di ribasso legati al coronavirus, la politica monetaria dovrebbe favorire l'espansione economica in quest'annata di elezioni, a patto che il dilagare del virus non comprometta le catene di approvvigionamento, i viaggi e l'attività troppo a lungo.

Questa analisi potrebbe applicarsi anche all'Europa, benché la situazione dell'eurozona appaia più fragile, alla luce del marcato rallentamento osservato lo scorso anno nonché del fatto che diversi settori chiave sono strettamente connessi alla domanda cinese (costruttori di auto, beni di lusso, ecc.). La sensibilità dell'attività economica dell'eurozona all'impatto del coronavirus è pertanto elevata, anche se la fiducia dei consumatori e i consumi interni sembrano reggere bene per il momento. Il Regno Unito tira un sospiro di sollievo a seguito dello scemare delle incertezze politiche e di fronte alla prospettiva dell'annuncio di notevoli misure di stimolo fiscale in primavera. La BNS ha dovuto fare i conti con l'apprezzamento del CHF, pur dimostrandosi incapace di reagire realmente dopo essere diventata ufficialmente oggetto di osservazione da parte degli Stati Uniti per intervento sulla valuta.

Nell'Asia sviluppata, le dinamiche di crescita sono apparse blande ma positive in Giappone e in Australia, ma la diffusione del virus avrà probabilmente un impatto negativo almeno temporaneo sull'attività economica nel primo trimestre.

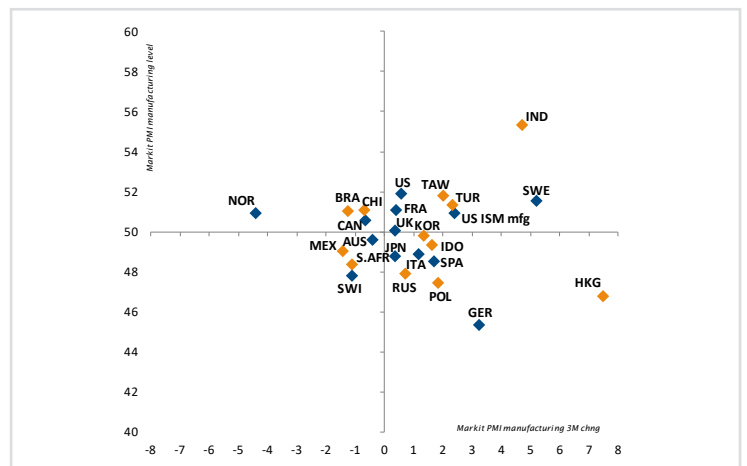


Vi sono diversi elementi noti, sui quali possiamo fare affidamento per formulare un giudizio.

Adrien Pichoud

La dinamica di crescita globale era effettivamente in miglioramento prima della diffusione del Coronavirus

Fonte: SYZ AM, FactSet
Dati al 14.02.2020



Tutti i paesi asiatici stanno risentendo del coronavirus nel primo trimestre. Solo il tempo permetterà di quantificare i danni.

Economie emergenti

Tutti i paesi asiatici segneranno un rallentamento nel primo trimestre, poiché l'attività economica risulterà significativamente compromessa dall'epidemia di coronavirus e dalle conseguenti limitazioni ai viaggi, dalle perturbazioni della catena di approvvigionamento e dalle misure precauzionali. Ovviamente, essendo al centro del contagio, la Cina sarà presumibilmente la più colpita, ma tutte le economie del Sud-est asiatico saranno interessate. Al momento è difficile stimare l'entità e la durata dell'impatto, ma i dati economici di febbraio e marzo aiuteranno a stilare un quadro della situazione.

Ad ogni modo, il virus potrebbe non avere un impatto importante in India.

Tra le grandi economie emergenti, l'India spicca per la solida crescita economica. Essendo ampiamente orientata al mercato interno, potrebbe non risentire eccessivamente della diffusione del coronavirus e potrebbe continuare a prosperare nei mesi a venire, sostenuta da politiche economiche accomodanti.

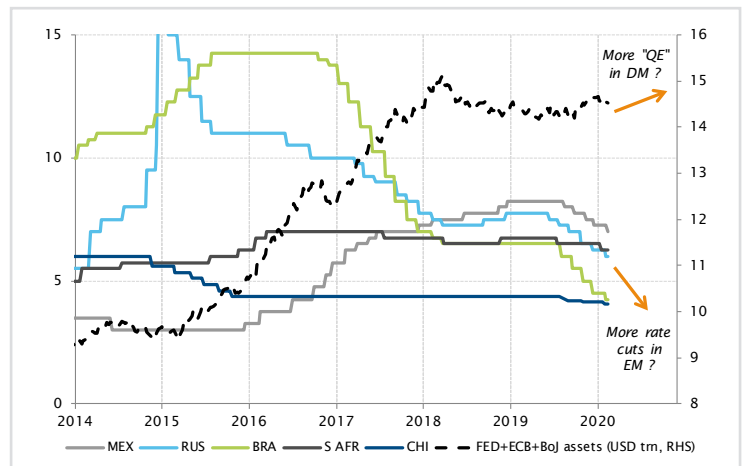


Adrien Pichoud
Head of Total Return
Chief Economist

Tassi delle banche centrali dei ME e volumi dei bilanci aggregati delle banche centrali dei MS

Prevediamo il protrarsi del trend di allentamento delle politiche monetarie globali nel 2020!

Fonte: SYZ AM, Bloomberg
Dati al 20.02.2020



➤ VALUTAZIONE DEGLI ASSET E ANALISI DELLA RIUNIONE SULLA STRATEGIA D'INVESTIMENTO DEL GRUPPO

Rischio e duration

Manteniamo una "lieve propensione" al rischio. Il coronavirus non ha innescato timori di recessione ed è ipotizzabile una ripresa a V dell'attività asiatica.

Le politiche monetarie in Asia forniranno liquidità.

Ci aspettiamo un andamento positivo nel secondo semestre dell'anno.

Manteniamo una "lieve propensione" per la duration. La duration può fungere da copertura contro gli attivi rischiosi.

La propensione al rischio è stata mantenuta a "lieve preferenza". Il potenziale impatto di un blocco anche drastico e prolungato di ampie porzioni dell'economia cinese non sembra sufficiente per innescare o riaccendere i timori sulla recessione globale, in questa fase. Benché non sia possibile escludere del tutto una diffusione globale e su larga scala del COVID-19, lo scenario più probabile è quello di una ripresa a "V" dell'attività cinese e asiatica dopo una provvisoria e brusca flessione.

Inoltre, l'allentamento della politica monetaria attuato in Cina e dalla maggior parte degli istituti centrali dei mercati emergenti (e, ove necessario, anche nei mercati sviluppati) fornirà comunque supporto e liquidità nei prossimi mesi.

È dunque possibile che il nostro scenario favorevole rispetto alla crescita globale segni una battuta d'arresto nei mesi a venire, con il posticipo della ripresa di un trend positivo verso il secondo semestre.

Per quanto riguarda la duration, abbiamo mantenuto una "lieve preferenza". Il mese scorso l'aumento del livello di duration ha contribuito a mitigare la volatilità dei mercati azionari. Tuttavia, in questo nuovo contesto dominato dal coronavirus, una certa esposizione alla duration risulta comunque utile in un'ottica di diversificazione, a fini di copertura contro gli attivi rischiosi. Benché appaiano più onerose rispetto a un mese fa, le valutazioni possono essere garantite poiché le aspettative sulla politica monetaria, le azioni delle banche centrali e le loro dichiarazioni hanno assunto un carattere ancora più accomodante.



Abbiamo mantenuto invariata la lieve propensione per rischio e duration, innalzando però la preferenza per le azioni statunitensi allo stesso livello delle omologhe cinesi.

Maurice Harari

Azioni

Le azioni hanno registrato una rapida ripresa dopo l'esplosione del coronavirus.

Ci siamo limitati a modificare il giudizio sugli Stati Uniti a "preferenza" in ragione della forte dinamica macroeconomica, della politica accomodante della Fed e della probabile rielezione di Trump.

La Cina resta interessante in termini di valutazioni.

Manteniamo un orientamento positivo su obbligazioni e credito.

Assumiamo una posizione di "lieve avversione" per il debito dei mercati emergenti, nell'ambito di un portafoglio multi-asset.

Assegniamo una "lieve preferenza" a Russia, Indonesia, Messico e Polonia.

Dopo la diffusione iniziale del coronavirus, la correzione del mercato azionario è stata rapidamente compensata da una ripresa.

In questo contesto, non abbiamo apportato modifiche all'allocazione geografica, con l'unica eccezione dell'upgrade degli Stati Uniti a "preferenza", come la Cina, ponendo così i due mercati al vertice delle nostre predilezioni.

L'aumento della preferenza per le azioni statunitensi a valutazioni che non sono sicuramente basse ma che non possono nemmeno essere considerate eccessivamente onerose è basato su: (a) la resilienza della dinamica macroeconomica dell'economia statunitense, (b) il sostegno della politica monetaria accomodante della Fed, rafforzato dall'epidemia di coronavirus, e (c) la probabilità ormai alta della rielezione di Trump, che sarebbe accolta positivamente dai mercati.

Infine, abbiamo scelto di mantenere l'orientamento positivo verso i mercati azionari cinesi. Riteniamo che non vi sia motivo per mollare ora, alla luce delle valutazioni ancora più interessanti e del fatto che all'orizzonte si prospettano verosimilmente misure di stimolo monetario e fiscale di ampia portata.

Mercati obbligazionari

Manteniamo un orientamento positivo ("lieve preferenza") per i titoli di Stato e il credito, poiché entrambi sono sostenuti essenzialmente dalla valutazione relativa interessante rispetto alla liquidità, specialmente in EUR (e CHF).

Manteniamo una posizione di "lieve avversione" per il debito dei mercati emergenti (in valuta forte e locale), con valutazioni in territorio oneroso. Pertanto preferiamo assumere un'esposizione ai mercati emergenti nell'ambito di un portafoglio multi-asset tramite azioni anziché debito, alla luce del contesto attuale. Ciononostante, singolarmente, è comunque probabile che il debito dei mercati emergenti metta a segno risultati totali positivi.

Inoltre, nell'universo locale del debito dei mercati emergenti, aumentiamo la preferenza per Russia e Indonesia a "lieve preferenza", insieme a Messico e Polonia. I livelli di valutazione complessivi e il potenziale per ulteriori tagli dei tassi contribuiscono a sostenere questi mercati.

Mercato dei cambi

In seguito alla Brexit, assumiamo una posizione di "lieve preferenza" per la sterlina. L'oro resta la prima scelta in un'ottica di diversificazione.

Preferiamo il dollaro rispetto all'euro.

"Lieve preferenza" per lo yen.

Abbiamo mantenuto la "lieve preferenza" per la sterlina britannica, alla luce degli sviluppi piuttosto positivi dello scorso anno sul fronte della Brexit.

L'oro resta la valuta alternativa preferita in ragione della diversificazione che fornisce nei portafogli e si aggiudica la nostra "lieve preferenza".

Prediligiamo il dollaro statunitense all'euro, malgrado la valutazione più elevata del biglietto verde, poiché offre previsioni di crescita più rosee e, soprattutto, un differenziale di rendimento positivo.

Manteniamo infine una "lieve preferenza" per lo yen giapponese, grazie alle sue caratteristiche di diversificazione in un contesto di avversione al rischio.



Maurice Harari

Senior Portfolio Manager

OPINIONI DI INVESTIMENTO

Queste sono le nostre preferenze d'investimento per marzo, scaturite dalla Riunione sulla strategia d'investimento del Gruppo tenutasi l'11 febbraio 2020.

	---	--	-	+	++	+++
Azioni			Giappone Australia Sudafrica	Canada Eurozona Regno Unito Svizzera Scandinavia Corea del Sud India Brasile Russia Messico	Stati Uniti Cina	
Asset allocation obbligazionaria			Valute ME forti Valute ME locali	Govies reali Credito IG Credito HY Govies nominali		
Titoli di Stato indicizzati	Regno Unito Germania	Canada Francia	Italia	Stati Uniti		
Titoli di Stato		Australia Giappone	Regno Unito Canada Germania Francia	Stati Uniti Italia		
Credito IG				Europa Stati Uniti Regno Unito		
Credito HY			Stati Uniti	Europa		
Obbligazioni dei paesi emergenti - in valuta forte (HC) e locale (LC)		Turchia (HC) Ungheria (LC) Sudafrica (LC)	Russia (HC) Messico (HC) Polonia (HC) Ungheria (HC) Turchia (LC) Brasile (LC)	Russia (LC) Indonesia (LC) Brasile (HC) Messico (LC) Sudafrica (HC) Indonesia (HC) Polonia (LC)		
Valute			EUR CHF CAD AUD	GBP JPY Oro		

◀ Variazione rispetto al mese precedente ▶