

La nostra opinione mensile sull'asset allocation (maggio 2020)

Lunedì, 05/18/2020

Gli ultimi tre mesi sono stati veramente straordinari e difficili praticamente per tutto il mondo. Dal punto di vista degli investitori, questo periodo ha sconvolto molti dati economici a lungo termine e sfidato i luoghi comuni riguardanti il legame tra performance azionaria e revisione degli utili, nonché le correlazioni tra le classe di attivi. Chi avrebbe potuto immaginare, tra le altre cose, la richiesta di sussidi disoccupazione da parte di 30 milioni di persone negli Stati Uniti in sole sei settimane, dati dell'indice PMI inferiori a 30 o persino a 20 nelle principali economie, un rally delle azioni del 30% tra marcate revisioni al ribasso degli utili e un'incertezza senza precedenti in merito alle prospettive future, tassi a lungo termine stabili nonostante questo rimbalzo dei mercati azionari o prezzi del petrolio negativi?



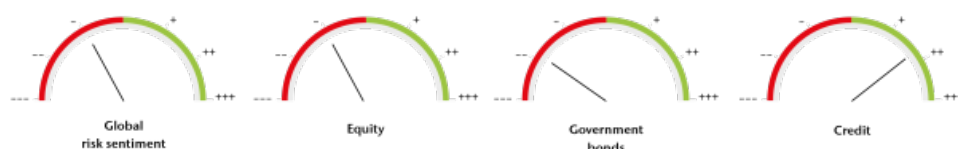
Adrien Pichoud

Chief Economist & Senior Portfolio Manager



Maurice Harari

Senior Portfolio Manager



Bilanciare il rischio con accortezza nelle fase 2 della pandemia

Gli ultimi tre mesi sono stati veramente straordinari e difficili praticamente per tutto il mondo. Dal punto di vista degli investitori, questo periodo ha sconvolto molti dati economici a lungo termine e sfidato i luoghi comuni riguardanti il legame tra performance azionaria e revisione degli utili, nonché le correlazioni tra le classe di attivi. Chi avrebbe potuto immaginare, tra le altre cose, la richiesta di sussidi disoccupazione da parte di 30 milioni di persone negli Stati Uniti in sole sei settimane, dati dell'indice PMI inferiori a 30 o persino a 20 nelle principali economie, un rally delle azioni del 30% tra marcate revisioni al ribasso degli utili e un'incertezza senza precedenti in merito alle prospettive future, tassi a lungo termine stabili nonostante questo rimbalzo dei mercati azionari o prezzi del petrolio negativi? La crisi generata dal Covid-19 sta ora entrando nella seconda fase. Dopo lo shock iniziale e la reazione all'emergenza, i governi stanno cercando di mediare tra due esigenze apparentemente opposte: definire le condizioni per la ripresa dell'attività economica mantenendo al contempo la pandemia "sotto controllo", ossia entro i limiti della capacità del sistema sanitario di prendersi cura dei malati. Questa fase non sarà meno difficile dal punto di vista degli investimenti, ma gli investitori disporranno almeno di alcuni elementi concreti per orientarsi sui mercati nei prossimi mesi.

Per ciò che riguarda la durata di questa "pausa" dell'economia mondiale, tutti i paesi sviluppati si stanno gradualmente muovendo in direzione di una riduzione per fasi del rigido distanziamento sociale iniziale, in modo da consentire che la vita economica riprenda il suo corso. Il rischio di una ripresa della pandemia rappresenta una spada di Damocle per le prospettive, anche se sembra ragionevole prevedere un incremento del PIL prima dell'estate. Ci vorrà tempo prima di ritornare al livello di attività economica pre-crisi, probabilmente diversi trimestri, ma almeno il temutissimo scenario di una depressione di lunga durata sembra essere stato evitato.

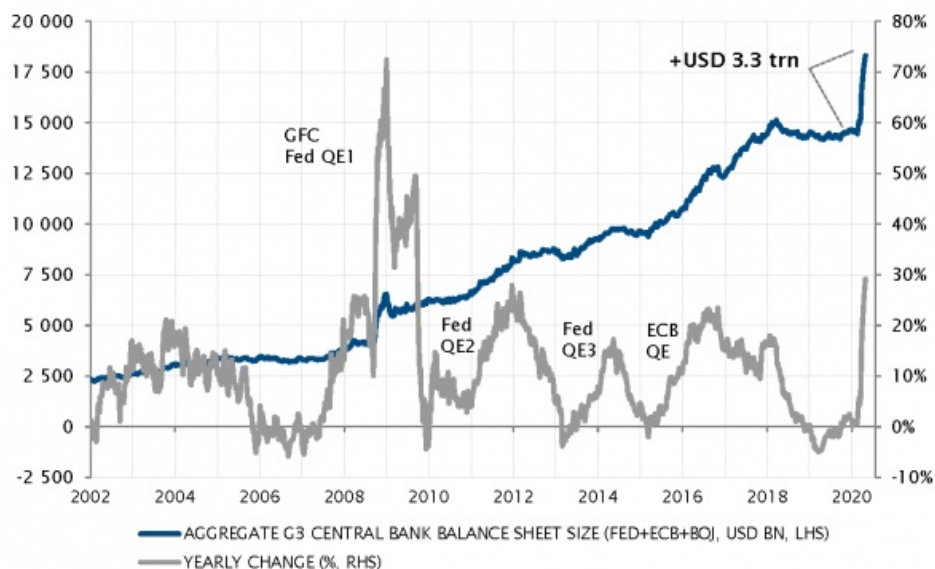
Il ritmo di questa ripresa economica sarà probabilmente il modo migliore per valutare l'effettiva efficacia degli interventi governativi. Accanto al necessario sostegno al sistema sanitario, lo scopo fondamentale della spesa pubblica e delle garanzie è in realtà quello di contenere l'impatto sulle capacità produttive in modo che imprese e famiglie non si trovino sull'orlo del fallimento quando le misure di distanziamento sociale saranno finalmente allentate. È ancora troppo presto per valutare i risultati su tale fronte. La maggior parte delle società ha smesso di comunicare le stime degli utili e gli investitori monitorano da vicino la ripresa per ritrovare fiducia sulla base delle prospettive di vendite e guadagni.

È inoltre ancora troppo difficile determinare quanto di tutto ciò sia già stato scontato dal mercato. Il sollievo derivante dall'aver probabilmente evitato una depressione grazie agli interventi governativi potrebbe aver alimentato il rally dei mercati azionari ad aprile. Ciò ci consente comunque di avere una migliore percezione della diffusione dell'epidemia e del relativo rischio, il che esclude inoltre lo scenario di un rapido ritorno ai livelli pre-crisi. Tra questi due estremi, la varietà dei risultati è abbastanza ampia. Gli investitori necessitano di trovare un equilibrio tra l'essere esposti alla prevista ripresa economica graduale e guardarsi le spalle da tutti i numerosi rischi ed incognite dei prossimi mesi (anche se non direttamente legati alla pandemia, come quelli politici o geopolitici).

In questo contesto, manteniamo l'orientamento adottato dall'inizio di aprile. Confermiamo un orientamento difensivo dei portafogli, ma riteniamo che le obbligazioni corporate "high grade" offrano opportunità molto interessanti grazie al sostegno delle politiche delle banche centrali che si sono fatte carico di risolvere il grave problema della liquidità a marzo. Non si può dire lo stesso del mercato obbligazionario high yield e del debito dei mercati emergenti, per i quali le incertezze relative alle prospettive economiche superano l'impatto di politiche monetarie molto accomodanti. Rispetto al passato, intravediamo scarse possibilità di un ulteriore ribasso dei tassi a lungo termine e minori vantaggi di diversificazione provenienti dai titoli di Stato, ad eccezione di quelli indicizzati all'inflazione che continuano ad offrire valore insieme all'oro, date le basse aspettative inflazionistiche e i tassi reali negativi attuali. Per finire, confermiamo la nostra allocazione azionaria vicino al livello neutrale, orientando però l'esposizione geografica e settoriale verso la qualità e la solidità patrimoniale nonché mantenendo le protezioni contro un secondo movimento di ribasso ancora possibile.

_Adrien Pichoud

Gli investitori necessitano di trovare un equilibrio tra l'essere esposti alla graduale ripresa economica prevista e guardarsi le spalle da tutti i numerosi rischi ed incognite dei prossimi mesi



Fonte
SYZ, Bloomberg dati al 05.05.2020

Conclusioni sulle strategie di investimento del gruppo e valutazione e riepilogo degli attivi

Rischio e duration

La propensione al rischio è stata aumentata a "lieve avversione". D'ora in poi, tenuto conto del nostro scenario economico centrale (netto shock negativo nel secondo trimestre con una ripresa graduale nel secondo semestre dell'anno nelle economie sviluppate), delle misure di sostegno monetario e fiscale senza precedenti associate al miglioramento delle valutazioni a marzo, riteniamo che mantenere un posizionamento molto pessimistico non sia più giustificato.

Sebbene continuiamo a voler restare difensivi, intendiamo anche mantenerci più vicini al "punto neutrale" poiché siamo consapevoli di come adesso i rischi abbiano due risvolti, con entrambi gli scenari possibili: una maggiore stabilità o un prolungamento del rimbalzo degli attivi rischiosi. Pertanto, avvicinandoci al punto neutrale, vogliamo evitare di essere colti alla sprovvista in caso di sviluppi maggiormente positivi sui mercati azionari.

La preferenza nei confronti della duration è stata ridotta ad "avversione". Tutte le principali banche centrali hanno attualmente aumentato i tagli dei tassi e i programmi di iniezione di liquidità, spingendo i tassi d'interesse verso i minimi storici. I tassi di riferimento gravitano attualmente nei pressi dello zero in qualsiasi parte del mondo sviluppato. Ciò si è riflesso nel deterioramento dei titoli di Stato denominati in USD, EUR e GBP, considerati beni rifugio.

A ciò si aggiungono gli annunci da parte dei governi di politiche di bilancio di portata storica per contenere gli impatti del lockdown sull'economia. Sebbene riteniamo che le banche centrali faranno effettivamente del loro meglio per impedire un aumento dei tassi a lungo termine, l'impatto di medio-lungo periodo di un tale incremento del debito pubblico è incerto.

Crediamo quindi che la duration abbia oggi meno valore in portafoglio e che i rischi di detenere obbligazioni a lungo termine siano negativamente asimmetrici.

« Il posizionamento nei confronti del rischio è stato rivisto al rialzo e portato a "lieve avversione" tendente alla neutralità, pur mantenendo un atteggiamento prudente, mentre la posizione rispetto alla duration è stata ridotta ad "avversione", in quanto i rischi di detenere obbligazioni a lungo termine sono negativamente asimmetrici. »

Maurice Harari
Senior Portfolio Manager

Azioni

La contrazione del mercato azionario ha provocato un generale miglioramento delle valutazioni sui mercati sviluppati. Tuttavia, la significativa incertezza riguardo alle stime degli utili rende difficile valutare realmente la portata di tale miglioramento.

Sulla base degli attuali livelli delle valutazioni, abbiamo però aumentato il nostro orientamento verso i mercati azionari dell'eurozona a "lieve preferenza", riducendo invece il giudizio sulle azioni svizzere a "lieve avversione", dato che a marzo la correzione è stata molto meno marcata.

Poiché l'India resta meno interessante in termini di valutazioni rispetto ad altri mercati azionari dei paesi emergenti, abbiamo ridotto il posizionamento in azioni indiane a "lieve avversione", rivedendo al rialzo quello nei confronti della Russia, portato a "lieve preferenza" sulla base di valutazioni interessanti.

Abbiamo mantenuto la "preferenza" per il mercato azionario statunitense e quello cinese.

Mercati obbligazionari

Lo spettacolare ampliamento degli spread di credito fornisce quello che riteniamo essere uno di quei rari punti di ingresso molto interessanti per l'universo investment grade. Abbiamo pertanto rivisto al rialzo il giudizio per questa classe di attivi a "forte preferenza".

Il miglioramento delle valutazioni è stato netto nell'universo del credito in generale, ma è stato ancora più marcato per le categorie investment grade e high yield in USD. A ciò si aggiunge l'emulazione della BCE da parte della Fed nel lancio di un programma di acquisto di obbligazioni corporate. Per questi motivi, preferiamo il credito in USD rispetto a quello in EUR in termini di preferenza relativa all'interno degli universi investment grade e high yield.

In seguito al miglioramento delle valutazioni delle obbligazioni indicizzate all'inflazione (in particolare negli Stati Uniti e in Italia), unitamente all'interesse suscitato dal potenziale ribasso dei tassi reali a cui si aggiunge un tasso di inflazione di pareggio sottovalutato, il nostro giudizio su questa classe di attivi sale a "preferenza".

Abbiamo invece rivisto al ribasso il giudizio nei confronti dei titoli di Stato nominali (valutazioni elevate e rischio legato alla politica fiscale) a "lieve avversione".

Inoltre, le previsioni altamente incerte rispetto alle economie emergenti ci tengono al momento lontani dalle obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale (declassate ad "avversione").

Per finire, abbiamo mantenuto il posizionamento nei confronti del debito high yield e dei mercati emergenti in valuta forte (a "lieve avversione"), in quanto le grandi incertezze economiche e il loro potenziale impatto su queste classi di attivi hanno per ora ridotto l'effetto del netto miglioramento delle valutazioni.

Mercato dei cambi

Data l'incertezza riguardo alle prospettive per il Regno Unito, i negoziati relativi alla Brexit e l'allentamento monetario della BoE, non riteniamo più molto probabile un apprezzamento della sterlina. Abbiamo pertanto rivisto al ribasso a "lieve avversione" il posizionamento su questa valuta nei confronti del dollaro USA.

I tassi di riferimento reali negativi e il potenziale di ribasso dei tassi reali a lungo termine hanno invece creato un contesto favorevole all'oro, che abbiamo portato a "preferenza".

_Maurice Harari

Disclaimer

Il presente documento di marketing è stato redatto dal Gruppo Syz (di seguito denominato «Syz»). Esso non è destinato alla distribuzione o all'utilizzo da parte di persone fisiche o giuridiche cittadini o residenti in uno Stato, un Paese o una giurisdizione le cui leggi applicabili ne vietino la distribuzione, la pubblicazione, l'emissione o l'utilizzo. Spetta unicamente agli utenti verificare che siano legalmente autorizzati a consultare le informazioni nel presente. Il presente materiale ha esclusivamente finalità informative e non deve essere interpretato come un'offerta o un invito per l'acquisto o la vendita di uno strumento finanziario, o come un documento contrattuale. Le informazioni fornite nel presente non sono intese costituire una consulenza legale, fiscale o contabile e potrebbero non essere adeguate per tutti gli investitori. Le valutazioni di mercato, le durate e i calcoli contenuti nel presente rappresentano unicamente stime e sono soggetti a variazione senza preavviso. Si ritiene che le informazioni fornite siano attendibili; tuttavia, il Gruppo Syz non ne garantisce la completezza o l'esattezza. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.