



## ASSET ALLOCATION INSIGHTS

AGOSTO 2020

*I mercati azionari hanno beneficiato di un rally di tre mesi, ma ci si chiede se gli investitori non debbano temere che si tratti di false speranze. A prima vista, è facile individuare ciò che potrebbe far deragliare i mercati azionari mondiali. Dopo tutto, c'è molto di cui preoccuparsi: dai timori di una seconda ondata della pandemia alle tensioni commerciali USA-Cina.*

### PERCHÉ I MERCATI AZIONARI STANNO TRAENDO IL MASSIMO VANTAGGIO DA UNA SITUAZIONE DIFFICILE

Tuttavia, in qualità di investitori, è importante effettuare una valutazione obiettiva delle dinamiche macroeconomiche sottostanti. Per i mercati, ciò che conta non è come stanno le cose in termini assoluti, ma piuttosto come la realtà attuale coincida con le aspettative del mercato.

Finora, il risultato, sotto ogni aspetto, dall'aumento della crescita economica a fronte del Covid-19 alle tensioni sino-statunitensi, è stato migliore del previsto. Si tratta ormai di "incognite note", di cui tutti soppesano il potenziale negativo, per cui è improbabile che scatenino una notevole reazione del mercato.

Il quadro macroeconomico generale rimane ampiamente positivo. I dati economici mostrano un miglioramento complessivo, con una dinamica positiva trainata dai settori dei consumi e dei servizi in tutte le principali economie.

### L'ATTIVITÀ MONDIALE HA REGISTRATO UN VERO E PROPRIO CROLLO, MA SI STA GIÀ RIPRENDENDO



— PRODUZIONE INDUSTRIALE MONDIALE % a/a (a sinistra)  
— MEDIA MOBILE A 3 MESI DEL VOLUME DEL COMMERCIO MONDIALE % a/a (a sinistra)  
— PMI MANIFATTURIERO MONDIALE (a destra)

FONTE: SYZ AM, FACTSET. DATI AL 07.08.2020.

Grazie al sostegno del governo, molte famiglie non hanno perso così tanta parte del reddito come si temeva e alcune

### CONSIDERAZIONI DI ASSET ALLOCATION

#### AZIONI



#### TITOLI DI STATO



#### OBBLIGAZIONI CORPORATE



#### DEBITO EMERGENTE



#### ORO



hanno persino guadagnato, sia riducendo le spese, sia attraverso gli aiuti erogati in sostegno allo stipendio. Si tratta di un contesto estremamente insolito in un periodo di crisi e, con l'allentamento del lockdown, la gente riprenderà a consumare, sostenendo la ripresa, anche se non quella a 'V' che qualcuno auspicava. L'aspetto negativo è che la spesa è inferiore ai livelli pre-crisi, con alcuni settori ancora penalizzati, come quello dell'ospitalità, e caratterizzati da un futuro difficile e incerto.

Tuttavia, in ultima analisi, consideriamo il rischio di una seconda ondata di coronavirus come una potenziale fonte di volatilità. Un lockdown totale è altamente improbabile in questa fase, in quanto sarebbe troppo costoso per le economie, e i sistemi sanitari hanno ormai messo in atto le procedure necessarie per affrontare una ricomparsa dei casi.

Finché le eventuali ulteriori chiusure saranno temporanee o localizzate, la ripresa continuerà. Negli Stati Uniti, ad esempio, anche se gli stati più grandi, cioè California e Florida, rimangono in lockdown, la percentuale del PIL che essi rappresentano non risulta sufficientemente importante da influire sulla ripresa del paese.

## AZIONI: RESTANO IL MIGLIOR INVESTIMENTO DISPONIBILE

La dinamica economica positiva, unita a tassi nominali bassissimi e alle iniezioni di liquidità della banca centrale, creano un ambiente in cui tutti cercano di investire in attivi che forniscano un reddito sia nominale che, idealmente, reale positivo nei prossimi due o tre anni. Dato che i tassi governativi rimarranno bassi in termini nominali e negativi in termini reali, la grande caccia al rendimento continua a ritmo sostenuto.

Sebbene il credito offra un rendimento in termini assoluti, esso è meno interessante rispetto a tre mesi fa. In termini relativi, il mercato azionario sembra più interessante. Ma gli investitori devono essere selettivi e trovare aziende che, tra diversi anni, avranno ancora un'attività e ricavi positivi, in settori che non diventeranno obsoleti dopo il Covid. Il lato negativo è che alcune aree del mercato azionario diventeranno le vittime del loro stesso successo. Gli investitori devono stare molto attenti a quanto sono disposti a pagare in un futuro post-Covid.

In generale, le tendenze degli ultimi mesi sono rimaste sostanzialmente invariate, con valutazioni ancora in crescita nei settori della tecnologia, dei consumi e della sanità. Nel frattempo, i settori fortemente colpiti da Covid continuano ad essere penalizzati. In caso di disponibilità di un vaccino, il potenziale di recupero per questi settori sottoperformanti, come gli alberghi, i viaggi e il tempo libero, sarà rapido e molto importante. Stiamo monitorando il rischio di rotazione settoriale, ma riteniamo che sia ancora troppo presto per posizionarsi in questo senso.

Con il calo dei tassi reali le obbligazioni indicizzate all'inflazione continuano ad essere interessanti rispetto ai titoli di Stato nominali. La recente correlazione inversa tra oro e tassi reali è stata particolarmente forte. Infatti, l'ultima accelerazione mostra che l'oro si sta muovendo in modo decorrelato dai tassi reali, anticipando ulteriori cali. Ciò è legato all'atteggiamento delle banche centrali nei confronti dell'inflazione, con la Fed che ha operato una revisione della sua strategia in tal senso.

Attualmente, la banca centrale americana ha un duplice mandato: puntare a raggiungere il livello più basso di disoccupazione e la stabilità dei prezzi. Negli ultimi anni, un'inflazione sostenuta e bassa ha sollevato interrogativi riguardo a questo quadro e al target del 2%, responsabile degli aumenti dei tassi e della fine

del QE. A settembre la Federal Reserve dovrebbe annunciare un nuovo obiettivo di inflazione media, che punta al 2% per diversi anni. Ciò significa che, se l'inflazione aumentasse oltre il 2% dopo due anni all'1%, la banca la lascerebbe invariata fino a quando il suo tasso non raggiungerà in media il 2% nel periodo in questione.

Ciò sostiene la speculazione sui prezzi dell'oro, poiché i tassi reali potrebbero subire un ulteriore calo. Dato che l'oro non ha un valore fondamentale, non saremmo sorpresi di vedere i prezzi aumentare ulteriormente, fino al 10% e oltre.

## PREZZO DELL'ORO E TASSO DECENNALE REALE IN USD (SCALA INVERTITA)



FONTE: SYZ AM, FACTSET. DATI AL 07.08.2020.

## PAURA INGIUSTIFICATA DI UN'INFLAZIONE ELEVATA

Poiché le economie sviluppate convergono verso una crescita e un'inflazione più basse, o verso una giapponesizzazione, riteniamo che l'inflazione non rappresenti un rischio strutturale sostenuto. Sono finiti i giorni dell'inflazione a doppia cifra: un aumento dall'1% al 2,5% non costituisce un rischio inflazionistico. Se le banche centrali optano per una misura dell'inflazione media e non reagiscono immediatamente ai cambiamenti, ciò consente all'inflazione di orientarsi al rialzo, ma non modifica il contesto strutturale che impedisce uno sviluppo inflazionistico vero e proprio.

Abbiamo confermato il nostro orientamento positivo nei confronti delle azioni e la nostra preferenza per il credito IG e le obbligazioni indicizzate all'inflazione. Abbiamo leggermente ridotto la nostra preferenza per il credito IG, che era al massimo dell'allocazione a causa di un'opportunità unica. Se, da un lato, la conseguente performance è stata molto forte con una bassa volatilità, dall'altro il valore è ora inferiore e non è più conveniente.

Parallelamente, abbiamo aumentato la nostra preferenza per le obbligazioni high yield. Fino al mese scorso eravamo sottoinvestiti in titoli speculativi nonostante le valutazioni interessanti, perché ritenevamo che non ci fosse abbastanza visibilità per passare ad obbligazioni di qualità inferiore. Attualmente però, data la conferma del supporto delle banche centrali, ci sentiamo più sicuri ad aumentare la nostra allocazione. Al di là del recente rally, le valutazioni restano interessanti.

Il fatto che le prossime elezioni presidenziali americane non siano al centro dell'attenzione sottolinea il carattere eccezionale dei tempi che stiamo vivendo. Se, da un lato, una netta vittoria del partito democratico porterebbe a un aumento delle tasse e a una nuova regolamentazione del settore sanitario e di

quello finanziario, dall'altro, il contesto attuale incentiva poco l'amministrazione ad adottare un approccio eccessivamente aggressivo.

Normalmente, un'amministrazione democratica che sostituisce un'amministrazione repubblicana viene eletta in base alle promesse riguardanti la spesa pubblica, che deve mantenere senza creare un deficit eccessivo. Dati i programmi di spesa approvati e l'indebitamento a tasso zero, il deficit non è più un problema importante a livello attuale.

Esiste anche un sostegno bipartisan alla spesa fiscale. Pertanto, qualsiasi incremento delle tasse sarebbe puramente simbolico. Una nuova amministrazione democratica non rischierebbe di aumentare le tasse e reintrodurre una rigida regolamentazione proprio durante la ripresa economica, rischiando di interrompere questa dinamica.

#### AUTORI

**ADRIEN PICHOU**, CHIEF ECONOMIST & SENIOR PORTFOLIO MANAGER  
adrien.pichoud@syzgroup.com

**FABRICE GORIN**, SENIOR PORTFOLIO MANAGER  
fabrice.gorin@syzgroup.com

#### PER ULTERIORI INFORMAZIONI: COMMUNICATION@SYZGROUP.COM

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 cittadine 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. È responsabilità esclusiva degli utenti verificare di essere legalmente autorizzati a consultare le informazioni contenute nel presente documento.

Il presente documento ha finalità esclusivamente informative e non deve essere interpretato come un'offerta o un invito per l'acquisto o la vendita di un qualunque strumento finanziario, o come un documento contrattuale. Le informazioni fornite nel presente documento non rappresentano una consulenza legale, fiscale o contabile e potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. Le valutazioni di mercato, le condizioni e i calcoli ivi contenuti sono solamente delle stime e possono essere modificati senza preavviso. Si ritiene che le informazioni fornite siano attendibili; tuttavia, il Gruppo SYZ non ne garantisce la completezza o l'esattezza. Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.