



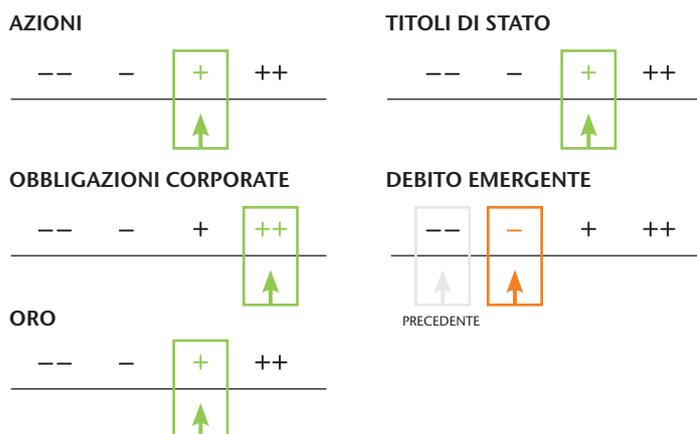
ASSET ALLOCATION  
**INSIGHTS**

LUGLIO 2020

## L'IMPORTANZA DI UN POSIZIONAMENTO DIFENSIVO IN ATTESA CHE GLI INVESTITORI VALUTINO I NUOVI RISCHI

*Sullo sfondo di una pandemia che domina ancora la scena, è importante ricordare che i mercati guardano, per loro natura, al futuro. Nonostante le preoccupazioni che destano i crescenti contagi negli Stati Uniti e i focolai in alcuni paesi europei, il quadro generale suggerisce una timida ripresa.*

### CONSIDERAZIONI DI ASSET ALLOCATION



Indubbiamente l'economia mondiale è scivolata in una recessione di una gravità e una rapidità senza precedenti. Questo è però un fatto assodato e la ripresa è già in corso. Secondo il nostro scenario centrale di base, la probabilità di una recessione breve ma pronunciata è pari al 60%. Mentre per tutti i paesi sviluppati si prospetta ancora una contrazione del PIL alla fine dell'anno, il deciso recupero della Cina consentirà probabilmente al Paese di esibire un risultato positivo.

Ad aggravare ulteriormente la situazione globale concorrono gli alti livelli di disoccupazione e il suo impatto incerto sui consumi. Dopotutto, l'eventualità di una seconda ondata non è così remota, ma riteniamo che non assisteremo a un lockdown tanto rigido quanto il primo. L'aspetto più rilevante è che il PIL ha arrestato la sua discesa ed è iniziata la fase di recupero, seppur da livelli depressi. Come nella vita, ciò che conta non è la meta, ma il viaggio.

Il secondo semestre del 2020 potrebbe essere ricordato per le continue impennate della volatilità. In quest'ottica, abbiamo previsto fonti diversificate di protezione attraverso attivi non correlati, da opzioni put su azioni a Treasury USA a lungo termine.

### GLI UTILI FARANNO SPROFONDARE IL NASDAQ?

Lo scenario macroeconomico supporta la propensione per le azioni. Il debito delle famiglie resta contenuto e soprattutto le banche centrali ovunque nel mondo si sono impegnate a introdurre stimoli. Detto questo, è necessario che gli investitori si dimostrino accorti; dal nostro canto, continuiamo a concentrarci su titoli che presentano sia caratteristiche di qualità sia di liquidità.

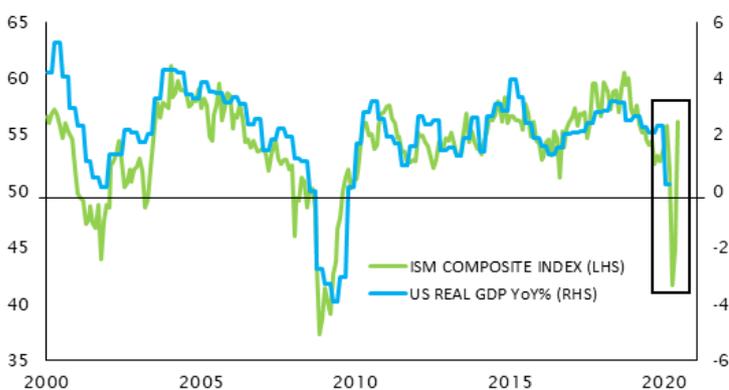
Se da un lato le costanti notizie negative sul Covid-19 hanno generato ulteriore volatilità su vasta scala, dall'altro alcune aree del mercato si sono rivelate particolarmente resilienti. Per quanto la pandemia abbia ad esempio pesato sul settore energetico, incapace di contrastarne gli effetti, molti titoli di qualità quotati sul Nasdaq hanno visto nelle ultime settimane i propri rendimenti crescere.

Questa performance ha alimentato le speculazioni in merito a un altro crollo trainato dalla tecnologia. A nostro parere, per quanto

le valutazioni di alcuni titoli tecnologici rasentino la perfezione, il quadro è molto diverso dal boom delle dotcom. Alla base di casi di investimento come quello di Amazon vi sono infatti cospicui flussi di cassa, bilanci sani e posizioni di quasi monopolio.

Pertanto, anche se i multipli sono certamente elevati, i principali fattori di forza e dominio non solo permangono, ma sono stati persino rafforzati dall'attuale crisi. Per molte di queste società, la prossima stagione degli utili rappresenta la prova del nove. Un brusco ritorno alla realtà potrebbe attendere alcune delle aziende meno solide, ma confidiamo che i player tecnologici più robusti e in grado di generare maggiore liquidità possano prosperare a lungo nell'era post-Covid.

#### STATI UNITI - VARIAZIONE ANNUA PER L'INDICE MENSILE DELL'ATTIVITÀ (ISM) E IL PIL REALE



Fonte: SYZ, FACTSET. DATI AL 23.07.2020.

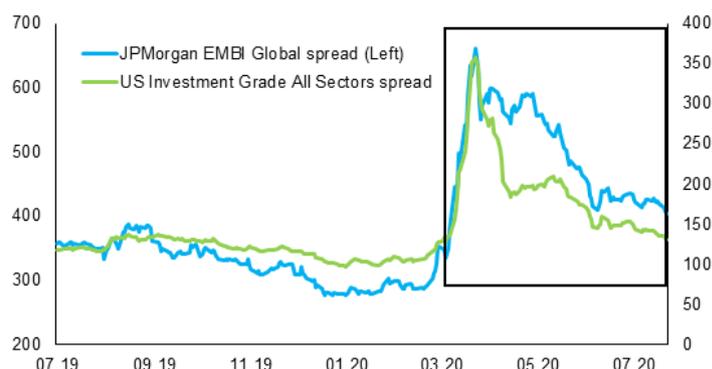
#### IL REDDITO FISSO OFFRE ANCORA OPPORTUNITÀ

Il devastante impatto della crisi ha fatto emergere opportunità uniche sui mercati del reddito fisso. Tuttavia, in seguito alla contrazione degli spread investment grade il profilo di rendimento si è deteriorato. Questo fenomeno è particolarmente evidente sui mercati sviluppati. In tale contesto, abbiamo lievemente aumentato la nostra esposizione alle obbligazioni dei mercati emergenti in valuta forte, pur continuando a privilegiare i titoli investment grade di qualità.

Di recente, abbiamo inoltre rafforzato la nostra preferenza per la duration: una decisione supportata da previsioni "più cupe per un periodo più prolungato" e, considerato l'intervento delle banche centrali, da un minore rischio di innalzamenti dei tassi nel lungo periodo.

Restiamo prudenti nel segmento "high yield", dopo che a fine febbraio avevamo liquidato le nostre posizioni alla luce delle sfavorevoli dinamiche di rischio/rendimento. Nel secondo semestre settori come quello energetico saranno sotto pressione, a causa di un debito crescente e bilanci ingombranti.

#### IL MIGLIORAMENTO MACROECONOMICO INDUCE A CONSIDERARE PARTE DEL DEBITO ME



Fonte: BLOOMBERG. DATI AL 22.07.2020.

#### BIDEN SOLLEVA I TIMORI DEI MERCATI

Con il coronavirus destinato a restare d'attualità nell'immediato futuro, i mercati stanno valutando nuovi rischi. Sei mesi fa davano infatti per scontata una vittoria di Trump, mentre ora è Biden il grande favorito. Il suo programma prevede aliquote fiscali più alte, con un aumento dell'imposta sulle società al 28%, pur non promettendo un mandato a trazione socialista come auspicato dai democratici più radicali.

In caso di vittoria, Biden adotterebbe un approccio maggiormente improntato al consenso. È infatti molto più moderato di altri esponenti quali Sanders o Warren. Inoltre, anche se la sanità risentirebbe di una sua elezione, l'impatto risulterebbe limitato in quanto Biden potrebbe non essere in grado di dare piena attuazione alle riforme. Uno scenario, questo, già visibile nelle oscillazioni dei prezzi. I democratici hanno incentrato la loro campagna su questioni legate all'antitrust, che potrebbero incidere negativamente su alcuni giganti tecnologici. Tuttavia, non ci dispiacerebbe affatto acquistare, ad esempio, azioni Alphabet a prezzi di saldo. In realtà, queste problematiche potrebbero non essere prioritarie per un presidente democratico, vista la presenza di questioni più urgenti da affrontare nonché alla luce dei finanziamenti illimitati elargiti dalla Fed e della scarsa considerazione attribuita al deficit dall'opinione pubblica.

In ultima analisi, le elezioni statunitensi genereranno sicuramente volatilità, senza però alterare il contesto di fondo: il virus e gli stimoli resteranno fattori centrali per il mercato. Sul lungo termine, inoltre, i mercati impareranno a conoscere Biden, ma le tensioni con la Cina potrebbero persistere. Anche se adottasse una strategia più conciliante, per mettere pressione alla Cina è necessario riequilibrare, non azzerare, la bilancia commerciale. Per farlo, l'America dovrà ricorrere alle maniere forti.

## LA PROTEZIONE CONTRIBUISCE A UN MIGLIORE EQUILIBRIO

In ragione di forze di volatilità concomitanti e timori di una seconda ondata, continuiamo a introdurre strumenti difensivi nei nostri portafogli e conserviamo l'esposizione alla ripresa selezionando titoli di qualità sui mercati azionari e del reddito fisso.

A fine giugno abbiamo costituito una nuova protezione azionaria sull'indice S&P 500, valida sino al termine dell'anno e finalizzata a limitare l'impatto negativo di potenziali rialzi e futuri ribassi.

Questa protezione ci permette inoltre di non liquidare mai attivi di qualità in fasi caratterizzate da vendite di massa.

Manteniamo la nostra allocazione sull'oro, particolarmente brillante in contesti di avversione al rischio. Qualora dovesse aumentare, incamereremo profitti. Conserviamo inoltre una posizione sulle obbligazioni long, poiché le banche centrali confermano l'impegno ad agire sul fronte monetario. In un momento in cui il sentiment oscilla bruscamente tra pessimismo e ottimismo, è di fondamentale importanza trovare il giusto equilibrio.

### AUTORI

**ADRIEN PICHOU**, CHIEF ECONOMIST & SENIOR PORTFOLIO MANAGER  
E. [adrien.pichoud@syzgroup.com](mailto:adrien.pichoud@syzgroup.com)

**FABRICE GORIN**, SENIOR PORTFOLIO MANAGER  
E. [fabrice.gorin@syzgroup.com](mailto:fabrice.gorin@syzgroup.com)

PER ULTERIORI INFORMAZIONI: [COMMUNICATION@SYZGROUP.COM](mailto: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.