Syz PRIVATE BANKING

Scopra le nostre—

Prospettive di mercato 2022

Asset allocation di nuovo in primo piano mentre finisce l’euforia post-Covid

Comprendere i suoi obiettivi. Soddisfare le sue esigenze. Gestire attivamente i suoi investimenti facendo leva su competenze istituzionali.

Siamo qui per aiutarla a proteggere, far crescere, utilizzare, trasmettere e dare uno scopo al tuo patrimonio. Abbiamo fondato Syz per offrire un'alternativa al tradizionale Private Banking svizzero. Anziché puntare sulla riservatezza e sulla promozione dei prodotti preferiamo porre le domande giuste, ascoltarti, fornire buone performance e offrire un ottimo servizio. Metta a frutto la sua ricchezza per i prossimi anni e per le prossime generazioni, assieme a Syz. Per il futuro...

Prospettive di mercato 2022

Indice

Introduzione: Riccioli d'oro affronta i tre orsi	05
Previsioni macroeconomiche: Normalizzazione in vista	07
Asset allocation: Un approccio tattico nella costruzione del portafoglio	11
Azioni: Un ritorno allo stock-picking	13
Obbligazioni: Restare agili	15
Mercati privati: Una derivazione dei mercati pubblici o una vera alternativa?	17
Hedge Fund: Nuove opportunità in Cina	19
Trading: Vivacità più che euforia	21

Introduzione: Riccioli d'oro affronta i tre orsi

Quasi da ogni punto di vista, il 2021 sarà ricordato come un anno straordinario per gli asset rischiosi globali e l'economia mondiale. Mentre scriviamo, le azioni, le abitazioni e le criptovalute segnano tutte prezzi record, mentre energia, alimentari e metalli industriali continuano a rincarare. Al contempo, l'inflazione statunitense tocca il massimo trentennale e aumentano salari e offerte di lavoro.

Per la sorpresa di molti, questo scenario sereno non ha placato l'iperattività delle banche centrali e dei governi. La Federal Reserve continua a mantenere i tassi d'interesse USA allo 0% e a espandere il suo bilancio. Dal 2020 l'offerta monetaria statunitense è cresciuta quasi del 40%, l'incremento più forte di sempre nello spazio di due anni. Il governo federale degli Stati Uniti continua a indebitarsi e spendere migliaia di miliardi di dollari nonostante incomba il tetto del debito. La maggior parte dei Paesi sviluppati e delle loro banche centrali stanno seguendo gli Stati Uniti, con un'espansione della base monetaria, stimoli fiscali e livelli di debito sempre maggiori.

Alla vigilia del nuovo anno, gli investitori devono capire se il mercato "goldilocks" e le condizioni macroeconomiche che ci accompagnano dal secondo semestre del 2020 dureranno ancora. L'equilibrio attuale sembra piuttosto fragile. L'economia globale non deve surriscaldarsi, mantenendo i tassi ufficiali fermi, ma anche essere abbastanza forte da evitare di scatenare timori di recessione.

Crediamo che la paura maggiore, di una stagflazione, sia già stata in gran parte prezzata dai mercati. Nel 2022 prevediamo una crescita economica globale più lenta, seppur superiore alla media. Ironicamente, alcune revisioni al ribasso della crescita potrebbero aiutare gli investitori. L'inflazione potrebbe rimanere vischiosa per qualche tempo, ma la crescita inferiore al previsto permetterà alle banche centrali di mantenere bassi i tassi di interesse nel 2022. Gli attivi rischiosi ne beneficerebbero. Prevediamo anche che le dinamiche di crescita degli utili continueranno a sostenere le azioni globali.

Questo scenario "goldilocks" ci spinge a sovraesporci agli attivi rischiosi, ma il prossimo anno non escludiamo nemmeno un aumento della volatilità causato dai rischi di ribasso che minacciano i mercati. Li chiamiamo i "tre orsi": l'apparizione di uno soltanto di essi può innescare un pesante calo di mercato.

Il primo "orso" è la Cina. La sua stretta normativa dovrebbe proseguire anche nel 2022. Inoltre, non crediamo che le autorità cinesi ambiscano in alcun modo a programmare una nuova accelerazione della crescita.

Di conseguenza, il prossimo anno la Cina potrebbe continuare a deludere e pesare sulla crescita economica globale, magari un po' più del previsto. Anche gli effetti ritardati della riduzione della leva finanziaria in alcuni comparti dell'economia, come quello immobiliare, espongono i mercati ad un rischio elevato.

Il secondo "orso" è l'inflazione ostinatamente alta. Nel 2021, le strozzature dell'offerta e la penuria di manodopera hanno spinto le aspettative di inflazione a livelli elevati. Un'inflazione persistente minerebbe il potere d'acquisto e la fiducia dei consumatori. Nel 2022 le revisioni al ribasso della crescita e la normalizzazione della produzione riducono il rischio di un picco inflazionistico, ma più a lungo l'inflazione rimarrà elevata e maggiore sarà il rischio che si auto-alimenti ponendo a rischio la ripresa economica globale.

Il terzo "orso" è il rischio di adottare politiche errate. Come tutti sappiamo, l'attuale mercato azionario rialzista continua a dipendere - in certa misura - dalle politiche monetarie e fiscali. Le banche centrali globali sembrano aver assunto una posizione leggermente meno accomodante e la politica fiscale globale è diventata più rigida. Crediamo che il mercato riuscirà ad assorbire una piccola e graduale correzione della politica monetaria, ma il contesto attuale non lascia molto spazio per una cattiva comunicazione delle politiche. Sul fronte fiscale si rischia inoltre di deludere le attese e si profila la minaccia crescente di un nuovo tetto al debito USA.

Restiamo convinti che il nostro approccio d'investimento disciplinato e agile si dimostrerà efficace nell'aiutare i clienti a raggiungere i loro obiettivi di rendimento adeguati al rischio. Crediamo anche che l'attuale quadro macroeconomico di ampia liquidità e di trasformazione creativa generi opportunità eccezionali per gli investitori almeno su due piani. In primo luogo, il mondo sta attraversando uno straordinario periodo di innovazione, nella tecnologia, nella sanità, nella transizione energetica e in molti altri settori. Una serie di settori produttivi e di imprese attraversano una trasformazione dirompente, che si concluderà con vincitori e vinti. La seconda area di opportunità risiede nelle turbolenze di mercato. Un livello molto alto di leva finanziaria, aspettative troppo ottimistiche e valutazioni eccessive stimoleranno la volatilità del mercato e scateneranno vendite massicce, creando eccezionali opportunità di alfa per gli investitori più accorti.

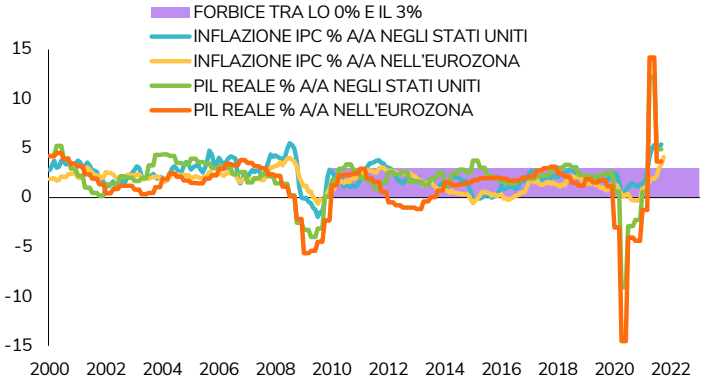
Le auguriamo un felice Anno Nuovo e speriamo di proseguire il nostro dialogo nel 2022.

Previsioni macroeconomiche: Normalizzazione in vista

Negli ultimi due anni la pandemia di Covid ha rimesso in discussione molte idee apparentemente radicate, anche nella ricerca economica. Diverse serie di dati economici hanno raggiunto livelli ritenuti impossibili fino a questo shock: variazioni percentuali a due cifre nel consumo o nella produzione industriale, prima al rialzo e poi di nuovo al ribasso, variazioni mensili nell'ordine dei milioni nei numeri sull'occupazione, per non parlare poi delle oscillazioni dei prezzi dell'energia, dalle quotazioni negative del petrolio nel 2020 all'impennata dei prezzi del gas naturale nel 2021.

La ripresa è stata robusta nel 2021. Il massiccio sostegno della banca centrale e del governo ha scatenato un'impennata senza precedenti della domanda, non appena la campagna vaccinale ha reso possibile la riapertura delle economie. Le catene di approvvigionamento globale, progettate per consentire aggiustamenti just-in-time, non sono state in grado di far fronte a questo improvviso boom della domanda, spingendo in alto i prezzi e facendo rivivere i timori di inflazione. L'ampiezza dell'aumento dei prezzi e il suo potenziale impatto negativo sul potere d'acquisto e sul consumo nel 2022 hanno persino fatto rivivere una parola che, per la maggior parte degli economisti in attività nel 2021, appartiene ai libri di storia economica: stagflazione. Da un punto di vista economico, gli ultimi due anni sono stati quanto di più "anomalo" si possa immaginare.

Real GDP growth and inflation will converge toward their pre-Covid range after the fluctuations of the past two years



Source: Banque Syz, Factset

Guardando al 2022, crediamo che le condizioni economiche tenderanno generalmente a convergere di nuovo verso le loro medie pre-Covid.

La maggior parte dei trend strutturali dell'ultimo decennio non è stata alterata dalla pandemia e continua a definire le prospettive economiche globali. La crescita demografica continua a rallentare. La tecnologia si diffonde sempre più profondamente nelle nostre vite e continua ad esercitare pressioni al ribasso su molti prezzi. Il debito in crescita incessante continua a smorzare l'ampiezza dei cicli economici. Nel 2022, varie politiche legate alla crisi saranno gradualmente abbandonate, mentre l'impatto della riapertura e le conseguenti turbolenze svaniranno lentamente. In questa cornice, il contesto macroeconomico apparirà sempre più "normale" dopo due anni del tutto anomali.

Permane l'incertezza sui possibili effetti pandemici di lungo periodo sulle tendenze economiche, ma ci prepariamo al 2022 con tre convinzioni.

1. La crescita economica globale rimarrà stabile e sopra la media

La spettacolare ripresa del 2021 è stata fuori dall'ordinario e la crescita del PIL tenderà nel 2022 a riportarsi a livelli più sostenibili. Tuttavia, le economie sviluppate manterranno dinamiche vivaci. La costante crescita del lavoro, il ritorno degli investimenti delle imprese, la ripresa nei settori più colpiti dal Covid e le condizioni finanziarie ancora favorevoli manterranno i tassi di crescita del PIL nettamente sopra il livello potenziale di lungo periodo.

I timori di stagnazione sono quindi del tutto eccessivi a livello globale. Tra le grandi economie, la Cina è quella maggiormente esposta al rischio di un'espansione sotto la media, a causa di una combinazione di fattori quali una crescita più debole nel settore immobiliare, restrizioni all'attività delle industrie più inquinanti e ad alta intensità energetica, stretta normativa su alcuni settori e un'erogazione più sorvegliata dei finanziamenti. Tuttavia, il governo ha le risorse che servono per affinare le misure di sostegno e saprà probabilmente impedire un rallentamento troppo marcato delal seconda economia del mondo.

2. L'inflazione rallenterà man mano che l'impatto dello shock della domanda e dell'offerta sarà riassorbito

Fatto n. 1: L'inflazione, secondo la definizione delle banche centrali e dai mercati finanziari, è la variazione di un dato prezzo, o paniere di prezzi, negli ultimi 12 mesi.

Fatto n. 2: nel 2021 l'inflazione e le aspettative d'inflazione sono aumentate sensibilmente in quasi tutte le economie, segnando i massimi pluriennali e talvolta pluridecennali.

Fatto n. 3: La velocità di questo aumento dell'inflazione deriva principalmente dalla velocità e dalla forza della ripresa economica (effetti di base, shock combinato di domanda e offerta).

Fatto n. 4: Dopo gli aumenti registrati nel 2021, se tutti i prezzi dovessero mantenersi agli attuali livelli elevati per tutto il prossimo anno, alla fine del 2022 l'inflazione sarà pari a zero (per definizione). Se nel giro di un anno da adesso i prezzi si contraessero leggermente rispetto a quelli correnti, l'inflazione sarà negativa.

Fatto n. 5: Perché il tasso d'inflazione si mantenga alto come oggi, il prossimo anno i prezzi di beni e servizi devono registrare gli stessi aumenti registrati nel 2021. Se continuano a crescere ma della metà rispetto a quest'anno, nel 2022 l'inflazione sarà dimezzata rispetto a quella attuale.

Tenendo a mente questi pochi fatti, crediamo che i timori inflazionistici svaniranno nel 2022. Gli effetti base sull'inflazione a 12 mesi diminuiranno. La pressione rialzista generata dalla domanda crescente si attenuerà al normalizzarsi dei modelli di consumo. La spinta rialzista sui prezzi, per effetto delle tensioni della catena di approvvigionamento e dei ritardi nelle forniture, si allenterà man mano che si adegueranno le capacità e si smaltiranno gli arretrati. Questi fattori dovrebbero anche incidere anche sui prezzi dell'energia e impedire una riedizione dei forti aumenti osservati nel 2021, a condizione che i fattori geopolitici non pesino eccessivamente sull'offerta.

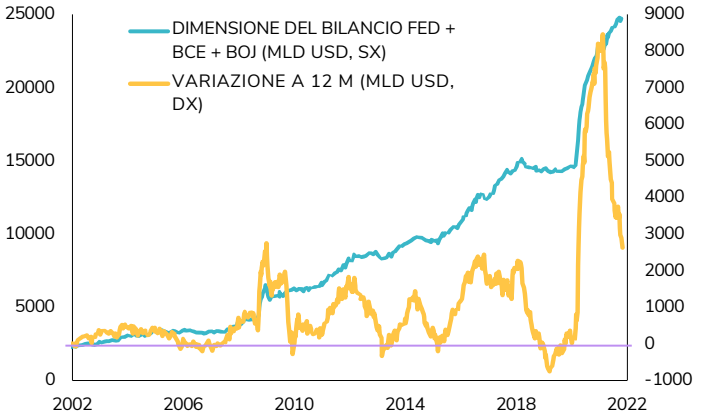
In questo contesto, ci aspettiamo che i tassi d'inflazione delle economie sviluppate rallentino e convergano verso gli obiettivi delle banche centrali (2% nella maggior parte dei casi) entro la fine dell'anno. Le dinamiche dell'inflazione nelle economie emergenti potrebbero essere più disomogenee e soggette a fattori interni, come le agende politiche nazionali o le fluttuazioni dei cambi.

Una spirale inflazionistica come quella che abbiamo sperimentato negli anni '70 è altamente improbabile, a meno che non si indicizzino i salari all'inflazione in modo da preservare il potere d'acquisto delle famiglie, nonostante l'aumento dei prezzi nominali. L'andamento dei salari nel 2022 sarà quindi fondamentale per le prospettive inflazionistiche. Tuttavia, dal momento che i sostegni pubblici emergenziali ai disoccupati saranno eliminati e le condizioni del mercato del lavoro si normalizzeranno, il rischio è contenuto e, probabilmente, gli aumenti salariali osservati nel 2021 avevano natura straordinaria e non segnavano l'inizio di una nuova tendenza.

3. Le banche centrali e i governi elimineranno gradualmente le misure legate alla crisi, ma continueranno a sostenere convintamente l'attività economica

L'intervento rapido, deciso e combinato delle banche centrali e dei governi durante la crisi del Covid è stato cruciale in molti modi. Ha

I bilanci delle banche centrali smetteranno gradualmente di crescere dopo l'escalation legata al Covid. Ma non aspettiamoci una loro contrazione in tempi brevi!



Source: Banque Syz, Factset

aiutato ad assorbire l'impatto a breve termine dello shock e ha limitato la distruzione della capacità produttiva che avrebbe ostacolato le prospettive di crescita a medio termine. Infine, il sostegno ha impresso un forte slancio alla ripresa economica non appena è stato possibile far ripartire le attività produttive.

Di fronte a uno shock economico di ingenti proporzioni, la dimensione delle iniezioni di liquidità, l'espansione della politica monetaria e la spesa fiscale sono state senza precedenti.

Con il graduale superamento delle turbolenze causate dal Covid e riequilibrio del quadro economico, nel 2021 è iniziata una riduzione graduale e del tutto giustificata del sostegno monetario e fiscale legato alla crisi. Avendo subìto per prima il "ciclone" del Covid, la Cina è stata la prima grande economia a normalizzare la crescita del credito. L'anno prossimo le altre economie sviluppate ne seguiranno le orme sul piano fiscale e la spesa pubblica diminuirà di pari passo con la costante ripresa dei consumi privati e degli investimenti. La normalizzazione investirà anche la politica monetaria, con la cessazione graduale delle iniezioni di liquidità delle banche centrali. Nelle economie anglosassoni è persino ipotizzabile un rialzo dei tassi a breve termine, che resta invece una prospettiva lontana per l'eurozona, la Svizzera e il Giappone.

Il ritiro graduale di alcune politiche fiscali e monetarie ultra-accomodanti non va confuso con la classica politica restrittiva.

Nel 2022 le condizioni finanziarie rimarranno molto accomodanti e sosterranno l'espansione economica in corso, anche con meno iniezioni di liquidità e forse con tassi leggermente più alti. Il livello dei tassi d'interesse reali in USD, EUR, CHF o GBP rimarrà infatti negativo, offrendo condizioni di finanziamento molto interessanti per le imprese, le famiglie e i governi. Il rischio di politiche errate non può essere escluso, ma le banche centrali continuano a temere una flessione delle prospettive economiche e difficilmente agiranno in modo affrettato a meno che l'inflazione non rimanga ostinatamente alta. Nel 2022 il mix di politiche economiche dovrebbe rimanere molto favorevole alla crescita economica e, se necessario, anche la Cina potrebbe adottare misure espansive.

Crediamo che il 2022 sarà l'anno della "normalizzazione", dopo un biennio di volatilità straordinaria per l'economia globale. È uno sviluppo positivo perché dimostra il graduale superamento degli effetti del Covid, l'aumento dell'occupazione, l'attenuarsi dell'inflazione, la diminuzione dei disavanzi pubblici e il minor ricorso a politiche non convenzionali da parte delle banche centrali. Presenta anche un lato negativo: suggerisce anche un ritorno allo scenario di "bassa crescita/bassa inflazione/indebitamento elevato" che prevaleva prima della crisi del Covid.

Asset allocation: Un approccio tattico nella costruzione del portafoglio

Nel 2022, in linea con il nostro stile d'investimento di lungo periodo, preferiamo un approccio tattico basato su convinzioni strutturali.

Coerentemente con le nostre prospettive macroeconomiche continuiamo a privilegiare un'asset allocation azionaria, poiché i mercati dovrebbero beneficiare delle robuste dinamiche di crescita degli utili. Nonostante le valutazioni talvolta eccessive le azioni restano un'asset class attraente, date le solide prospettive di crescita e i bassi tassi di interesse. Prevediamo che questa robusta crescita degli utili possa più che compensare la graduale normalizzazione della politica fiscale e monetaria. In termini settoriali, manteniamo la nostra preferenza strutturale per i titoli growth di qualità nei settori tecnologia dell'informazione, beni di consumo voluttuari e sanità. In chiave tattica, nel contesto attuale siamo esposti selettivamente a settori ciclici come materiali e industria.

Riguardo alla componente obbligazionaria, abbiamo aperto il 2022 con una posizione di cautela sul fronte dei rischi sia di tasso che di spread. Di conseguenza, adottiamo un'esposizione "scalare" che combina debito emergente a breve termine e posizionamento strutturale sul credito investment grade a medio termine. Date le nostre prospettive positive sulle azioni, deteniamo anche un'esposizione alle obbligazioni convertibili che possono offrire opzioni interessanti. Dopo un anno molto difficile, ci aspettiamo un 2022 più costruttivo per gli investitori obbligazionari e siamo pronti ad aumentare la nostra duration una volta che si capirà meglio il percorso di normalizzazione delle banche centrali. Tuttavia, non abbiamo fretta, poiché permane il rischio di un allargamento degli spread oltre che di un aumento dei tassi.

In termini di posizioni decorrelate, pensiamo che asset fisici come l'oro e le materie prime offrano un interessante profilo di rischio/rendimento nel contesto di mercato che ci aspettiamo per il 2022.

Infine, i principali rischi riguardano nel 2022 la graduale eliminazione dei sostegni della banca centrale e del governo, in un contesto di valutazioni elevate. È dunque opportuno essere cauti e selettivi nella composizione e nelle dimensioni dell'allocazione azionaria. Nel 2022 ci aspettiamo un mercato più volatile e raccomandiamo di mantenere un approccio tattico, soprattutto ricorrendo a strategie di opzioni a parziale copertura dei portafogli. Questa opzionalità dovrebbe generare rendimenti asimmetrici.

Azioni: Un ritorno allo stock-picking

All'inizio del 2021 credevamo che le efficaci campagne di vaccinazione avrebbero permesso a settori duramente colpiti come l'energia, le banche, i viaggi e il tempo libero di recuperare il ritardo rispetto al resto del mercato. Una serie di indicatori di attività, fra i quali la mobilità, i viaggi aerei e la spesa dei consumatori, mostrano che la normalizzazione economica è ben avviata. Tuttavia, il percorso verso il pieno recupero rimane discontinuo, con discrepanze fra aree geografiche e settori.

Per esempio, molti dei settori azionari statunitensi che nel 2021 hanno realizzato le migliori performance, nel 2020 erano stati invece duramente penalizzati dai mercati. L'energia e le banche hanno entrambi più che doppiato la media del mercato e ora viaggiano sopra i loro livelli pre-Covid. Inoltre, alcuni dei protagonisti assoluti del 2020 grazie alle chiusure e all'economia del telelavoro, hanno chiuso il 2021 in affanno. Nel 2021 società come il colosso dell'e-commerce Amazon, il campione della comunicazione video zoom o il leader dell'home fitness Peloton hanno tutte risentito del cambiamento di comportamento dei consumatori. Comprensibilmente, gli acquirenti sono stati felici di tornare a fare shopping nei negozi fisici, gli impiegati hanno apprezzato le riunioni di persona e i ciclisti e corridori sono tornati ad assaporare la dimensione sociale dei loro sport.

Come nel 2021, ci aspettiamo che il contesto macroeconomico continuerà a favorire le azioni L'asset class dovrebbe beneficiare di bassi tassi d'interesse, di una crescita economica modesta ma positiva e di un'ampia liquidità..

Alla vigilia del 2022, per scegliere la migliore allocazione settoriale dobbiamo chiederci se alcuni settori continueranno a recuperare terreno oppure se le società a crescita più rapida prenderanno di nuovo il comando? Crediamo che il 2022 premierà le imprese che sono in grado di espandersi, indipendentemente dalla crescita media del PIL. Sono le tipiche imprese tecnologiche, quelle delle tecnologie cloud e dei semiconduttori, o del software a servizio (SaaS), ma anche gli innovatori di nicchia nella sanità e nei trasporti.

Dopo le turbolenze globali del 2020, il 2021 ha ricordato agli investitori che le instabilità a livello locale/settoriale possono essere dolorose. Abbiamo visto il governo cinese introdurre dure misure in settori come le scuole private e l'intero comparto tecnologico. Molte aziende hanno perso più della metà del loro valore di mercato in poche settimane.

Tuttavia, le turbolenze possono anche presentare opportunità tattiche. Per definizione una turbolenza è imprevedibile, ma crediamo che un'inflazione ostinatamente alta (che non rappresenta il nostro scenario centrale) non colpirebbe tutte le società in modo uniforme. La buona notizia è che, in maggioranza, le aziende da noi favorite fanno il prezzo anziché accettarlo. In altre parole, hanno la capacità di determinare i prezzi e di trasferire l'aumento dei costi sui clienti. Infatti offrono beni e servizi che poche altre società sanno offrire. La penuria di materiali e il know-how offrono entrambi opportunità di investimento.

Crediamo che il 2022 dovrebbe essere un anno favorevole agli stock picker, poiché gli utili tornano in primo piano. Nel 2021, l'alta marea della ripresa ha sollevato tutte le banche; con i prezzi di mercato relativamente onerosi del 2022, tuttavia, gli investitori hanno margini di sicurezza ridotti e devono selezionare le società che non li deluderanno.

Risultati 2° semestre 2021	Previsioni 2022
I mercati sviluppati hanno sovraperformato quelli emergenti	I mercati sviluppati hanno sovraperformato quelli emergenti
I settori ciclici hanno sovraperformato quelli difensivi	Sovraperformance tattica dei settori ciclici

Obbligazioni: Restare agili

Nel 2021 l'inflazione è stata più robusta e durevole di quanto atteso dagli investitori Cosa accadrà nel 2022? Due fattori alla base dell'aumento dell'inflazione del 2021 non avranno più alcuna incidenza l'anno prossimo: un punto di partenza molto basso e le simultanee tensioni della domanda e dell'offerta. I cicli inflazionistici sono generalmente legati a una forte domanda, come abbiamo visto nel 2021, ma l'anno prossimo la domanda dovrebbe calare. Pur restando a livelli sostenuti, la domanda eserciterà una minore pressione sui costi di produzione. Inoltre, la fiducia dei consumatori rimane al di sotto dei livelli del 2017-2019. Il rischio principale deriva, nel nostro scenario di base, dalle pressioni dell'inflazione salariale; tuttavia, i sindacati hanno perso parte della loro forza passata e la pandemia ha accelerato la transizione digitale.

A pesare è anche il rischio di un errore monetario o fiscale o di un repentino cambio di direzione della politica, specialmente per gli emittenti di bassa qualità. Grazie ai sussidi e alle moratorie, il tasso di insolvenza è stato molto contenuto nel 2021. Un improvviso ritiro del sostegno può avere un impatto sulle aziende altamente indebitate, specialmente nei segmenti di rating B e CCC.

Infine, le modifiche normative apportate dalla Cina ai settori della tecnologia, dell'istruzione o dell'immobiliare offriranno più opportunità che rischi alle obbligazioni. Inoltre, l'ingresso della Cina nell'indice World Governments Bond (WGBI) dall'ottobre 2021 sosterrà i flussi in entrata. Di conseguenza, il ritmo degli acquisti mensili da parte degli investitori esteri dovrebbe accelerare quasi del 50%, sostenendo il mercato obbligazionario cinese. Ovviamente sarà necessario rimanere selettivi e concentrarsi sull'alta qualità del credito.

Con questo quadro di riferimento, quali sono le nostre preferenze per il 2022? Continuiamo a vedere valore nel debito subordinato e nelle obbligazioni convertibili. Quest'anno queste due classi di attivi hanno sovraperformato la media del mercato obbligazionario e prevediamo manterranno il vantaggio. Inoltre, entrambe hanno prezzi inferiori ai loro picchi storici di valutazione (in particolare le obbligazioni convertibili di emittenti asiatici).

Continuiamo a preferire il credito investment grade al credito high yield. Le valutazioni dell'high yield sembrano "a prezzo perfetto" e potrebbero risentire della stretta fiscale e del rifinanziamento nei prossimi 18 mesi. Nel credito investment grade, nel 2020 le agenzie di rating hanno svolto un'intensa attività, soprattutto di revisione positiva delle società della categoria high-yield. Ciò nonostante, preferiamo ancora gli emittenti BBB con scadenze a breve-medio termine. I mercati hanno fortemente riprezzato la normalizzazione della politica monetaria nel segmento breve della curva dei rendimenti, che diventa più attraente.

Inoltre, difficilmente entreremo in un lungo ciclo di stretta monetaria, perché in quasi tutti i mercati sviluppati le banche centrali non saranno in grado di raggiungere il loro tasso neutro senza minare l'economia. È un ritorno alla normalità dopo un accadimento unico della storia moderna.

Cosa accadrà ai titoli di Stato? In un portafoglio bilanciato, continuano a fornire una diversificazione e agiscono come bene rifugio in caso di improvviso calo dei mercati azionari. Non disprezziamo nemmeno i titoli di Stato periferici, ma prestiamo maggiore prudenza perché sono più volatili.

Infine, rimaniamo selettivi sui mercati emergenti. Il 2021 è stato un anno difficile per gli investimenti obbligazionari, ma le valutazioni sono migliorate e sembrano più attraenti rispetto ad altri segmenti. Inoltre, diverse banche centrali sono ben avviate verso una politica di stretta monetaria, che potrebbe destabilizzare il mercato obbligazionario nel breve termine e creare opportunità per gli investitori selettivi e pazienti. Il settore immobiliare cinese, per esempio, ha già permesso di cogliere delle occasioni che dovrebbero ripagare nel medio termine; il panico diffuso ha creato grandi opportunità per generare performance positive nel 2022.

In sintesi, la volatilità dovrebbe rimanere alta per i tassi e aumentare per gli spread di credito. Nonostante il contesto di bassi tassi d'interesse, le obbligazioni rimangono attraenti, a patto che gli investitori rimangano agili e attenti a cogliere le opportunità invece di limitarsi ad un approccio buy-and-hold.

Risultati 2° semestre 2021	Previsioni 2022
Le obbligazioni subordinate realizzano alcune delle migliori performance obbligazionarie	Valutazione interessante delle obbligazioni subordinate
Il segmento high yield ha sovraperformato, ma gli spread sono molto cari	Preferenza per le obbligazioni investment grade rispetto a quelle high yield
Ingresso della Cina nell'indice World Government Bond, insieme all'allargamento generalizzato degli spread	Opportunità selettive nelle obbligazioni asiatiche

Mercati privati: Una derivazione dei mercati pubblici o una vera alternativa?

La storia finanziaria ricorderà il 2021 come un anno straordinario per gli attivi rischiosi. Anche se con una minore visibilità rispetto ai mercati pubblici, il private equity ha archiviato un anno significativo, in termini di operazioni chiuse, di valutazioni pagate e di uscite da IPO tecnologiche di alto profilo. Entrando nel 2022, ci aspettiamo una crescita ancora solida ma in gran parte già scontata. Gli asset allocator dovranno posizionarsi in modo intelligente per catturare i rendimenti idiosincratici che i mercati privati sanno generare e non lasciarsi ingannare da un'apparente diversificazione del portafoglio che, in realtà, raddoppia semplicemente i costosi premi al rischio già presenti nei loro portafogli pubblici.

I mercati privati ampliano e arricchiscono il nostro universo d'investimento offrendo agli investitori l'accesso ad asset e società non disponibili sul mercato pubblico. Permettono inoltre agli investitori di avere una visione più lunga, evitando le insidie delle logiche di breve periodo e del cattivo processo decisionale di fronte alla volatilità mark-to-market. La loro minore efficienza può premiare l'analisi approfondita e i piani di creazione di valore ben eseguiti degli investitori più attenti. Infine, i mercati privati consentono agli investitori di partecipare a storie di successo prima che tale crescita si normalizzi.

Criptovalute a parte, prevediamo che il protagonista assoluto del 2021 sarà il Nasdaq. Poiché il successo attira altro successo, la maggior parte degli investitori ha intenzione di aumentare la propria esposizione alla tecnologia, ma si rende anche conto che le aziende tecnologiche quotate non sono che la punta dell'iceberg. Dato che le imprese rimangono fuori dai listini pubblici per più tempo, gli investitori possono cercare di esporsi a società ad alta crescita prima che diventino pubbliche attraverso una IPO. Tuttavia, più aspettano e più aumenta il rischio di una loro valutazione, specialmente nel contesto odierno di abbondante liquidità. D'altra parte, l'investimento in fase iniziale comporta un significativo rischio commerciale e di duration, che può essere mitigato solo da un'adeguata diversificazione e dalla disponibilità di capitali aggiuntivi. Il giusto equilibrio si trova probabilmente in un punto intermedio fra i due estremi, ma l'accesso a tali opportunità richiede competenze e reti specializzate.

Sviluppare un portafoglio di private equity per stratificare il rischio richiede tempo e disciplina. Nessuna crisi o euforia dovrebbe impedire agli investitori di raggiungere i loro obiettivi strategici di asset allocation. Tuttavia, a seconda del contesto macro e del quadro di valutazioni, gli allocatori possono favorire alcuni segmenti più interessanti. Quando esiste molta liquidità e un'intensa concorrenza per aggiudicarsi le operazioni, dedichiamo tempo e risorse alle questioni di successione nelle imprese familiari o alla cessione di attività non strategiche. La complessità e le piccole dimensioni delle operazioni ci permettono di partecipare a operazioni a prezzi più ragionevoli, limitando il nostro capitale a rischio.

Nel contesto dei cicli di mercato, gli investimenti in società in sofferenza offrono occasioni interessanti. Nei giorni più bui del lockdown, una vasta gamma di allocatori globali ha raccolto quantità record di capitali. Alcuni sono rimasti scottati da opportunità dal respiro corto con volumi ridotti. Pochissimi investitori hanno avuto il tempo di accumulare attivi di qualità a prezzi bassi prima dell'avvio della campagna vaccinale, e le successive aspettative di recupero hanno spento gli entusiasmi. Nemmeno l'attesa ondata di fallimenti si è mai concretizzata, grazie alle moratorie imposte in quasi tutte le giurisdizioni per impedire alle aziende di portare i libri in tribunale. Una volta eliminate queste misure di sostegno, potrebbero sorgere opportunità selettive.

Ciò nonostante, siamo riusciti a cogliere le opportunità generate dalla crisi nel corso dell'anno, soprattutto attraverso le nostre strategie di finanziamento delle controversie legali riguardanti un numero crescente di richieste di risarcimento per insolvenza e la tutela della continuità aziendale. Lo riteniamo uno dei canali più interessanti per beneficiare della crisi senza esposizione al mercato oltre che un altro esempio dei vantaggi della diversificazione che i mercati privati possono aggiungere al portafoglio.

Risultati 2° semestre 2021	2022 Predictions
Solida performance del private equity, specialmente per le migliori strategie su società growth e in fase avanzata	Rimanere concentrati sugli investimenti nel segmento intermedio del mercato, e in particolare nelle società tecnologicamente all'avanguardia con modelli di business resilienti.
Continua crescita dei finanziamenti per controversie legali, che contribuiscono notevolmente alle nostre strategie in beni giuridici	Le questioni di successione riguardanti le imprese familiari continuano a fornire opportunità interessanti
	Le minacce inflazionistiche e le politiche errate sono il principale rischio per le valutazioni attuali, e richiedono rigore nei prezzi

Hedge Fund: Nuove opportunità in Cina

In Cina le crescenti esigenze sanitarie e di innovazioni mediche, sostenute dalla ricchezza crescente e dall'invecchiamento della popolazione, stanno generando nuove opportunità. La popolazione cinese spende attualmente una frazione di quello che i Paesi sviluppati destinano all'assistenza sanitaria. Sviluppando un più ampio accesso ai servizi sanitari e finanziando la biotecnologia e i farmaci per soddisfare la domanda, crediamo che le imprese cinesi offriranno validi punti di ingresso agli investitori..

Negli ultimi mesi è emersa la necessità di investire nei settori più sviluppati dell'economia cinese. La regolamentazione e la rapida crescita hanno reso difficile questo obiettivo, ma crediamo che il tema sanitario darà buoni frutti. Stiamo lavorando con gestori specializzati di Hong Kong, della Cina continentale e degli Stati Uniti per seguire gli sviluppi e valutare il potenziale di ogni innovazione.

Le innovazioni mediche cinesi sono ancora in ritardo rispetto ai progressi degli sviluppatori europei e statunitensi, ma le risorse dedicate al miglioramento dell'assistenza sanitaria preparano il settore a una fase di progressi.

Più in generale, i mercati azionari stanno reagendo alla normalizzazione della politica monetaria. Gli acquisti d'emergenza di titoli da parte delle banche centrali hanno risollevato i mercati durante la pandemia, disincentivando gli investitori ad analizzare i fondamentali delle azioni. Quest'anno abbiamo osservato un contesto molto difficile a breve termine, a causa della guerra di Reddit alla "stretta ribassista" e a una scarsa distribuzione fra posizioni lunghe e corte. I temi macro hanno ispirato i grandi movimenti a livello di settori economici, costringendo i gestori azionari a muoversi nel peggior ambiente da oltre un decennio in termini di capacità di generare alfa.

Tutto è cambiato ora che le banche centrali delle economie sviluppate discutono l'aumento dei tassi d'interesse e la riduzione dei loro acquisti di titoli. Nel frattempo, a molti investitori è stata ricordata la resilienza che gli hedge fund sanno offrire.

Di conseguenza, i mercati stanno prestando più attenzione agli utili e alle prospettive delle aziende. Nel breve periodo ci aspettiamo quindi che le sorprese sugli utili si traducano in una maggiore volatilità, poiché gli investitori iniziano a differenziare nuovamente i settori. È un elemento molto positivo per i nostri stock picker che cercano di generare alfa.

Nel frattempo, vediamo valore nei fondi OICVM alternativi. Il livello più basso dei loro rendimenti attesi, dovuto principalmente a una minore leva e concentrazione rispetto agli hedge fund classici, è compensato da una maggiore liquidità. Questa flessibilità ci permette di essere più orientati al trading quando gestiamo un portafoglio di fondi OICVM alternativi.

Infine, restiamo convinti del valore delle strategie di arbitraggio convertibile e di arbitraggio su fusioni che, grazie alla loro mancanza di correlazione con la generalità del mercato, possono fornire una diversificazione.

Risultati 2° semestre 2021	Previsioni 2022
Le nostre due posizioni più convincenti nell'arbitraggio convertibile e nell'event-driven hanno ottenuto buoni risultati e offerto una valida diversificazione durante la correzione di settembre	Valutazione positiva sull'arbitraggio su fusioni
	Valutazione positiva sull'arbitraggio di convertibili
	Valutazione positiva sugli hedge azionari: con bassa esposizione al mercato e approccio lungo sulla sanità cinese

Trading: Vivacità più che euforia

Per gli asset rischiosi è stato un anno relativamente tranquillo, dopo che i mercati azionari hanno scalato il muro di paure (tassi, Cina ecc.) che ha raggiunto livelli record. Una delle grandi questioni che i trader si pongono è se il mercato sia sufficientemente euforico per parlare di picco. Il quadro è disomogeneo.

Una caratteristica frequente dei picchi di mercato sono, per esempio, i forti afflussi nei fondi del mercato azionario. Nel 2021 gli ETF (fondi negoziati in borsa) hanno registrato importanti flussi in entrata e gli ETF statunitensi hanno raggiunto un totale di 7.000 miliardi di USD, dopo i 2.000 miliardi aggiunti nel corso dell'ultimo anno. Nel complesso, tuttavia, i flussi aggregati di fondi azionari non sono stati eccezionali e anche i fondi del mercato monetario si mantengono a livelli elevati. Le offerte pubbliche iniziali (IPO), spesso viste come indicatore di cattiva speculazione, sono diminuite notevolmente dall'inizio di quest'anno, quando il mercato era inondato di SPAC (società di acquisizione per fini speciali). La stretta normativa statunitense su questi veicoli ha ridotto il numero di IPO.

L'impennata del trading al dettaglio è stata interpretata da molti come un segno della prossima fine della fase di mercato rialzista. La democratizzazione delle piattaforme online come Robinhood e il ruolo giocato dalle piattaforme di investimento sui social media come #WallStreetBets su Reddit hanno cambiato la ripartizione dei volumi di trading tra gli investitori istituzionali e quelli al dettaglio. Goldman Sachs, per esempio, ha mostrato che la metà di tutte le operazioni condotte su singole stock opzioni negli Stati Uniti ha riguardato investitori al dettaglio. Non dobbiamo dimenticare che gli investitori retail hanno partecipato in misura contenuta al mercato toro tra il 2008 e il 2020, quindi era da molto tempo che si aspettava un ribilanciamento.

Gli indicatori tecnici hanno mostrato che l'ampiezza del mercato era soddisfacente, come abbiamo riscontrato storicamente. Nel frattempo, la leadership a livello di settore e di stile è stata contesa fra due diverse componenti. Nel primo e ultimo trimestre dell'anno, i titoli ciclici e a beta elevato hanno sovraperformato grazie all'aumento dei rendimenti obbligazionari. Nel trimestre a cavallo tra i due, la parte ciclica ha segnato una battuta d'arresto poiché i settori difensivi hanno sovraperformato sulla scia del calo dei rendimenti obbligazionari. La "propensione al rischio" si è riaccesa a fine settembre insieme all'interesse di alcuni investitori per i titoli "meme", benché in misura inferiore rispetto al primo trimestre. Un'interessante dicotomia si è riproposta anche negli ultimi mesi dell'anno: si è acuita la volatilità dei mercati obbligazionari mentre si è attenuata quella dei mercati azionari. Questo sembra indicare che gli investitori vedono il ciclo di rialzo dei tassi previsto da tempo come un problema per il mercato obbligazionario, ma non per le azioni (almeno per ora).

Sul fronte valutario, le principali valute dei mercati sviluppati si sono mosse all'interno di una forbice ristretta e il franco svizzero si è difeso piuttosto bene da tutte le principali valute. Le tensioni si sono concentrate su alcune valute emergenti come il real brasiliano e la lira turca. La debolezza dello yen giapponese può essere interpretata come un altro segno della prevalenza della "propensione al rischio". L'asset class delle materie prime è quella che ha ottenuto la migliore performance (superando le criptovalute), ma i volumi rimangono molto al di sotto dei loro picchi storici.

Mettendo da parte gli investimenti tradizionali, il 2021 potrebbe essere ricordato come l'anno della svolta per le criptovalute e gli asset digitali. Infatti la capitalizzazione di mercato delle criptovalute è salita da meno di 1.000 a più di 3.000 miliardi di dollari. Inoltre, sono improvvisamente apparse applicazioni per blockchain come DeFi e NFT (token non fungibili). Infine, è stato un anno segnato dalla maggiore adozione delle criptovalute all'interno dell'industria finanziaria, grazie al lancio del primo ETF in bitcoin, all'IPO di Coinbase e ai servizi di custodia e negoziazione di criptovalute da parte di grandi banche in tutto il mondo. L'inclusione delle criptovalute nei portafogli globali non interessa solo gli investitori al dettaglio, i clienti ad elevato profilo patrimoniale (HNWI) o gli hedge fund, bensì anche istituzioni e società come Tesla, Square e MicroStrategy. Ciò è avvenuto nonostante il crollo di maggio delle criptovalute, che è stato seguito dalla messa al bando in Cina delle attività di mining e dalla minaccia di una stretta regolamentare in tutto il mondo.

In definitiva, i segnali di vivacità tra gli investitori istituzionali e al dettaglio esistono davvero, ma forse è presto per parlare di euforia. Aspettiamo di capire se il 2022 confermerà questa tendenza.

Contributi

01 **Charles-Henry Monchau,** Chief Investment Officer
charles-henry.monchau@syzgroup.com

02 **Adrien Pichoud,** Chief Economist
adrien.pichoud@syzgroup.com

03 **Luc Filip**, Head of Discretionary Portfolio Management
luc.filip@syzgroup.com

04 **Saïd Tazi,** Senior Portfolio Manager, Azioni
saïd.tazi@syzgroup.com

05 **Fabrice Gorin**, Senior Portfolio Manager, Obbligazioni
fabrice.gorin@syzgroup.com

06 **Olivier Maurice**, Managing Partner, Syz Capital
omaurice@syzcapital.com

07 **Cédric Vuignier,** Head of Liquid Alternative Investments, Syz Capital
cvuignier@syzcapital.com

08 **Valerie Noël**, Head of Trading
valerie.noel@syzgroup.com

INFORMAZIONI IMPORTANTI

Questa comunicazione di marketing è stata realizzata da Syz Group. È esclusa la sua distribuzione, pubblicazione e divulgazione o il suo utilizzo da parte di persone o entità giuridiche che siano cittadini o residenti di Stati, paesi o giurisdizioni le cui leggi e i cui regolamenti applicabili ne vietino la distribuzione, la pubblicazione, la divulgazione o l'utilizzo. Non è destinata a persone o entità verso le quali l'invio di tale comunicazione di marketing sarebbe illegale.
Questo documento ha finalità puramente informative e non deve intendersi quale offerta o sollecitazione per la sottoscrizione, l'acquisto, la vendita o la conservazione di qualsiasi titolo o strumento finanziario, né quale documento contrattuale. Le informazioni ivi contenute non costituiscono consulenza legale, fiscale o contabile e potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. Le valutazioni di mercato, i termini e i calcoli qui contenuti sono stime meramente indicative e possono cambiare senza preavviso. Le informazioni riportate provengono da fonti ritenute affidabili, ma il Gruppo Syz non ne garantisce la completezza o la precisione. Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Le nostre sedi

GINEVRA

Bank Syz Ltd
Quai des Bergues 1
CH – 1201 Ginevra

T +41 58 799 10 00
F +41 58 799 20 00

ZURIGO

Bank Syz AG
Dreikönigstrasse 12
CH – 8027 Zurigo

T +41 58 799 77 37
F +41 58 799 22 00

LUGANO

Banque Syz SA
Riva Paradiso 2
CH – 6902 Lugano-Paradiso

T +41 58 799 67 20
F +41 58 799 23 00

LOCARNO

Banque Syz SA
Via Cattori 4
CH – 6601 Locarno

T +41 58 799 66 66
F +41 58 799 22 50

ISTANBUL

Banque Syz SA
Zorlu Center
Levazim, Koru Sokağı No:2,
Teras Evler/T3 - NO 347
34340 Beşiktaş / İstanbul

T +90 212 703 77 99

JOHANNESBURG

Banque Syz SA
First Floor, Future Space
61 Katherine Street
RSA – Sandton 2146

T +27 (0)10 300 6040

#Forthefuture