



Nadège Dufossé, CFA
Head of Asset Allocation

ASSET ALLOCATION – LUGLIO 2020

PROSPETTIVE: RISCHI NOTI E
QUINDI PREVEDIBILI PER IL SECONDO
SEMSTRE?

UNA CRISI SANITARIA, ECONOMICA E FINANZIARIA SENZA PRECEDENTI?

La crisi sanitaria che stiamo attraversando è un “cigno nero, grigio o bianco” per i mercati finanziari? Il colore che possiamo attribuire a questo evento dipende dalla sua prevedibilità. Nassim Taleb, autore di questa teoria, contesta l'appellativo di cigno nero. Un evento di questo tipo era prevedibile e l'avevamo anche immaginato con grande precisione. Nel 2011, un film come “Contagion” descriveva in modo realistico la catena di eventi che può portare a una pandemia mondiale come quella che stiamo vivendo. Immaginato sì, ma non eravamo preparati come ci avvertiva, quattro anni dopo, Bill Gates, in un discorso dal titolo evocativo: “we are not ready for the next epidemic”.

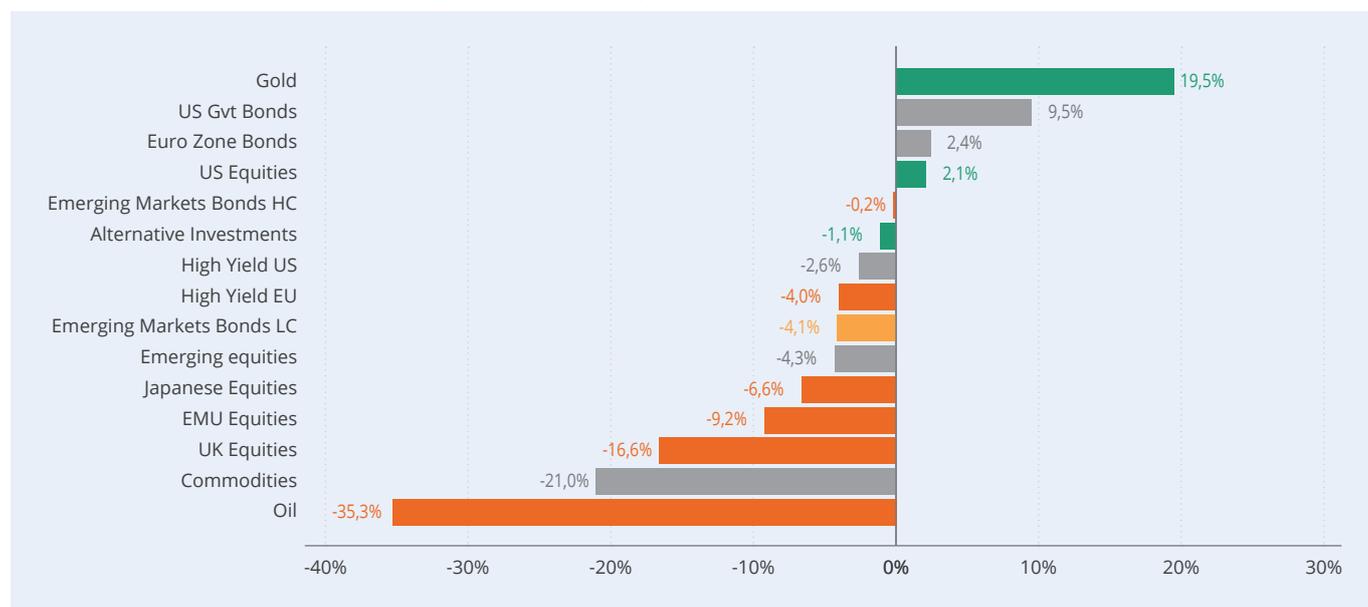
Inoltre, era difficile immaginare quali potessero essere le conseguenze inedite di questa epidemia: confinamento, chiusura parziale o totale delle grandi economie per diverse settimane, reazioni forti e rapide delle banche centrali e dei governi in risposta alla crisi sanitaria. Anche su questo aspetto siamo in fase di sperimentazione.

In poche settimane il mondo è precipitato da una fase di fine ciclo economico a una profonda recessione. Gli indicatori economici sembrano avere toccato i minimi nei mesi di aprile e maggio, mentre a partire da giugno si è osservata una forte ripresa delle attività in molti paesi. Dopo una fase di rapido recupero legato al “deconfinamento”, ora si tratta di valutare la velocità di ripresa delle nostre economie, ma anche di comprendere i cambiamenti di natura più strutturale che hanno subito.

L'analisi delle performance da inizio anno delle diverse asset class al 13 luglio non esprime adeguatamente l'interruzione economica che stiamo attraversando. Le azioni americane da inizio anno guadagnano il 2%, quelle emergenti perdono solo il 4%. Solo le azioni europee registrano un ribasso leggermente più marcato (-9% per l'Eurozona e -16% per il Regno Unito), mentre ad essere più colpite sono le materie prime (flessione del 35% del prezzo del petrolio).

“ Ora si tratta di valutare la velocità di ripresa delle nostre economie, ma anche di comprendere i cambiamenti di natura più strutturale che hanno subito ”

DELLE PERFORMANCE PER ASSET CLASS (IN VALUTA LOCALE)



Fonti: Bloomberg, Candriam. Dati al 13.07.2020. Le performance passate non sono garanzia di rendimenti futuri.

UN'ALLOCAZIONE FLESSIBILE IN UN CONTESTO STRAORDINARIO

Il leit motiv della nostra gestione in questo primo semestre? Flessibilità, adattamento, reattività per rispondere alla volatilità dei mercati. Come si traduce tutto questo? Un'esposizione ridotta agli asset rischiosi nei mesi di gennaio e febbraio. A fine marzo, l'aumento del peso azionario dopo la fortissima correzione del mese, è stato seguito da un incremento dell'allocazione nel credito europeo "Investment Grade" e nel debito emergente ad aprile e maggio. Un asset core in tutto questo periodo: l'oro, che ha contribuito positivamente alle performance, sia nelle fasi di correzione che in quelle di rimbalzo del mercato.

Come ci posizioniamo oggi? I mercati finanziari restano per il momento intrappolati tra due forze contrarie. Da un lato, i dati economici pubblicati a giugno hanno riservato sorprese positive, complice la rapida ripartenza dell'attività. Dall'altro, la diffusione del virus a livello mondiale è lontana dall'essere stata arginata. La minaccia di un'evoluzione fuori controllo della pandemia in alcuni paesi o di una seconda ondata può costituire un freno

alla ripresa dell'attività economica, nonostante il sostegno di governi e banche centrali. Di conseguenza, abbiamo aumentato l'esposizione alle asset class e alle regioni che evidenziano valutazioni interessanti e approfitteremo di questa fase di ripresa continuando a mantenere delle coperture, in particolare sull'esposizione azionaria.

UN RILANCIO POLITICO ED ECONOMICO PER L'EUROPA

Le performance degli asset europei segnano un ritardo rispetto agli asset americani o emergenti. Crediamo che l'Europa sia favorita da qualche asso nella manica, che le potrebbe consentire di registrare migliori performance nel secondo semestre. La nostra preferenza per l'Europa resta tattica anche se, in un'ottica a più lungo termine, iniziamo finalmente a osservare ragioni più strutturali per prediligere il vecchio continente.

GLI ASSET EUROPEI REGISTRANO PERFORMANCE MIGLIORI NELLE FASI DI RIPRESA ECONOMICA

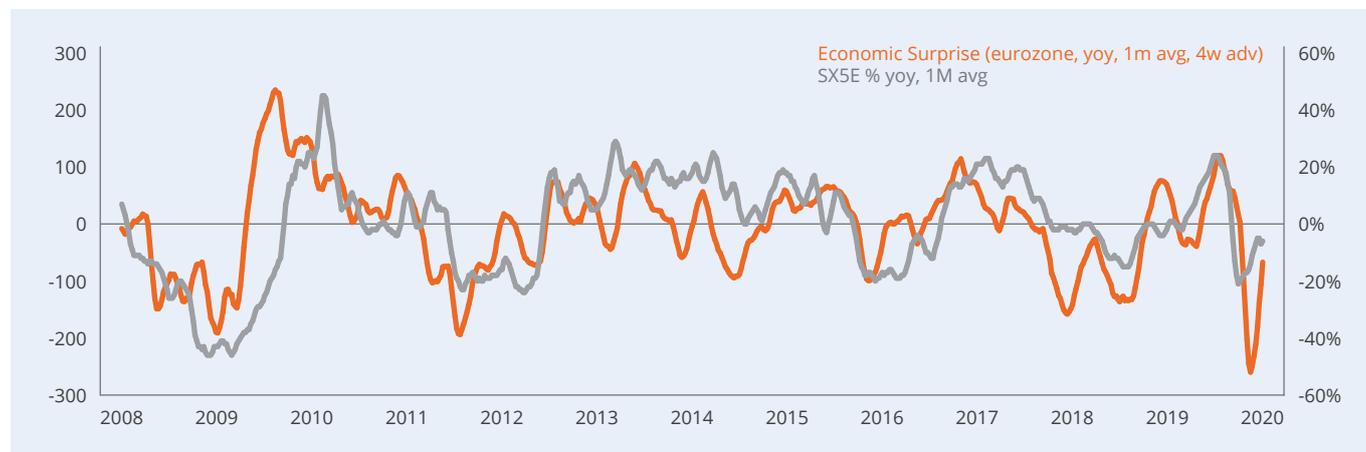
La composizione più ciclica degli indici europei favorisce la loro sovraperformance nelle fasi di ripresa dell'attività. Le misure di lockdown adottate a marzo nei paesi dell'Europa continentale, dopo averli penalizzati, ora dovrebbero favorirli: la gestione del virus sembra più efficace che negli Stati Uniti e si prospetta la possibilità di un rimbalzo economico più forte. Le misure di tutela del lavoro adottate dai governi dovrebbero contenere maggiormente l'aumento del tasso di disoccupazione rispetto agli Stati Uniti, consentendo una ripartenza più rapida dell'attività.



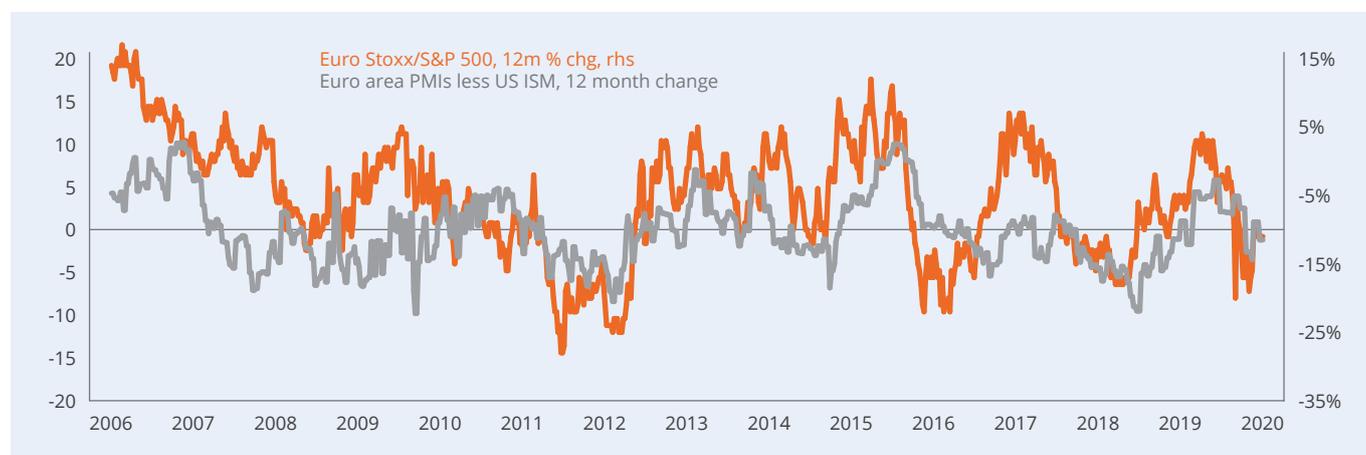
La crisi sanitaria legata al Covid-19 è senza precedenti. Viviamo in modo accelerato tutte le normali fasi di un ciclo economico.



PERFORMANCE DELL'INDICE EUROPEO E ATTIVITÀ ECONOMICA



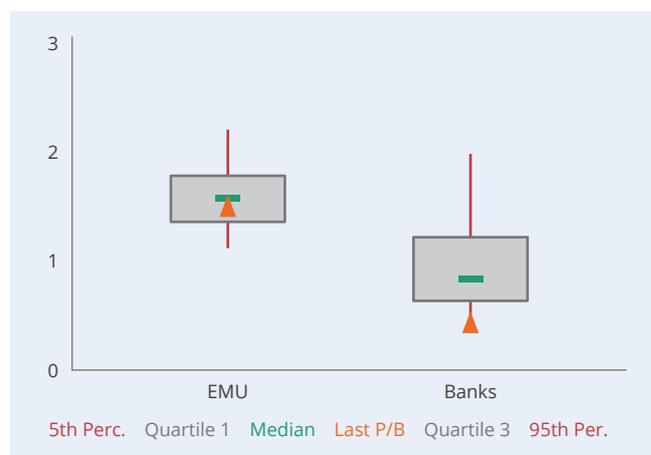
Fonti: Bloomberg, Candriam



Fonti: Bloomberg, Candriam

In questo contesto, consolidiamo in particolare la nostra esposizione ai settori più ciclici e al segmento “value”. Pensiamo che il settore bancario debba approfittare di questa fase di ripresa: le banche sono favorite anche da valutazioni a livelli storicamente convenienti; registrano buone performance in una fase di ripresa dell’attività e, questa volta, hanno beneficiato del sostegno della Banca Centrale Europea. L’avvio di nuove operazioni TLTRO a condizioni molto vantaggiose per le banche (interessi dell’1% sui prestiti della BCE) potrebbe aumentare del 5% la crescita dei profitti nel settore (e anche di più per alcune banche italiane). Nell’attuale situazione di crisi, le banche non sono al centro del problema come nel 2008, bensì al centro della soluzione. Devono permettere alle imprese di sopravvivere a diverse settimane di fermo dell’attività. Secondo noi, gli investitori stanno probabilmente sottovalutando il possibile aumento degli utili nel 2021 e nel 2022, che implicherebbe un forte recupero del settore.

LA VALUTAZIONE DELLE BANCHE RESTA PROSSIMA AI MINIMI STORICI – PRICE TO BOOK VALUE



Fonti: Bloomberg, Candriam

VERSO UNA DIMINUIZIONE PIÙ DURATURA DEL PREMIO PER IL RISCHIO?

I periodi di crisi in genere costituiscono fattori di progresso politico per l'Europa. La crisi sanitaria legata al Covid-19 è senza precedenti. Viviamo in modo accelerato tutte le normali fasi di un ciclo economico. L'Europa per il momento è stata capace di reagire in modo efficace e osserviamo dei cambiamenti profondi che potrebbero portare a una riduzione più duratura del premio per il rischio.

La Germania si è prontamente discostata dalla sua disciplina di bilancio e dalla regola aurea del deficit zero, annunciando un sostegno al bilancio superiore al 10% dell'attuale PIL. Un allentamento della politica di bilancio a lungo auspicato da una parte dell'Europa! Il secondo cambiamento istituzionale riguarda il cosiddetto recovery fund europeo. Annunciato congiuntamente da Angela Merkel ed Emmanuel Macron, costituisce un primo forte segnale di solidarietà europea e prevede la costituzione di un budget europeo dotato di risorse proprie. Il gesto politico è forte, ma l'impatto economico del piano di rilancio resta comunque limitato: 750 miliardi in diversi anni, pari al 6% del PIL, di cui più della metà saranno aiuti destinati ai paesi più colpiti dalla crisi. Il piano passerà attraverso il canale del bilancio europeo e sarà finanziato da un'emissione di debito da parte della Commissione europea. La sua istituzione ha un valore simbolico e rilancia la costruzione europea, riducendo il rischio di frammentazione dell'Eurozona emerso dopo la crisi finanziaria del 2008.

La BCE dal canto suo assicura un grande sostegno alle economie. L'espansione del bilancio europeo da inizio anno è comparabile a quella del bilancio della Fed. La BCE può inoltre acquistare i debiti sovrani dei paesi che ne hanno maggiore necessità (senza necessariamente rispettare i precedenti criteri di ripartizione).

La banca centrale sostiene anche direttamente le imprese con acquisti di obbligazioni. Questo massiccio apporto di liquidità ha consentito una riduzione dello spread del debito dei paesi periferici e delle obbligazioni corporate.

Il premio per il rischio europeo si colloca al di sotto della mediana dal 2008, ma resta intorno al 6,5%, superando il premio per il rischio americano (4,5 %). Se, dopo anni di defezioni da parte degli investitori non europei, l'Europa riesce a invertire questa tendenza, allora il premio per il rischio potrebbe ridursi in modo più sostenibile, assicurando un periodo di recupero per gli asset rischiosi europei.

Conseguenza di questo scenario? Abbiamo aumentato l'esposizione alle azioni europee (principalmente nell'Area euro) e al credito europeo "Investment Grade". Siamo positivi anche rispetto al debito periferico europeo e negativi sui titoli di Stato tedeschi. Per contro, da giugno abbiamo deciso di ridurre la nostra esposizione alle azioni americane, considerato che oltreoceano i rischi si accumulano e che lo S&P 500 registra una performance positiva da inizio anno.

“ Crediamo che l'Europa sia favorita da qualche asso nella manica, che le potrebbe consentire di registrare migliori performance nel secondo semestre ”

GRAFICO: IL PREMIO PER IL RISCHIO DELLA AZIONI EUROPEE* POTREBBE CONTINUARE A DIMINUIRE



* Premio per il rischio = EPS 2021e / indice di prezzo - tasso a 10 anni
Fonti: Refinitiv, Bloomberg, Candriam

AUMENTANO I RISCHI NEGLI STATI UNITI

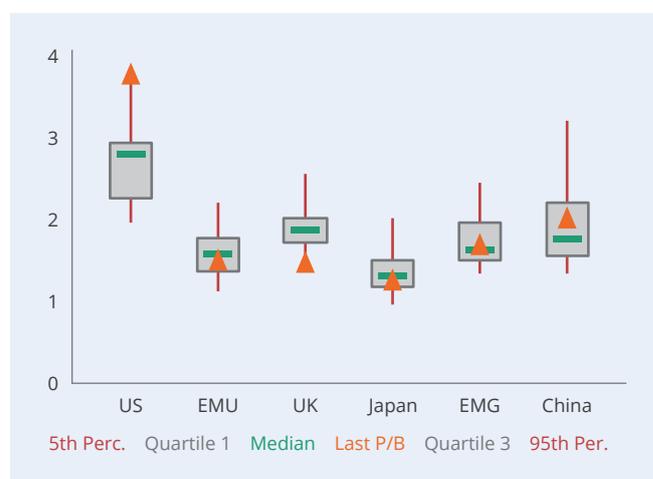
In questo momento sembra vi sia maggiore incertezza negli Stati Uniti rispetto all'Europa. I rischi si concentrano su due aspetti principali: da un lato, la gestione dell'epidemia di Covid-19 e il suo impatto economico; dall'altro, la possibilità di una "ondata blu" dopo le elezioni presidenziali del prossimo novembre. La valutazione più alta degli asset americani lascia meno spazio che in qualsiasi altra parte del mondo a possibili delusioni. Anche escludendo i titoli dei settori tecnologico e comunicazioni, il mercato americano resta relativamente più costoso rispetto a quello europeo.

L'epidemia di Covid-19 continua a espandersi a ritmo sostenuto negli Stati Uniti, mentre appare sotto controllo in Cina, Europa, Giappone e Canada.

Nuovi lockdown a livello locale o parziale possono pesare sulla ripresa dell'economia. Lo si può già vedere nei dati ad alta frequenza (apple mobility trend – dati sui consumi di Harvard...) che misurano in tempo reale l'andamento dell'attività. Gli ultimi dati mostrano una pausa nella ripresa degli Stati, più colpiti dalla seconda ondata pandemica.

La "cattiva" gestione dell'epidemia nel secondo trimestre ha ribaltato le previsioni elettorali che fino a quel momento davano D. Trump vincitore alle elezioni di novembre. Oggi la probabilità di una vittoria netta dei democratici, sia alla Presidenza che al Congresso, è decisamente aumentata. Una vittoria di J. Biden

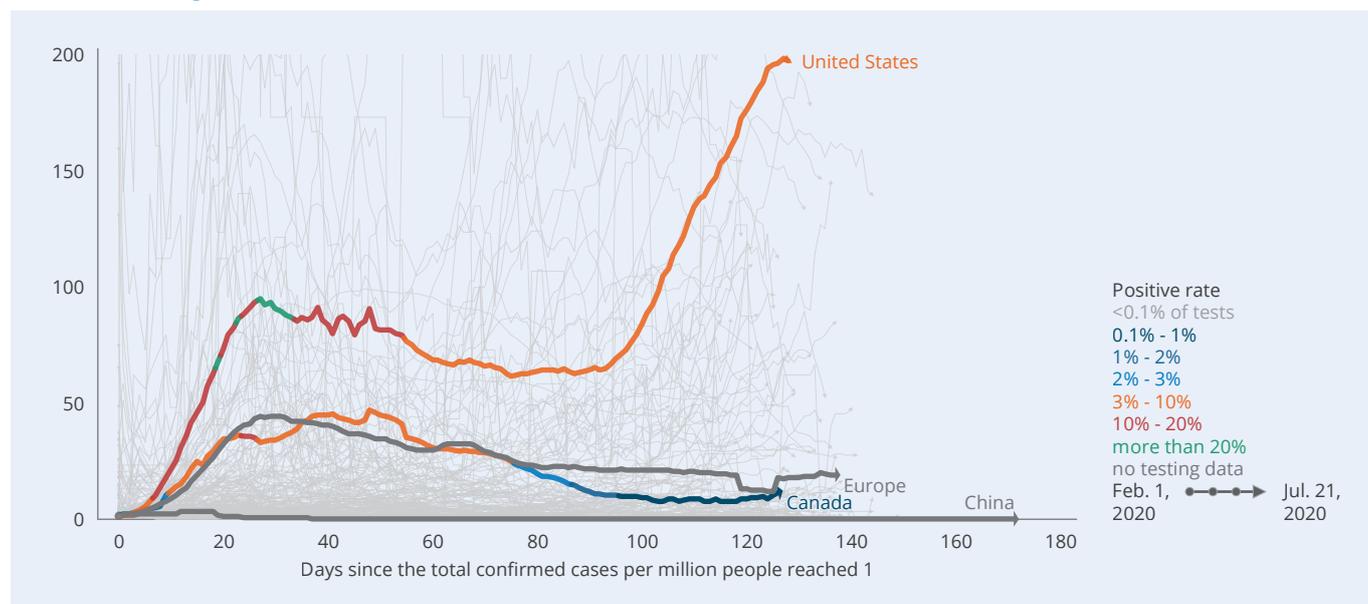
VALUTAZIONE: IL MERCATO AMERICANO E' PIU' COSTOSO – PRICE TO BOOK VALUE



Fonti: Bloomberg, Candriam

NUOVI CASI GIORNALIERI CONFERMATI DI COVID-19 PER MILIONE DI PERSONE

Media mobile a 7 giorni



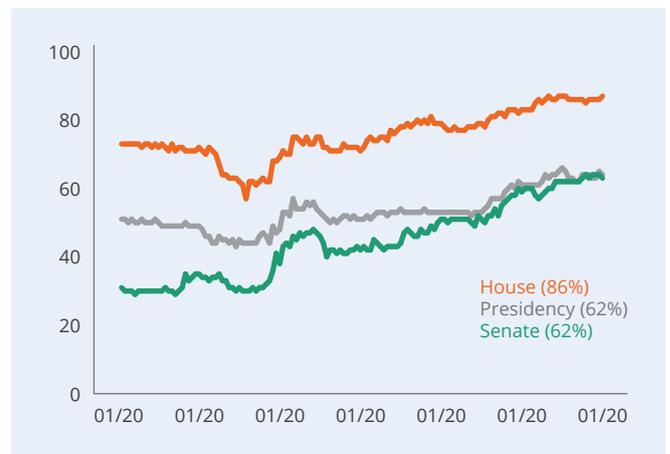
Fonte: European CDC – Situation Update Worldwide – Last updated 21 July, 09:38 (London time), Official data collated by Our World in Data CC BY

“ Oggi gli Stati Uniti sembrano meritare meno lo status di “safe haven” mantenuto durante le crisi precedenti. I rischi economici e politici sembrano superiori a quelli europei ”

potrebbe avere impatti settoriali negativi (in particolare per il settore sanitario o per quello energetico). L'impatto complessivo sul mercato americano è più difficile da determinare. Alcuni punti del suo programma sembrano penalizzanti, come ad esempio l'aumento dell'aliquota d'imposta sulle società o del reddito minimo, mentre il lancio di un programma infrastrutturale che tenga conto dell'ambiente e una possibile distensione delle relazioni internazionali sarebbero fattori decisamente positivi.

Oggi gli Stati Uniti sembrano meritare meno lo status di “safe haven” mantenuto durante le crisi precedenti. I rischi economici e politici sembrano superiori a quelli europei . La parte più resiliente del mercato americano, costituita dai titoli “growth”, ha registrato un nettissimo rialzo nelle ultime settimane, dato che potrebbe costituire un rischio ulteriore in caso di ribaltamento delle aspettative del mercato.

PROBABILITÀ DI VITTORIA DEMOCRATICA



Fonti: Bloomberg, Candriam

VARIAZIONE PERCENTUALE DEI RICAVI DELLE PICCOLE IMPRESE*

In Arizona, al 13 luglio 2020, il reddito totale delle piccole imprese è diminuito dell'11,4% rispetto a gennaio 2020.



* Change in net business revenue for small businesses, indexed to January 4-31 2020 and seasonally adjusted. This series is based on data from Womply. Fonte: <https://www.tracktherecovery.org/>

PAESI EMERGENTI: RENDIMENTI INTERESSANTI A MEDIO TERMINE PER AZIONI E OBBLIGAZIONI

Siamo positivi rispetto agli asset dei mercati emergenti. Abbiamo in particolare rafforzato l'esposizione alla Cina e ai titoli del mercato interno cinese.

Le valutazioni delle azioni emergenti sono convenienti. I 2/3 dell'indice delle azioni emergenti sono costituiti da azioni asiatiche – Cina, Taiwan e Corea. Questi paesi beneficiano di una buona gestione della crisi sanitaria, con un rischio epidemico attualmente inferiore rispetto ad altre parti del mondo. La crescita cinese, duramente colpita a inizio anno, è in ripresa dal secondo trimestre. Su base annua, la Cina dovrebbe mettere a segno una crescita positiva intorno al 2% e riuscire a recuperare i livelli di attività pre-Covid già a fine 2020. I mercati emergenti in genere sovraperformano quando il loro ritmo di crescita si discosta da quello dei paesi sviluppati, come dovrebbe essere nei prossimi anni. Un ulteriore fattore positivo potrebbe essere costituito dall'arresto della tendenza al rafforzamento del dollaro.

“ Su base annua, la Cina dovrebbe mettere a segno una crescita positiva intorno al 2% e riuscire a recuperare i livelli di attività pre-Covid già a fine 2020. ”

AZIONI DEI MERCATI EMERGENTI RISPETTO ALLE AZIONI GLOBALI



Fonti: Bloomberg, Candriam

UNA COSTRUZIONE BILANCIATA DEL PORTAFOGLIO

La nostra costruzione del portafoglio favorisce di conseguenza attivi e regioni molto esposti alla ripresa economica. I rischi sono presenti e ben identificati dagli investitori, fatto che limita comunque il potenziale ribasso dei mercati finanziari: il sentiment è lungi dall'essere eccessivamente positivo e gli investitori hanno mantenuto elevati livelli di liquidità in portafoglio. Il nostro posizionamento è complessivamente favorevole al rischio (preferenza per l'Europa, per alcuni settori value e per gli attivi emergenti), ma manteniamo delle coperture sulla componente azionaria dei portafogli, in modo da limitare l'impatto della volatilità residua.

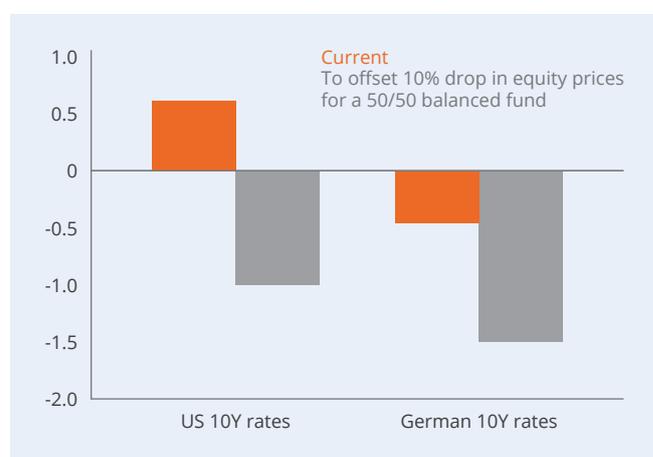
Anche il contesto di tassi bassi, generalizzato grazie al supporto massiccio delle banche centrali, rappresenta ancora una sfida per qualsiasi portafoglio diversificato.

Come si può evincere dal seguente grafico, occorrerebbero livelli di tassi d'interesse molto negativi (-1% per il decennale americano e -1,5% per il decennale tedesco) per assorbire una flessione del 10% delle azioni in un portafoglio bilanciato 50% azioni / 50% obbligazioni.

Per questo consideriamo altre asset class che svolgono lo stesso ruolo di ammortizzatore. Loro contribuisce positivamente alla performance da inizio anno. Il suo prezzo ha una correlazione inversa rispetto all'andamento dei tassi reali, scesi per effetto dell'intervento delle banche centrali. Con la ripresa economica, ci aspettiamo che le condizioni finanziarie restino accomodanti e quindi favorevoli al metallo prezioso.

La fine dell'anno potrà continuare a riservare agli investitori sorprese, buone o cattive, sui mercati. Pur continuando a mantenere una visione positiva a medio termine, continueremo a gestire attivamente la nostra asset allocation all'interno dei portafogli.

LIVELLO DEI TASSI D'INTERESSE DA RAGGIUNGERE PER COMPENSARE IL CALO DEL 10% DEI MERCATI AZIONARI



Fonti: Bloomberg, Candriam

“ Il nostro posizionamento è complessivamente favorevole al rischio, ma manteniamo delle coperture sulla componente azionaria dei portafogli, in modo da limitare l'impatto della volatilità residua. ”

**UFFICI
COMMERCIALI**

AMSTERDAM
DUBAI
FRANCOFORTE
GINEVRA / ZURIGO
MADRID
MILANO
NEW YORK

**CENTRI
DI GESTIONE**

LUSSEMBURGO
BRUXELLES
PARIGI
LONDRA

Questo documento é fornito a scopo esclusivamente informativo, non costituisce un'offerta per l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari, né rappresenta un consiglio di investimento o una conferma di transazione di alcun genere, eccetto laddove non sia espressamente così convenuto. Sebbene Candriam selezioni attentamente le fonti e i dati contenuti in questo documento, non si può escludere a priori la presenza di eventuali errori od omissioni. Candriam declina ogni responsabilità in relazione ad eventuali perdite dirette o indirette conseguenti sull'uso di questo documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere rispettati in ogni momento e il contenuto di questo documento non può essere riprodotto senza previo consenso scritto da parte della stessa.

Attenzione: i risultati passati di uno strumento finanziario o indice, o di un servizio di investimento, o le simulazioni di risultati passati, o le previsioni di risultati futuri non costituiscono indicatori affidabili dei risultati futuri. I risultati lordi possono subire l'impatto di commissioni, competenze ed altri oneri. I risultati espressi in una divisa diversa da quella del Paese di residenza dell'investitore sono soggetti alle fluttuazioni dei tassi di cambio, con un impatto negativo o positivo sui profitti. Nel caso in cui il presente documento si riferisse ad un trattamento fiscale specifico, tali informazioni dipenderebbero dalla singola situazione di ciascun investitore e potrebbero subire variazioni.

Il presente documento non costituisce una ricerca in materia di investimenti come definito dall'Articolo 36, § 1 della regolamento delegato (UE) 2017/565. Candriam sottolinea che queste informazioni non sono state preparate conformemente ai requisiti giuridici volti a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e che non sono soggette ad alcun divieto che proibisca le negoziazioni prima della diffusione della ricerca in materia di investimenti.

Candriam consiglia vivamente agli investitori di consultare, tramite il nostro sito web www.candriam.com, le informazioni chiave per gli investitori, il prospetto e tutte le altre informazioni pertinenti prima di investire in uno dei nostri fondi, compreso il valore patrimoniale netto dei fondi. Queste informazioni sono disponibili in lingua inglese o nella lingua locale di ciascun Paese in cui la commercializzazione del fondo è stata approvata.

Avviso specifico per gli investitori svizzeri: Il rappresentante designato e agenzia per i pagamenti in Svizzera è la RBC Investors Services Bank S.A., Esch-sur-Alzette, Zürich branch, Bleicherweg 7, CH-8027 Zurich. Il prospetto informativo, le informazioni chiave per gli investitori, lo statuto o il regolamento di gestione, i rapporti annuali e semestrali sono a disposizione gratuitamente in forma cartacea presso il rappresentante e agenzia per i pagamenti in Svizzera.

CANDRIAM. INVESTING FOR TOMORROW.



www.candriam.com