COVER STORY

Il 2020? Borse sull'ottovolante, ma la crescita continua

*L'economia globale è di fronte a un **bivio**. E i prossimi mesi saranno **cruciali** per capire come **affrontare i mercati**. Le **previsioni** e i **consigli**, per impostare la strategia migliore, di **43** tra **gestori, analisti e strategist** delle più importanti società di asset management*

di Fausto Tenini e Aldo Bolognini Cobianchi

Cautela e massima diversificazione di portafoglio, questo il messaggio che scaturisce dall'ampio panel di esperti interpellati per capire le prospettive dei mercati finanziari nel 2020. Se le **attese sul dollaro** sono in media leggermente al ribasso, le **asset class ad alto rischio** vanno pesate con maggior attenzione, dopo oltre un decennio di mercato toro. E lo **scenario Usa** in merito alle elezioni e ai potenziali vincitori appare più che mai sfidante, a maggior ragione se un pezzo da novanta come **Michael Bloomberg** si candidasse come valida alternativa al presidente uscente.

Le differenze, in termini di suggerimenti operativi, in relazione alle aree geografiche e alle asset class su cui puntare sono comunque elevate, a conferma della difficoltà di fare previsioni in un contesto di **alta incertezza**. Quest'ultima legata alla fase terminale di un ciclo espansivo di lungo termine, che può sì riservare soddisfazioni ma anche nascondere insidie, e risulta probabilmente più adatta a un **approccio flessibile** da parte dei gestori attivi. Che, molto più che in passato, dovranno essere in grado di cavalcare i frequenti **saliscendi** dei mercati che con buona probabilità si osserveranno nel corso dell'anno.

CANDRIAM

Nadège Dufossé, head of asset allocation

L'attività mondiale dovrebbe iniziare a rallentare durante l'inverno, con possibili sorprese al rialzo in Europa e nei mercati emergenti. Maggiori probabilità di un accordo sulla Brexit e una possibile tregua commerciale tra Stati Uniti e Cina hanno contribuito notevolmente a ridurre l'incertezza politica, cosa che dovrebbe influenzare positivamente la **fiducia delle imprese e dei consumatori** nei prossimi mesi. Abbiamo quindi prospettive favorevoli per una **crescita moderata** e positiva nell'immediato futuro. Inoltre, la maggior parte del ciclo di allentamento della politica monetaria dovrebbe essere ormai alle spalle e la politica di reflazione nei prossimi anni dovrà fare affidamento sulla **politica fiscale**. Ciò implica che la tendenza al

Nadège Dufossé, head of asset allocation di Candriam

ribasso dei rendimenti obbligazionari potrebbe essere finita e i **tassi dovrebbero fluttuare in un range di livelli bassi**.

Alla luce di tale contesto, ci attendiamo rendimenti globali non eccitanti, ma vediamo comunque un **premio di rischio azionario interessante** rispetto all'obbligazionario. Pertanto, manterremmo un'esposizione sottopesata alle obbligazioni sovrane durante il primo semestre 2020, ma ci potrebbe essere un carry interessante in alcuni segmenti del **debito dei mercati emergenti**. Manteniamo inoltre l'**oro come core holding** nei nostri portafogli.

La politica di reflazione, grazie a un maggior sostegno fiscale nei prossimi

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

Matteo Germano cio di Amundi Sgr e head of multi-asset investment platforms di Amundi

Lorenzo Alfieri country head per l'Italia di J.P. Morgan Am

anni, dovrebbe beneficiare di una rotazione azionaria su temi d'investimento come **titoli globali ciclici e value**. A medio termine, la costruzione di **infrastrutture digitali e per l'ambiente** rappresentano quelle nuove tendenze, considerate dai cittadini europei la sfida più urgente (secondo i dati di Eurobarometro), che dovrebbero beneficiare di un sostegno fiscale.

D'altro canto i rischi geopolitici non sono del tutto scomparsi e il loro ritorno potrebbe generare interessanti opportunità di investimento. In particolare, nel 2020 ci saranno le **elezioni statunitensi** (3 novembre) e individuiamo due momenti di potenziale volatilità del mercato: la designazione del candidato democratico prevista per il 3 marzo e la convention (a metà luglio), e la serie di dibattiti presidenziali (tre, tra il 15 settembre e il 22 ottobre). Dal momento che l'incertezza geopolitica ha cambiato natura, spostandosi sugli Stati Uniti, e il differenziale di crescita con il resto del mondo è destinato a ridursi, ci aspettiamo che il **dollaro** si indebolisca leggermente rispetto ai livelli su cui viaggia attualmente.

AMUNDI

Matteo Germano cio di Amundi Sgr e head of multi-asset investment platforms

Riteniamo che il rallentamento del commercio globale in corso non porterà ad una recessione globale nel 2020, grazie all'affermazione di **politiche monetarie e fiscali accomodanti** e della probabilità di un accordo commerciale parziale fra Usa e Cina. Le attuali aspettative di mercato per le azioni di politica monetaria sono quindi troppo alte e dovranno essere aggiustate. Tale adeguamento porterà **volatilità** nel mercato, con una moderata risalita dei rendimenti core e un aggiustamento delle valutazioni in alcuni settori azionari difensivi. Il livello più elevato dei rendimenti statunitensi dovrebbe impedire un forte deprezzamento del dollaro. Riteniamo, invece, che un **modesto deprezzamento del dollaro** sia lo scenario più probabile.

Ci saranno tre temi di investimento nel 2020. **Azionario**: l'assenza di una direzione chiara nei mercati e la debolezza nella crescita degli utili dovrebbero spingere gli investitori a cercare aree di resilienza con focus sulle azioni ad **alto dividendo**. Quando l'outlook si sarà stabilizzato, ci potrebbe essere una rotazione verso segmenti con valutazioni interessanti. In questo scenario, le azioni **cicliche**, il tema **value** e le **small cap** potrebbero offrire opportunità interessanti.

La ricerca di rendimento nei **mercati obbligazionari** passa dall'attenzione alla selezione e dall'adozione di strategie flessibili. Le obbligazioni **investment grade europee** e il segmento **high yield** rimarranno interessanti alla luce dell'outlook favorevole per i default in un contesto di stabilizzazione economica e di banche centrali accomodanti. Tuttavia, un **orizzonte temporale adeguato** per l'investimento è fondamentale, specialmente in caso di disallineamento fra la liquidità di mercato e la liquidità giornaliera dei fondi di investimento. Anche le obbligazioni dei **Paesi emergenti** appaiono interessanti, con una preferenza per quelle denominate in dollari o euro, con l'opportunità di investire anche in valuta locale nel corso del prossimo anno, quando il dollaro tenderà a indebolirsi.

Per quanto riguarda la componente core del mercato obbligazionario, un approccio flessibile e diversificato è appropriato. Infatti, la volatilità potrebbe aumentare in seguito a notizie sulla guerra commerciale Usa-Cina o sulle elezioni presidenziali statunitensi. Le **obbligazioni Usa di alta qualità** si distinguono per la loro liquidità e sono un'opportunità di hedging.

Vi saranno nuove opportunità sui **mercati emergenti**, a causa di un mondo più frammentato e del rallentamento nel commercio globale. Gli investitori dovranno ricercare opportunità in maniera granulare, privilegiando Paesi con forte domanda interna e meno esposti alle vulnerabilità esterne. Temi come la **Nuova via della seta** meriteranno maggiore attenzione.

Nel 2020 i portafogli dovranno essere a prova di volatilità che finora è stata limitata dalla diffusione di alcune strategie di investimento (es. vendere volatilità). Per limitare i picchi gli investitori dovrebbero considerare investimenti **alternativi** con bassa correlazione rispetto alle tradizionali asset class.

J.P. MORGAN AM

Lorenzo Alfieri, country head per l'Italia

Sui mercati azionari non si è verificata la contrazione che ci si aspettava, le aziende stanno facendo risultati migliori delle aspettative, sia negli Usa sia in Europa. Vediamo maggiori opportunità sui **mercati degli Stati Uniti**, in alcune aree dell'**Asia** e nei paesi periferici come **Brasile** e **Russia**. I mercati azionari di Europa e Cina saranno, invece, più condizionati dall'andamento incerto delle dinamiche macroeconomiche che rendono gli utili aziendali meno

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

COVER STORY

Joachim Fels
consulente
economico globale
di Pimco

interessanti. Guardando ai mercati obbligazionari, che dopo il recente rally mostrano rendimenti bassi e perfino negativi, è difficile trovare del valore nonostante una politica monetaria che continuerà a essergli favorevole. Su questi mercati prediligiamo, quindi, le emissioni **obbligazionarie corporate di alta qualità**, cartolarizzazione del credito negli Usa ed emissioni dei paesi emergenti espresse in valuta forte (dollaro americano o euro). Abbiamo, invece, ridotto l'esposizione verso l'high yield perché al momento riteniamo che il premio al rischio non sia sufficiente a coprire il rischio di default. Riguardo alle valute lo scenario rimane sicuramente più tranquillo rispetto al passato con un dollaro che si va stabilizzando grazie a politiche monetarie americane. Ci attendiamo una **normalizzazione del cambio dollaro/euro**, a vantaggio anche della stabilizzazione delle valute emergenti.

Nonostante i massimi storici, nel mercato azionario si può trovare ancora del valore ma è necessaria molta cautela nella selezione. Guardiamo ad **aziende ben posizionate** sui mercati internazionali, con **politiche di dividendo consistenti** ed estese nel tempo e uno stile di gestione value. A livello di aree geografiche, vediamo interessanti opportunità negli Usa, in alcuni mercati asiatici e nelle classi **A-share** della Cina. Tra gli altri mercati azionari, invece, quello europeo va valutato in modo selettivo a causa di un gap di valore creatosi nei mesi scorsi mentre quelli dei paesi emergenti vanno valutati in modo opportunistico.

PIMCO

Joachim Fels, consulente economico globale

Nel nostro ultimo Cyclical Forum abbiamo analizzato le prospettive macroeconomiche e siamo giunti alla conclusione che l'**economia mondiale sta per entrare in una fase di debolezza**, caratterizzata da bassa crescita che, a nostro avviso, si protrarrà per il 2020. Crediamo in particolare che l'economia dell'area euro rimarrà caratterizzata da una crescita dell'1% e da un'inflazione dell'1%. Le continue tensioni commerciali eserciteranno un notevole freno sulla crescita dell'area, in parte compensato da condizioni favorevoli sul mercato interno, tra cui situazioni finanziarie più accomodanti, un modesto stimolo fiscale e un po' di domanda ancora inespressa. Ne consegue che la crescita dovrebbe migliorare leggermente man mano che le condizioni commerciali si faranno gradualmente più favorevoli, anche se le incertezze permangono.

Riteniamo che i mercati mondiali dei tassi scontino già condizioni recessive, mentre sembra che i mercati del **credito societario** e degli **attivi rischiosi** prezzino un maggiore ottimismo. Per quanto riguarda la duration, il livello dei rendimenti continua a sembrare troppo basso alla luce del nostro scenario di riferimento. Ciò detto, in caso di aumento del rischio di recessione ravvisiamo una possibile continua **ricerca globale di duration**, probabilmente insensibile ai livelli di rendimento. Confermiamo l'orientamento prudente sul rischio di credito societario in ragione sia delle valutazioni elevate in un momento di rischio di recessione superiore alla media sia dei nostri timori in merito alla struttura del mercato del credito. Restiamo convinti che i titoli strutturati, in particolare i **titoli garantiti da ipoteca non-agency statunitensi** e altri residential mortgage-backed securities (**Rmbs**), offrano valutazioni relativamente interessanti e rappresentino una fonte più difensiva di rischio di credito, oltre a essere un settore poco affollato.

Per quanto riguarda le azioni, il nostro team di asset allocation individua rischi di ribasso per la crescita degli utili e predilige una posizione di modesto sottopeso nei portafogli multi-asset, continuando a mettere l'accento sui **titoli growth difensivi di qualità elevata**. Optiamo per modesti sovrappesi sulle **divise dei mercati emergenti**, calibrando attentamente le posizioni in base a valutazioni e carry. Ci aspettiamo inoltre di individuare opportunità selettive nei mercati emergenti in valuta locale ed estera.

BNY MELLON IM

Shamik Dhar, chief economist

Le valutazioni attuali sui mercati continuano a suggerire che il regime post-crisi finanziaria sia destinato a perdurare

nel prossimo futuro. Questo significa che le **azioni e le obbligazioni manterranno probabilmente una correlazione negativa**, agendo le une come coperture naturali per le altre.

In ambito azionario, la recente volatilità connessa ai timori sui commerci globali non ha impedito ai listini di recuperare terreno e attraversare una fase di rally. Nonostante il rallentamento della crescita, il sentiment degli investitori è stato incoraggiato dalle aspettative di maggiori stimoli da parte delle banche centrali e dai tagli ai tassi d'interesse. Abbiamo una **visione positiva sull'azionario Usa** e più cauta sui mercati europei, anche se ulteriori stimoli dalla Bce e una risoluzione del tema Brexit potrebbero offrire una spinta positiva.

Proprio sul fronte tassi, i mercati sembrano incorporare nei prezzi attuali un taglio di 50 punti base nel 2020. Il nostro scenario principale, cui attribuiamo una probabilità del 35%, prevede un assestamento a livelli stabili nel 2020; tuttavia, rispetto alla previsione precedente, abbiamo rivisto al ribasso l'andamento stimato dei tassi. Guardando ai mercati del reddito fisso, le valutazioni rispecchiano un outlook ancora peggiore rispetto a quello del precedente trimestre.

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

Shamik Dhar, chief economist di Bny Mellon Im

Mark Nash, head of fixed income di Merian Global Investors

Sébastien Galy, senior macro strategist di Nordea Am

L'**inversione della curva** dei titoli del Tesoro a 2 e 10 anni ad agosto (per la prima volta dal 2007) e le ulteriori inversioni tra altri segmenti (2 e 5 anni, 2 anni e Fed Funds) suggeriscono che i mercati si aspettino livelli molto bassi di crescita, inflazione e tassi reali per diverso tempo ancora, con un possibile peggioramento a livelli recessivi nei prossimi 12-18 mesi. Ciò detto, il pessimismo dei mercati sembra mal allinearsi con la nostra visione più ottimista sulla crescita, l'inflazione e la stabilizzazione dei dati fondamentali dopo la fase di rallentamento. Il nostro outlook ci spinge a prevedere un **aumento dei rendimenti obbligazionari nonostante il calo dei tassi**. Un eventuale shock sui mercati dei capitali potrebbe facilmente spingere i rendimenti dei bond al ribasso, sino ai minimi storici e potenzialmente ancora più giù. Preferiamo il **credito investment grade Usa** con opportunità selezionate in Europa. Il **debito emergente** è a livelli attraenti anche se è importante muoversi con attenzione. Gli investimenti alternativi decorrelati dalle altre asset class saranno utili come copertura nel caso si concretizzino scenari meno favorevoli; fonti positive di rendimenti possono essere trovate nel **private debt**, nel **private equity** e nelle **risorse naturali diversificate**.

MERIAN GLOBAL INVESTORS

Mark Nash, head of fixed income

Consideriamo la fase attuale in cui versa l'economia globale come un **mini ciclo**, simile a quelli che si sono verificati in precedenza durante le crisi del 2010-12 in Europa e dopo il rallentamento dei mercati emergenti, che è culminato nel 2016 con i timori di una svalutazione in Cina. Questa volta, le vicende geopolitiche, la trade war e Brexit sono state uno shock per un'economia globale fragile, andando a **colpire gli investimenti societari** e provocando un significativo **rallentamento della manifattura**. Un aspetto insolito della fase attuale, che sta peggiorando la situazione, è la **sovraperformance degli Usa** rispetto alle altre economie globali, che sta mantenendo forte il dollaro. Data l'importanza del biglietto verde, ciò ha provocato un inasprimento delle condizioni monetarie globali, aggravando l'impatto sulla crescita. Più nello specifico, ha impedito ai mercati emergenti, inclusa la Cina, di allentare le politiche monetarie per sostenere le proprie economie. Dato che gli emergenti rappresentano attualmente ben il 60% dell'economia globale, è un'area molto ampia quella che si trova senza supporto. Via via che si avvicina una risoluzione del conflitto commerciale e la Brexit sembra avviarsi alle fasi finali, vi sono segnali che paiono indicare una **stabilizzazione dell'economia**. Ciò è stato permesso anche da una quantità consistente di aiuti monetari e fiscali nei mercati sviluppati, primo tra tutti il taglio dei tassi da parte della Fed. Tagli che hanno frenato l'avanzata del dollaro e incoraggiato gli investitori ad allocare capitale oltreoceano, allentando parzialmente le condizioni finanziarie globali. Nel corso dell'ultimo anno e mezzo, gli **investitori sono diventati molto pessimisti** e sono stati attirati dalla sicurezza dei titoli di Stato e dei bond societari dei Paesi sviluppati, trascurando gli asset più rischiosi nei mercati emergenti e in Asia. Per questo, i fondi obbligazionari hanno registrato forti afflussi e vi è stata una compressione dei rendimenti a livello globale. Man mano che l'economia globale inizierà a riprendersi, assisteremo a un movimento dei capitali dal fixed income **verso asset più rischiosi**, con un conseguente rialzo dei rendimenti obbligazionari globali, irripidimento delle curve e indebolimento del dollaro. L'azionario e obbligazionario emergente locale e l'azionario asiatico ed europeo dovrebbero beneficiare da questa ricerca del rischio, diminuendo l'incertezza dell'ultimo anno e mezzo.

NORDEA AM

Sébastien Galy, senior macro strategist

La bilancia sembra pendere in favore di un vero e proprio **ciclo di allentamento da parte della Fed** piuttosto che di una correzione di metà ciclo. Lo scenario più probabile vede una riduzione complessiva di circa 50 punti base entro metà 2020. Ci attendiamo un rapido **rimbalzo dell'economia** entro metà 2021, con una Fed probabilmente più restrittiva.

L'approccio della Fed sotto i Democratici dovrebbe essere moderato poiché, viste le pressioni dei Repubblicani volte a ridurre la spesa pubblica, la politica fiscale non sarà presumibilmente espansiva. Il conseguente impatto sul dollaro dovrebbe **favorire i mercati e il debito emergente** in valuta forte e in valuta locale.

Gli effetti sulle azioni potranno essere diversi e positivi per i **titoli difensivi** che beneficeranno di costi di finanziamento ridotti, ad esempio le **utility**. Di contro lo shock di domanda potrà ripercuotersi negativamente su titoli ciclici e growth. Infine, la carenza di beni rifugio, compresi i Treasury Usa con rendimenti più elevati, dovrebbe dirottare la domanda di strumenti difensivi dai titoli di Stato del Giappone ai **covered bond europei**, soprattutto **italiani** e **greci**. In Europa crescita e inflazione resteranno sottotono ma miglioreranno nella seconda metà del 2020. Gli Stati periferici saranno probabilmente favoriti dal continuo appiattimento delle rispettive curve dei rendimenti sovrani. Il maggiore accesso ai finanziamenti bancari alimenterà un circolo virtuoso di attività economica, andando a **ridurre il rischio di credito per le banche** e consentendo a loro volta di aumentare i prestiti.

Più in generale, una ripresa economica e un **rincaro del petrolio** dovrebbero imprimere un forte slancio alle economie nordeuropee. Tali prospettive offrono opportunità tematiche e tattiche sul fronte azionario e obbligazionario, soprattutto in presenza di caratteristiche difensive come quelle offerte da covered bond e titoli quotati di società attive nelle **infrastrutture**. Un'eventuale ▸▸

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

COVER STORY

Valentijn van Nieuwenhuijzen, chief investment officer di Nn Ip

accelerazione della crescita e una Bce meno accomodante potrebbero comunque creare uno scompiglio momentaneo sul mercato obbligazionario italiano e greco. Manteniamo la preferenza per portafogli ben diversificati e resilienti con **asset molto difensivi** come le azioni di aziende operanti nelle infrastrutture e i covered bond, soprattutto italiani e greci. Le obbligazioni dei mercati emergenti, non tutte, dovrebbero beneficiare dell'allentamento della Fed, mentre l'azionario emergente ed europeo potrebbe rappresentare un buon investimento in vista di un possibile rimbalzo prima in Cina e poi negli Stati Uniti.

NN IP

Valentijn van Nieuwenhuijzen, cio

Abbiamo una posizione prudente sulle azioni nel breve periodo ma vediamo un potenziale punto di svolta positivo per il 2020. I rischi politici continuano a dominare le news e ci aspettiamo che i rischi legati alla guerra commerciale e alla Brexit rimarranno in primo piano. Tuttavia, riteniamo che ci sia il potenziale per un percorso di **stimolo fiscale**, che creerebbe un ampio margine di manovra per la riduzione dell'attuale premio elevato per il rischio azionario. Per quanto riguarda il reddito fisso, riteniamo che i rendimenti obbligazionari dei Paesi sviluppati rimarranno bassi più a lungo e che dovremo abituarci a tassi negativi. Gli acquisti di obbligazioni da parte della Fed e ancor più della Bce sono un ulteriore supporto. Tuttavia, il deterioramento del ciclo economico, in gran parte legato alla guerra commerciale, è fonte di preoccupazione. Nel complesso, un atteggiamento moderatamente positivo sui crediti sembra giustificato. Sulle valute, **prevediamo un dollaro più forte**, in particolare rispetto alle valute dei mercati emergenti. Con la diminuzione degli effetti della politica monetaria e l'aumento di quelli collaterali dei rendimenti negativi, manteniamo in gran parte una posizione prudente su asset rischiosi come azioni, prodotti bond a spread, commodity e real estate. Riteniamo tuttavia che vi sia spazio per un punto di cambiamento positivo nel caso in cui dovesse emergere un policy mix più equilibrato, compreso un vigoroso allentamento della politica fiscale.

In questo scenario, **preferiamo le azioni europee**, in quanto sono sottovalutate su base storica e sarebbero le maggiori beneficiarie di qualsiasi stimolo fiscale. In Europa preferiamo i **titoli ciclici**, poiché riteniamo che nel 2020 supereranno i tradizionali beni rifugio, rispetto a quelli difensivi. Ci piacciono anche le **società con un orientamento Sri**, che continueranno a beneficiare della transizione verso un futuro più sostenibile. Per quanto riguarda il reddito fisso, il **credito e il debito dei mercati emergenti** rimangono interessanti in quanto la propensione al rischio rimarrà probabilmente sostenuta dalla liquidità globale derivante da stimoli monetari e fiscali. Per il 2020 prevediamo un modesto miglioramento della crescita degli emergenti rispetto ai mercati sviluppati.

JUPITER AM

Talib Sheikh, head of strategy multi-asset

Siamo cautamente ottimisti in vista del 2020: le paure di recessione si sono affievolite e ci sono motivi per ritenere che l'attuale espansione economica possa continuare per qualche tempo. Ci sono rischi legati a questa view e, innanzitutto, le valutazioni relativamente elevate indicano un **contesto di rendimento inferiore**, il che richiede un approccio diverso all'investimento.

Il 2019 è stato un grande anno per gli asset di rischio, ma non ha dato fino in fondo l'impressione di esserlo. La negatività ha dominato le notizie e i dati di posizionamento suggeriscono che molti investitori hanno perso in parte o interamente il rally del mercato. Durante gli ultimi 18 mesi circa abbiamo assistito a **forti oscillazioni del sentiment** e la nostra visione macroeconomica per tale periodo è stata coerente: ci troviamo in un contesto di bassa crescita, dove una solidità sul fronte consumi e una politica monetaria accomodante possono mantenere viva tale espansione. Questo non significa che siamo eccessivamente rialzisti. La crescita del trend è bassa, l'inflazione è debole, le questioni demografiche sono impegnative in quasi tutte

Talib Sheikh, head of strategy multi-asset di Jupiter Am

le maggiori economie, e non sono stati gestiti i grandi debiti lasciati dall'ultima crisi. Guardando al 2020, riconosciamo che i rischi per il ciclo sono aumentati lievemente. Un accordo parziale Usa-Cina, o una tregua a breve termine, non porrà fine alla guerra commerciale o alla battaglia a lungo termine per l'egemonia globale, che sta iniettando sui mercati un **persistente premio al rischio politico**. La produzione manifatturiera è fragile e la politica monetaria non può supportare l'economia per sempre. C'è bisogno di un allentamento fiscale, in particolare in Europa, e ci sono ostacoli politici significativi. Non vediamo segni di grandi squilibri o pressioni inflazionistiche, che tipicamente indicano recessioni. E inoltre, i mercati dei consumi, del lavoro e dell'edilizia abitativa sono forti e la crescita del credito nella zona euro è solida.

La nostra view di base è che il **ciclo continuerà**. Vediamo una volatilità guidata dal sentiment, che continua in questo ambiente iperattivo di fine ciclo, e le valutazioni sono elevate, in particolare nel reddito fisso. Ciò significa che gli approcci semplici e passivi agli investimenti che hanno funzionato bene negli ultimi dieci anni probabilmente deluderanno il futuro. Queste sfide richiedono un approccio flessibile e attivo, sostenuto da una gestione disciplinata del rischio che può resistere a un ambiente di ciclo avanzato.

ANTHILIA SGR

Andrea Cuturi, chief investment officer

Nonostante le ottime performance degli indici azionari globali, riteniamo che ci sia ancora valore in questa asset class. I due temi macro che hanno dominato il 2019, la guerra dei dazi tra Usa e Cina e Brexit in Europa, troveranno, a nostro avviso, presto soluzioni. Per questo l'**asset class azionario produrrà ritorni positivi** almeno nella prima parte del 2020 grazie anche alla stagione dei dividendi. La recente svolta in direzione di maggiore espansività coordinata

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

Andrea Cuturi, chief investment officer di Anthilia Sgr

Bert Flossbach, fondatore di Flossbach von Storch

Stefan Hofrichter, head of global economics & strategy di Allianz Gi

delle banche centrali offre, inoltre, un notevole supporto nel breve. In Europa le valutazioni restano attraenti e il posizionamento dei grandi investitori è relativamente scarico. Il comparto dovrebbe beneficiare di un moderato recupero ciclico dell'area e di nuove misure monetarie straordinarie.

Manteniamo il **sovrappeso sull'azionario cinese**, **giapponese** e **vietnamita** ritenendo che tatticamente possano recuperare alla luce degli sviluppi sul fronte commercio internazionale. Infine neutrale l'esposizione al mercato Usa.

Siamo negativi sull'obbligazionario governativo core europeo ed americano. Riteniamo invece **interessante l'obbligazionario dei paesi emergenti**. Sui cambi, manteniamo una posizione negativa sul dollaro nella convinzione che un minor differenziale di crescita tra l'area Usa e il resto del mondo possa favorire un moderato indebolimento. Siamo **positivi su yen e franco svizzero** in quanto hedge efficienti nel caso di fiammate di avversione al rischio. Riguardo le **materie prime**, siamo positivi sulle industriali e agricole, nella convinzione che la categoria possa beneficiare dell'espansività delle politiche monetarie e costituisca un hedge nel caso il mercato vada a prezzare un maggior rischio di japanification. Siamo inoltre positivi anche sui metalli preziosi, **oro**, **argento** e **platino**, ritenendo che su questi livelli il metallo giallo costituisca a sua volta un hedge efficiente contro esplosioni di volatilità, e comunque possa beneficiare dell'atteggiamento accomodante delle banche centrali. Infine riteniamo che un'asset allocation per un contesto a tassi zero o negativi debba includere strumenti di investimento alternativi in particolare **fondi chiusi di private debt** che possano compensare la bassa allocazione all'obbligazionario.

FLOSSBACH VON STORCH

Bert Flossbach, fondatore del gruppo

La nostra strategia d'investimento è concepita per il lungo termine. Partiamo dal presupposto che i tassi di interesse nella zona euro rimarranno molto bassi, perché altrimenti gli enormi debiti all'interno dell'area valutaria rimarrebbero inesigibili e l'euro sarebbe in pericolo. Christine Lagarde proseguirà quindi la politica di salvataggio di Mario Draghi, eventualmente la amplierà se la Bce lo riterrà necessario. In questo contesto, le azioni di **società di prima qualità** hanno il miglior profilo rischio/rendimento e nel lungo termine trarranno i maggiori benefici dal contesto dei tassi di interesse. Al contrario, le obbligazioni, in particolare i titoli di Stato, non vanno più considerate come classici investimenti buy-and-hold, perché sarà sempre più difficile, nel lungo periodo, ottenere rendimenti adeguati da questi asset. In altre parole, in futuro chi vorrà guadagnare con le obbligazioni dovrà procedere con un **approccio attivo e opportunistico**.

Sarà inoltre necessario guardare oltre i confini dell'euro, e non soltanto ai titoli di Stato, ma anche alle obbligazioni societarie. A seconda della situazione del mercato, sarà necessario regolare la durata del portafoglio e considerare la componente valutaria come possibile fonte di reddito. Sul fronte delle divise l'euro continuerà a deprezzarsi nei confronti delle altre principali valute di negoziazione a causa della politica accomodante della Bce. Per noi, questo significa che gli investitori per conservare e aumentare il patrimonio nel lungo termine dovranno investire una parte significativa del proprio denaro in **azioni di elevata qualità**. Un'altra componente che attualmente riteniamo importante è l'**investimento in oro, non fisico**. Si tratta di una sorta di assicurazione contro i rischi del sistema finanziario. Infine, in questo scenario, ma è una regola che andrebbe sempre tenuta in considerazione, gli investitori dovrebbero mantenere in portafoglio una **sufficiente riserva di liquidità** utile a sfruttare le opportunità di investimento quando si presentano. E non bisogna dimenticare che in un mondo senza tassi di interesse, l'investitore che desidera conservare e aumentare il proprio patrimonio nel lungo termine dovrà finire con l'accettare in una certa misura fluttuazioni dei prezzi e volatilità.

ALLIANZ GI

Stefan Hofrichter, head of global economics & strategy

Il 2019 è stato caratterizzato da un calo pressoché ininterrotto dei dati economici in tutto il mondo e da un'accresciuta incertezza politica. Ma la sorprendente inversione di tendenza della politica monetaria globale e, dalla fine di ottobre, la riduzione dei tail risk politici, ha sostenuto il sentiment degli investitori. Tuttavia, le prospettive per l'economia mondiale rimangono incerte. I dati pubblicati continuano a essere deboli e i modelli indicano una concreta possibilità di recessione per gli Stati Uniti. Dall'altro lato, non c'è motivo di essere troppo pessimisti. La crescita reale della **moneta M1** a livello globale sta mostrando segni di bottoming out. Allo stesso modo, c'è stato un nuovo steepening della curva dei rendimenti Usa. Inoltre, la politica monetaria rimane accomodante, soprattutto dopo le nuove misure di stimolo di quest'anno. Gli **sviluppi politici rimangono un'incognita**. L'amministrazione Usa adotterà finalmente un atteggiamento più pro-free-trade? Ci sarà un consenso politico per utilizzare le misure di stimolo fiscale a sostegno della crescita economica, nonostante gli elevati livelli di indebitamento del settore pubblico e i vincoli giuridici a deficit più elevati nell'area dell'euro?

In questo contesto, ci aspettiamo che le azioni evidenzino rendimenti moderatamente positivi e che la **direzione dei dati ciclici** sarà il motore principale dei mercati nel 2020. I **titoli europei e dei mercati emergenti**, non particolarmente amati dagli investitori e caratterizzati da valutazioni moderate, risultano in particolare interessanti

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

COVER STORY

per gli investitori. Le obbligazioni sovrane potranno eguagliare i rendimenti del 2019 solo se gli Stati Uniti cadranno effettivamente in recessione. Poiché gli spread creditizi sono già stretti e la leva finanziaria delle imprese statunitensi è ai massimi, gli investitori nel credito dovrebbero privilegiare i settori più difensivi e i segmenti di mercato con rating più elevati.
Nell'ambito delle materie prime, manteniamo l'esposizione all'oro, non da ultimo come hedge del portafoglio. In quanto valuta a interesse zero, beneficia del contesto di rendimenti estremamente bassi e della tendenza delle banche centrali a ulteriori allentamenti monetari. Mentre siamo cauti sugli Stati Uniti a medio e lungo termine date le valutazioni elevate, le incertezze sulle prospettive per la crescita e l'elevato fabbisogno di finanziamenti in Usd, dovrebbero per il momento **sostenere il biglietto verde**. In sintesi, pensiamo che il prossimo anno sarà la cartina di tornasole per la crescita e i mercati globali. Di conseguenza, ci aspettiamo che i mercati finanziari oscilleranno tra fasi risk-on e fasi risk-off. L'approccio attivo agli investimenti è un must.

VANGUARD

Alexis Gray, senior economist

Il rischio di recessione è diventato elevato per due ragioni. Innanzitutto, il crescente protezionismo a livello globale in cui si inseriscono la guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina, che ha generato un aumento dei dazi, e Brexit, che mina le relazioni commerciali tra Uk e area euro. La seconda ragione è che lo sviluppo delle politiche commerciali è diventato meno prevedibile.
Tutto ciò incide sulla crescita economica e sul **rischio di una fase recessiva a livello globale**, anche se ancora non si può parlare di recessione, ma di rallentamento sincronizzato nelle principali aree, come Usa ed Europa. Le banche centrali continueranno la loro politica accomodante. Il prossimo anno ci attendiamo che la Federal Reserve possa procedere a uno o due tagli dei tassi, mentre la Bce continuerà il piano di Quantitative easing. Ma l'efficacia di queste politiche monetarie espansive sono messe a dura prova dalle incertezze sugli esiti della guerra commerciale. Secondo i nostri modelli, che stimano le possibilità di una recessione nei

Alexis Gray, senior economist di Vanguard

prossimi sei mesi, in Europa il rischio di una fase recessiva è più alto in Germania, seguita dall'Italia, a causa del peso del settore manifatturiero nelle rispettive economie e della loro elevata esposizione alle esportazioni. Anche negli Stati Uniti la probabilità di una recessione è più alta del normale a causa della debolezza di alcuni indicatori, come quelli della fiducia delle imprese e degli indicatori finanziari. Per il 2020, le nostre stime di crescita del Pil riflettono le incertezze degli esiti della guerra commerciale e della Brexit. Lo scenario più probabile è che i dazi tra Usa e Cina diventino permanenti, considerata la difficoltà per arrivare a un accordo su temi importanti come proprietà intellettuale, manipolazione valutaria, accesso delle imprese americane in Cina e cyber security.
Tutto ciò causa **volatilità** sui mercati e una possibile **diminuzione dei prezzi delle azioni**, determinando nel medio termine una riduzione dei rendimenti, specialmente negli Stati Uniti dove le valutazioni sono più elevate rispetto a quelle europee, dove invece pensiamo che le valutazioni siano corrette. Nel settore obbligazionario, invece, i rendimenti continueranno a essere depressi, comprimendo i ritorni per gli investitori nel medio termine. Le incertezze economiche e la volatilità del mercato evidenziano il bisogno e i benefici della **diversificazione di portafoglio** per consentire agli investitori di focalizzarsi sugli obiettivi di lungo termine.

FIDEURAM INVESTIMENTI SGR

Luca Vaiani, responsabile investment strategy

La riduzione, quantomeno temporanea, dei rischi politici legati a Brexit e alla trattativa tra Usa e Cina sul commercio internazionale associata a segnali di un marginale miglioramento ciclico ha interrotto la discesa dei tassi obbligazionari, che rimangono a livelli un po' inferiori rispetto a quelli suggeriti dai fondamentali macro. Per quanto i rischi siano aumentati, il nostro scena-

Luca Vaiani, responsabile investment strategy di Fideuram Investimenti Sgr

rio macroeconomico di riferimento non contempla una recessione imminente e il posizionamento sulle obbligazioni governative rimane di sottopeso. Allo stesso tempo, l'andamento ciclico, l'inflazione e la politica monetaria non suggeriscono un potenziale di rialzo dei tassi troppo elevato.
Nel credito societario ed emergente abbiamo avuto nel corso degli ultimi mesi una preferenza per le componenti più difensive, **investment grade** ed **emergenti in divisa forte**, che prospetticamente valutiamo di modificare in parte. Con tassi negativi il mercato tollera valutazioni in eccesso ai fondamentali, ma se i rendimenti governativi migliorano gli spread di credito sono più vulnerabili. **Preferiamo la subordinazione di un emittente di buona qualità** all'assunzione di rischio high yield, mentre l'ipotesi di stabilizzazione macro è compatibile con una performance migliore da parte delle monete dei paesi emergenti rispetto alle obbligazioni in valuta forte. Nel complesso, un comportamento migliore degli asset emergenti passa attraverso un dollaro meno forte e con i rendimenti del Treasury più stabili o più alti l'upside sul dollaro si riduce.
Vediamo più opportunità nel mondo azionario dove le valutazioni sono in linea con i fondamentali ma il posizionamento degli investitori è ancora basso. Banche centrali accomodanti e stabilizzazione macro consentono un miglioramento della **crescita sequenziale degli utili** e supporta il riposizionamento dei portafogli a favore del rischio azionario. Pensiamo però che la leadership all'interno delle azioni possa modificarsi, con l'evoluzione ciclica che favorisce un **parziale recupero dei mercati europei, giapponese ed emergenti** rispetto agli Usa, così come i settori cosiddetti value rispetto a quelli caratterizzati da maggiore crescita degli utili. Questo perché il differenziale di valutazione, rispetto anche all'andamento dei fondamentali relativi, è influenzato principalmente dai tassi di interesse. Prima o poi nel

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

Luca Tobagi, Investment director di Invesco

2020 si presenteranno incertezze politiche riguardo alle elezioni americane con il mercato che ancora non prezza discontinuità significative di politica economica.

INVESCO

Luca Tobagi, investment director

Almeno nella fase iniziale del 2020, potremmo assistere a una prosecuzione dei trend del 2019. La crescita economica globale è positiva, benché in indebolimento. L'inflazione è positiva e in affievolimento. Ciò consente alle principali banche centrali di mantenersi accomodanti se necessario. Questo quadro macroeconomico ancora costruttivo per i mercati è accolto da tempo con scetticismo da parte degli investitori, soprattutto per lo scenario politico. Le tensioni presenti in varie aree del mondo, dalla guerra commerciale, alla Brexit, alle proteste a Hong Kong, non sembrano destinate a dissiparsi in fretta. Il rally del 2019 è stato forse il meno creduto che abbia visto. I flussi di capitale, soprattutto per le azioni, sono stati negativi. I principali compratori sono state le aziende stesse. **Nel caso in cui la sfiducia da parte degli investitori diminuisse**, potremmo assistere a una ripresa degli acquisti su vasta scala, anche perché in molti Paesi le scorte di liquidità sono abbondanti.

Lo scenario attuale di bassi tassi di interesse, con alcuni rendimenti obbligazionari addirittura negativi, potrebbe probabilmente durare, soprattutto in virtù dell'azione delle banche centrali. In un quadro in cui il ciclo economico ha ancora spazio per progredire, le attività più rischiose i offrono premi più interessanti, in termini relativi, ma talvolta anche assoluti. **Azioni**, **obbligazioni a spread**, soprattutto **corporate**, ed **emergenti** appaiono asset interessanti per la costruzione di portafogli ben diversificati, compatibilmente con la tolleranza al rischio, l'orizzonte temporale e gli obiettivi finanziari degli investitori. Anche le materie prime, in particolare nel caso di correzione dei prezzi, possono essere un utile complemento in un portafoglio ben diversificato, nel caso di una riaccelerazione temporanea dell'economia globale a inizio 2020. Si tratta però di asset molto volatili e meno accessibili per molti investitori, quindi poco adatti a posizioni che non siano modeste. Le **azioni appaiono interessanti**, grazie a premi per il rischio ancora generosi: Usa, un po' più cari, ed emergenti hanno trend di crescita strutturali, Europa e Giappone sono idee più legate alle valutazioni. Nell'obbligazionario il mondo societario, soprattutto la parte di migliore qualità del segmento ad alto rendimento in Usa ed area euro e la componente emergente, appaiono interessanti. Difficile trovare valore nei mercati obbligazionari governativi dei Paesi avanzati, in particolare nell'Eurozona.

AXA IM ITALIA

Alessandro Tentori, cio

Il contesto macroeconomico globale è nettamente migliorato, rispetto alle previsioni degli analisti e le aspettative di mercato di 12 mesi fa, passando da un evidente rischio di recessione negli Stati

Alessandro Tentori, cio di Axa Im Italia

Uniti, con palesi conseguenze congiunturali per tutti i paesi, a una situazione di crescita in linea con il potenziale. Ovviamente, si tratta pur sempre di un rallentamento della crescita dal 2,9% del 2018, ma quello che conta per i mercati finanziari e per la fiducia degli investitori è lo scenario che si realizza rispetto alle aspettative.

In ottica 2020, il team di economisti di Axa Im prevede un ulteriore rallentamento della crescita statunitense, da 2,3% a 1,6% circa. Rimangono i rischi geopolitici che hanno accompagnato gli ultimi 3, 4 anni: Brexit, guerra dei dazi, nuovo ordine mondiale e ascesa del populismo più in generale. Bisogna però anche evidenziare come queste tematiche stiano lentamente diventando tematiche obsolete per i mercati, che hanno in larga parte già scontato gli scenari più probabili.

Passando ai mercati finanziari, stiamo per ora assistendo a performance molto positiva su tutte le classi di attivo, una situazione quindi speculare al 2018 dove a fine anno si faticava a trovare una asset class in positivo. Le banche centrali hanno chiaramente contribuito a questo risultato con un puntuale cambiamento di rotta a metà anno. Nella prima metà del 2020 potremmo assistere a un **consolidamento dei rendimenti obbligazionari governativi**, che stanno attualmente riprezzando le aspettative sulle banche centrali. A nostro avviso il carry, inteso come strategia basata sul rendimento extra dei comparti più rischiosi dell'universo fixed income, è destinato a dominare anche nei prossimi 6-9 mesi. In particolare, il **credito high yield**, e più selettivamente i **mercati emergenti**, con scadenze contenute dovrebbe continuare a beneficiare dal tema globale di ricerca dello yield, in un contesto di politiche economiche e di ampia liquidità. Anche l'azionario potrebbe beneficiare di questo contesto. Quest'anno abbiamo osservato una scarsa partecipazione degli investitori globali a un mercato azionario in forte

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

COVER STORY

Guillermo Felices, head of research and strategy di Bnpp Am

Maximilian Moldaschl, senior global multi-asset strategist di Bnpp Am

tendenza rialzista. Notiamo anche una alta percentuale di liquidità disponibile nei portafogli degli investitori. Questi due fattori tecnici sono tipicamente di forte supporto in caso di debolezza o di uno storno dei mercati. Sul lato valutario, non vediamo al momento un chiaro trend su euro/dollaro. Diversi sono i fattori contrastanti, a partire dal cambiamento della politica di bilancio della Bce e della Federal Reserve.

BNPP AM

Guillermo Felices, head of research and strategy, e **Maximilian Moldaschl**, senior global multi-asset strategist

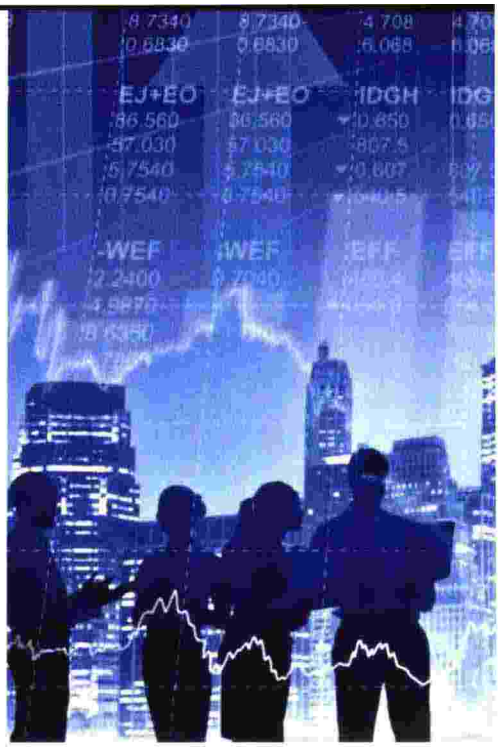
Il nostro scenario base per navigare su questi mercati continua a essere quello che definiamo **fragile goldilocks**, un punto ottimale non troppo caldo e non troppo freddo, dove crescita moderata e inflazione contenuta fanno sì che le banche centrali restino accomodanti a livello globale. Nelle ultime settimane, il flusso di notizie avalla la nostra visione: l'allentamento delle tensioni commerciali e i segnali di stabilità degli indicatori di attività hanno indotto un aumento dei rendimenti azionari e obbligazionari. Ma non lo consideriamo come uno spostamento verso un contesto di rischio reflazione, dato che la Fed è in fase di attesa e si pone una soglia d'intervento alta per attivare politiche restrittive. Riteniamo che questa situazione possa continuare nel breve termine, specialmente alla vigilia delle elezioni americane, dove il presidente Trump vorrà garantire un accordo con la Cina. Sul fronte dei dati macroeconomici, osserviamo il **rallentamento del settore manifatturiero**. L'economia americana resta sana a livello nazionale e, considerato l'ampio peso del settore dei servizi, più isolata dalla disputa commerciale in corso con la Cina.

Sui mercati, anche se il quadro macro appare egualmente debole rispetto allo stesso periodo dello scorso anno, ci sono differenze chiave che ci rendono ottimisti, tra cui la posizione delle banche centrali (allentamento anziché restrizione), le valutazioni meno tese, soprattutto delle azioni e il posizionamento (difensivo). Siamo **sovrappesati sulle azioni**, dopo aver acquistato su debolezza all'inizio di ottobre, e le nostre previsioni indicano un miglioramento, grazie al sostegno delle banche centrali, all'attenuazione delle tensioni commerciali, a qualche segnale di stabilizzazione degli indicatori di attività e a sorprese positive sugli utili, soprattutto negli Stati Uniti. Non siamo comunque intenzionati ad applicare questa visione su un orizzonte temporale strategico, ma piuttosto a considerare la **gestione del rischio/rendimento tattico** come la maggiore opportunità. Riteniamo che i mercati obbligazionari siano quelli più a rischio a fronte delle attuali valutazioni estreme, soprattutto se ci troveremo in una fase di reflazione. Restiamo quindi **sottopesati sulla duration nell'area Emu core**. Ci piace il debito estero ad alto carry dei mercati emergenti e i Reit Emu. Infine, con l'obiettivo di costruire portafogli solidi, continuiamo a detenere posizioni asimmetriche, ad esempio posizioni lunghe sull'inflazione di break-even statunitense e vari trade sui processi di deglobalizzazione.

STATE STREET GLOBAL ADVISORS

Jeremy de Pessemier, senior investment strategist

Dal punto di vista dei fondamentali, la nostra view sul contesto macroeconomico resta in linea con le attuali preoccupazioni commerciali che gravano sulla produzione industriale e sugli investimenti delle imprese, mentre il basso livello di disoccupazione e la forte fiducia dei consumatori restano fattori favorevoli. Se da un lato l'escalation delle tensioni commerciali e la possibilità che si verifichi una hard Brexit rappresentano fonti di incertezza sul mercato, dall'altro riteniamo che l'attuale ciclo economico si estenderà, soprattutto grazie al maggior supporto da parte



Jeremy de Pessemier, senior investment strategist di State Street Global Advisors

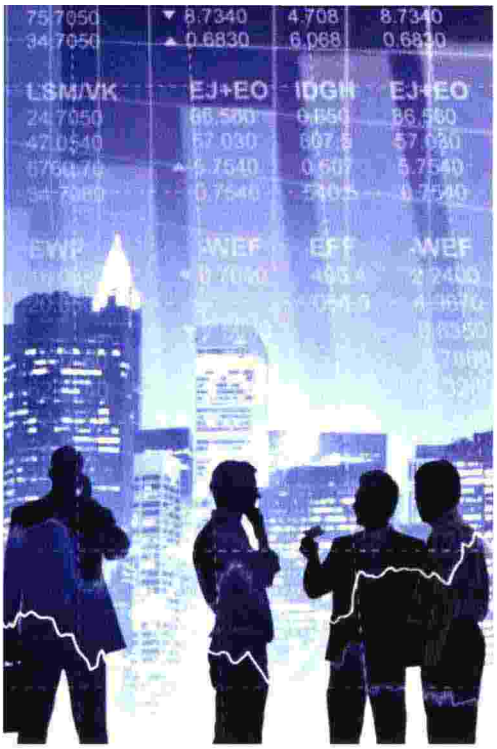
delle banche centrali e al sempre più forte settore dei servizi, in grado di controbilanciare il calo del manifatturiero. In questo contesto, che probabilmente alimenterà performance di mercato divergenti, siamo **leggermente sottopesati nell'intero comparto azionario**, privilegiando quegli asset che, a nostro avviso, offrono migliori prospettive. Il nostro posizionamento riflette una preferenza per l'azionario statunitense, che offre anche proprietà difensive. Inoltre siamo sottopesati sulle azioni degli emergenti e della regione Asia-Pacifico. Tuttavia in una prospettiva di lungo periodo, riconosciamo l'esistenza di **valore nei mercati emergenti**.

Per quanto riguarda il settore del reddito fisso, alla luce dei tassi di interesse e dei rendimenti bassi, talvolta anche negativi, dei paesi sviluppati, il debito dei mercati emergenti offre agli investitori un'esposizione a una crescita relativamente interessante. Queste economie hanno tipicamente una dinamica di crescita superiore e un onere di debito significativamente più basso rispetto

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi



alle loro controparti dei paesi sviluppati. Inoltre, le economie emergenti dispongono di una maggiore capacità di risposta politica da parte delle banche centrali, qualora questa si rivelasse necessaria nei prossimi anni.
In termini valutari, il dollaro sembra sempre più costoso rispetto al fair value, con una crescita più debole e un rapido calo dei rendimenti, ma la mancanza di progressione economica, di inflazione al di fuori degli Stati Uniti e l'avversione al rischio legato al commercio potrebbero ritardare un sostenuto deprezzamento della moneta. I cambiamenti climatici a lungo termine rappresentano un rischio sostanziale per il portafoglio. È probabile che le crescenti pressioni normative e le iniziative di **carbon pricing** accelerino, spingendo gradualmente gli investitori a prendere in considerazione e adottare misure per mitigare il rischio climatico nei propri portafogli.

EURIZON

Oreste Auleta, responsabile wrapping & product management

L'attuale ciclo economico internazionale è ormai arrivato al decimo anno di espansione, rappresentando la fase di crescita economica più lunga a partire dal dopoguerra. Gli indicatori del ciclo industriale mostrano una contrazione generalizzata, che riguarda anche gli Usa, e appare in larga parte legata alla frenata del commercio internazionale,

Oreste Auleta, responsabile wrapping & product management di Eurizon

a sua volta riflesso della guerra commerciale. È essenziale che nei prossimi mesi si interrompa la debolezza dell'attività industriale in modo che l'impatto sul resto dell'economia non si aggravi ulteriormente. A fronte di queste indicazioni di debolezza che potrebbero indurre a ritenere imminente la fine dell'attuale ciclo di espansione, occorre però considerare anche diversi elementi che al contrario potrebbero **consentire un proseguimento della crescita economica**. In primo luogo, le politiche monetarie delle principali banche centrali hanno assunto da mesi un'intonazione decisamente espansiva, e questo unitamente alla generalizzata riduzione dei tassi d'interesse, che ha caratterizzato buona parte del 2019, rappresenta un fattore di supporto. Indicazioni positive potrebbero arrivare anche dai negoziati Usa-Cina sul tema delle tariffe commerciali.
Sulla base di queste considerazioni, pur con un elevato livello di attenzione all'eventuale manifestarsi di segnali di ulteriore deterioramento, manteniamo un giudizio favorevole sulla tenuta del ciclo economico globale e ne facciamo discendere delle indicazioni strategiche moderatamente pro-cicliche in termini di preferenze sulle principali asset class, pur adottando un atteggiamento più prudente. In caso di prosecuzione della crescita economica le azioni che pure mostrano delle valutazioni grosso modo in linea con le medie storiche, potrebbero fornire dei rendimenti ancora interessanti, mentre **più prudenza andrebbe adottata per le obbligazioni governative dei Paesi core**, Germania in primis, stante l'attuale livello dei tassi di mercato. Anche per i mercati a spread: **obbligazioni corporate e dei paesi emergenti**, la tenuta del ciclo economico potrebbe fornire un elemento di supporto per ritorni positivi, privilegiando i segmenti di mercato meno sensibili a un eventuale rialzo dei tassi d'interesse e con livelli di spread più interessanti.

Dave Lafferty, chief market strategist di Natixis Investment Managers

NATIXIS INVESTMENT MANAGERS

Dave Lafferty, chief market strategist

A livello globale, la crescita dell'economia è in una fase di rallentamento, ma non siamo ancora in una fase recessiva. Sebbene i ritmi di crescita delle varie aree geografiche siano diversi, è indubbio che la decelerazione sia un fattore comune a tutti i Paesi. Il pericolo di una recessione è più forte in Europa che continua a disattendere le aspettative che, nel frattempo, sono state riviste al ribasso. **L'insediamento di Christine Lagarde alla presidenza della Bce non è un fattore di discontinuità** rispetto alla politica monetaria accomodante di Draghi che, da sola, non è però in grado di rilanciare l'economia. Basti osservare che il programma di Quantitative easing di 20 miliardi di euro al mese, anche se flessibile, è inferiore rispetto ai 40-60 miliardi che il mercato si attendeva. Anche negli Usa la politica di bassi tassi rischia di essere meno efficace e di non riflettersi sui prezzi delle azioni e delle obbligazioni, che oggi sono più alti rispetto a quando sono stati introdotti i precedenti piani di Qe. Le valutazioni delle società dello S&P 500, infatti, hanno raggiunto un rapporto prezzo/utile pari a 18 volte, contro le 12 volte del 2008. Iniettare liquidità sul mercato può aiutare un po', ma non troppo.
Anche se nei prossimi 6-12 mesi non riteniamo che vi possa essere una recessione, un possibile collasso dei consumi associato a una minor fiducia dei consumatori potrebbe spalancarle la porta. I **volumi del commercio** globale sono scesi dall'inizio del conflitto tra Usa e Cina che è destinato a proseguire anche il prossimo anno su questioni importanti come l'apertura del sistema finanziario cinese e la protezione dei brevetti. È per questo che **la probabilità di una fase recessiva è salita al 35%**. Nei prossimi mesi consigliamo quindi di essere cauti sui mercati azionari. Le azioni sono care su quasi tutti i mercati, soprattutto su quello americano. Le uniche a essere

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

COVER STORY

poco costose sono le azioni delle banche europee. Anche i prezzi delle obbligazioni sembrano abbastanza alti, ma sono ancora più alti se si considera il rischio dei tassi di interesse e della duration. Il **rischio della duration è aumentato del 30-40%** rispetto ai livelli pre-crisi. Al momento non siamo ribassisti nei confronti del mercato obbligazionario, ma la vera minaccia è rappresentata da un possibile ritorno dell'inflazione nell'ambito di un possibile scenario di riaccelerazione della crescita.

GOLDMAN SACHS AM

Shoqat Bunglawala, head of global portfolio solutions Emea e Asia Pacific

Riteniamo che l'economia globale continui a trovarsi davanti a un bivio, con i prossimi mesi che probabilmente si riveleranno cruciali per capire se la crescita si stia dirigendo verso la normalizzazione o verso un nuovo indebolimento e una possibile recessione. Nonostante il recente calo dei rischi commerciali, **il livello di pericolo complessivo resta elevato**, dal momento che c'è ancora poca chiarezza sull'impatto e la direzione che prenderanno i negoziati in corso. Questo ostacolo va controbilanciato con la più ampia risposta di politica monetaria e fiscale che si sta verificando in molte aree geografiche. Nei nostri portafogli gestiamo questa incertezza assumendo un **rischio relativamente basso dal punto di vista tattico**, pur restando investiti coerentemente con la nostra allocation strategica di lungo periodo. Secondo le nostre previsioni preliminari per il 2020, la crescita globale rimarrà sostanzialmente invariata rispetto al 2019, con un lieve rallentamento dei mercati sviluppati, compensato da un'accelerazione dai mercati emergenti. Al momento stimiamo un rischio di recessione negli Stati Uniti nei prossimi 12 mesi intorno al 25-30%. **L'azionario continua a essere la nostra asset class preferita** nel medio termine mentre nel breve il mercato dovrebbe continuare a essere volatile in linea con la fase di metabolizzazione degli shock macroeconomici. Ci aspettiamo pertanto una moderata crescita degli utili a sostegno dei rendimenti e, sebbene le valutazioni statunitensi siano elevate, riteniamo che siano giustificate da un'inflazione bassa e stabile. A nostro avviso, il rapporto rischio/rendimento complessivo delle obbligazioni

Shoqat Bunglawala, head of global portfolio solutions Emea e Asia-Pacific di Goldman Sachs Am

Emilio Foglia, head of business development di Lemanik

societarie non sembra interessante per via degli spread ristretti e dei bassi livelli di rendimento. Se l'attuale fase del ciclo economico continuasse, come previsto, è probabile che gli spread restino relativamente stabili intorno ai livelli attuali. **I mercati obbligazionari riflettono un grado di rischio di recessione maggiore** rispetto all'azionario e all'obbligazionario societario, anche se la disconnessione è leggermente diminuita in seguito alla recente ripresa dei rendimenti. Ai livelli attuali, i buoni del Tesoro statunitensi sembrano essere al loro fair value e crediamo che quest'anno molti dei fattori che hanno portato a un calo dei rendimenti obbligazionari dimostreranno di essere relativamente duraturi, con un'incertezza di breve termine ancora elevata.

LEMANIK

Emilio Foglia, head of business development

Rallentamento globale e protezionismo rappresentano le sfide principali con cui si confrontano i mercati, sostenuti dal determinante accomodamento delle banche centrali. L'abbondante liquidità che forniscono è la chiave che consente di guardare con moderato ottimismo a sviluppi talvolta imprevedibili, a fronte di una distorta allocazione delle risorse; è il caso dell'Europa dove la ricerca del rischio è da tempo spinta da tassi bassi o negativi. Un efficace aiuto potrebbe arrivare dal supporto di politiche fiscali, di cui però si fatica soprattutto nel Vecchio continente, a vedere all'orizzonte.

I governativi e le valute sono in fase laterale e sebbene su dollaro e yen rimangano i principali termometri delle tensioni dei mercati, è possibile un moderato indebolimento sull'onda di una ritrovata positività sul fronte politico. Azionario e corporate faticano invece a focalizzarsi sui fondamentali e mantengono un'elevata sensibilità a trattative commerciali e politica monetaria.

L'attuale fase vede i **mercati muoversi in modo sempre più sincronizzato**; da questo emerge l'evidenza di un elevato controllo nella distribuzione dei livelli di rischio, che vanno oltre la specifica assets class. Un'alternativa interessante è rappresentata da investimenti che privilegiano sia l'aspetto qualitativo degli emittenti, che un'attenta selezione dei titoli su cui investire. Nell'orizzonte temporale delineato vediamo favorevolmente **strategie obbligazionarie ad alto carry** che investono in subordinati finanziari o in high yeld di tutto il mondo, con durate però contenute e a cambio coperto.

Nel contesto oggi prevedibile siamo ancora **positivi sulle principali componenti azionarie**, i motivi sono solo legati a una stabilizzazione degli utili, oltre che al miglioramento del clima generale, senza trascurare la positività che potrebbe scaturire dalle necessità elettorali di Trump. Fra i mercati di nicchia **vediamo con favore l'Italia** che dovrebbe beneficiare, una volta approvata la manovra economica, di un clima di maggior collaborazione e tranquillità a livello governativo. È evidente che molti flussi di capitali esteri si siano ritirati a marzo del 2018, dopo l'esito delle elezioni politiche e il successivo governo Lega-5 Stelle. Ci sembra altrettanto evidente che l'attuale governo sia supportato dalla nuova Commissione europea. Uno spread stabile a 100/110 bps significa un enorme risparmio di interessi sul debito. Questo farebbe molto bene alle banche italiane.

WISDOMTREE

Chris Gannatti, head of research Europe

Dal punto di vista dei mercati azionari, il 2019 è stato un anno molto significativo. Va sottolineato che la base di questa tendenza è da ricercare nel cambiamento di orientamento da parte delle banche centrali. Il 2018 è stato l'anno in cui abbiamo sentito ripetere più volte che la Federal Reserve statunitense, nell'immediato futuro, avrebbe aumentato i tassi d'interesse a ogni incontro. Questa posizione è cambiata radicalmente

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

Chris Gannatti, head of research Europe di WisdomTree

Yoram Lustig, head of multi-asset solutions Emea di T. Rowe Price

Filippo Di Naro, direttore investimenti di Anima

all'inizio del 2019, il che ha portato a un massiccio rally globale dei mercati azionari. Ciò è stato reso ancora più degno di nota per via di diversi elementi. Non esiste ancora una conclusione chiara per la saga Brexit, le tensioni commerciali non si sono completamente appianate, si sono verificati problemi in Medio Oriente e c'è una discreta possibilità che il presidente Trump sia sottoposto a impeachment da parte del Congresso degli Stati Uniti.

Abbiamo assistito a pochi tentativi di trovare una soluzione sul piano fiscale nella maggior parte dei paesi, ma è evidente come la Fed statunitense e la Bce abbiano allentato significativamente la politica monetaria per sostenere gli asset di rischio. Se continuasse il trend accomodante, le **azioni globali potrebbero continuare a crescere**. I tassi d'interesse sono partiti a livelli molto bassi nel 2019 e sembra che inizieranno il 2020 a livelli ancora più bassi. Ciò fa sì che le nostre aspettative iniziali sui rendimenti futuri del reddito fisso siano molto basse. I titoli di Stato rifugio storicamente affidabili possono andare bene in contesti di risk-off, ma, al di fuori di tali eventi, possono rivelarsi investimenti non efficaci.

Il **dollaro tende a essere una valuta che continuiamo a considerare forte**. Le differenze relative nei tassi d'interesse e un mercato azionario vivace portano a una forte domanda. Per quanto riguarda le materie prime, **l'oro offre una grande riserva di valore** a un costo/opportunità molto basso, data l'attuale quantità di titoli di Stato con tassi negativi. In caso di shock, riteniamo che il metallo giallo potrebbe essere un investimento rifugio relativamente sicuro in un contesto di volatilità. Accanto all'oro, guardiamo anche a metalli preziosi come l'argento e il platino, che potrebbero ottenere supporto. Infine, ci sono state tensioni in Medio Oriente, ma i prezzi del petrolio sono rimasti molto bassi, questa situazione può cambiare nell'eventualità di un altro shock. **Il petrolio, comunque, potrebbe essere destinato a un rally**.

T. Rowe Price

Yoram Lustig, head of multi-asset solutions Emea

Saranno **cinque i temi chiave** che domineranno i mercati. In primo luogo, l'economia globale in rallentamento, soprattutto al di fuori degli Stati Uniti. Molti temono che una fase di recessione sia in arrivo. In secondo luogo, in un contesto di inflazione ostinatamente bassa, le banche centrali in Usa, Europa e Asia si sono mosse verso politiche di stimolo, o è probabile che lo faranno. Alla luce di ciò, i policymaker sono ansiosi di prolungare il ciclo. In terzo luogo, le valutazioni sono basse, soprattutto in alcuni casi. L'azionario statunitense non offre prezzi bassissimi, anche se si trovano a livelli inferiori rispetto a quelli dei titoli di Stato. Nonostante ciò, le valutazioni potrebbero diventare ancora più alte. In quarto luogo, le tensioni commerciali, che hanno un impatto anche sull'economia reale. Quinto, la geopolitica ha assunto un ruolo centrale. La Brexit, il populismo, l'impeachment del presidente Trump, l'avvicinarsi delle elezioni del 2020 negli Usa, la situazione mediorientale sono tutti eventi imprevedibili che potrebbero spingere improvvisamente il sentiment e i mercati al rialzo o al ribasso.

All'interno dell'universo azionario, sovrappesiamo i mercati emergenti e sottopesiamo gli Usa. Ciò detto, **l'equity a stelle e strisce tende a sovraperformare in periodi di sell-off**, quindi questo mercato non dovrebbe essere abbandonato. Nell'universo obbligazionario, riteniamo che i **bond di alta qualità e con duration lunghe** possano giocare un ruolo importante nei portafogli multi-asset. I titoli di Stato non genereranno rendimenti attraenti, ma possono controbilanciare l'azionario durante le fasi di flight-to-quality. La ricerca di rendimenti e di fondamentali ragionevoli dovrebbero essere di supporto per il **debito high-yield e per quello emergente**. Queste asset class, tuttavia, sono di tipo growth e non di tipo conservativo, quindi il loro ruolo in un portafoglio non è quello di diversificare il rischio azionario. In termini di valute, le valutazioni e le azioni delle banche centrali potrebbero esercitare spinte al ribasso sul dollaro. Tuttavia, la moneta americana, tradizionalmente un bene rifugio, potrebbe registrare buone performance quando gli asset rischiosi non performano bene. Infine, le commodity e gli asset reali potrebbero subire pressioni.

Anima

Filippo Di Naro, direttore investimenti

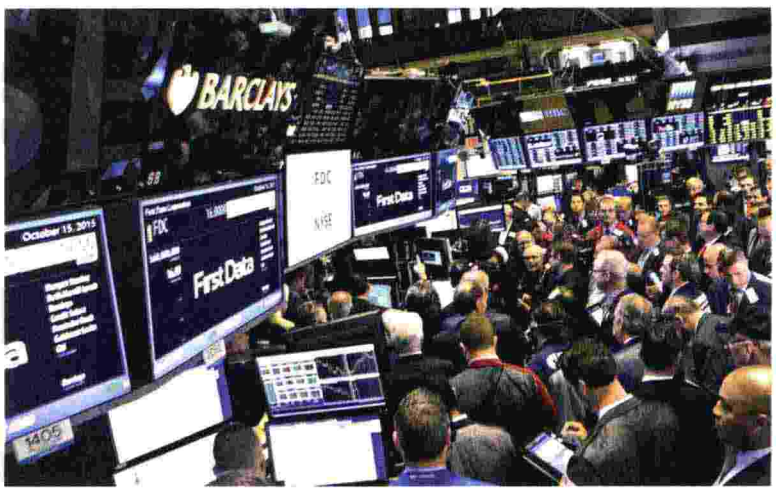
Nel corso del 2019, il più significativo allentamento monetario globale dai tempi della Grande recessione ha alimentato un apprezzamento generalizzato di tutte le asset class. Nei prossimi mesi, il **driver più importante dei mercati diventerà l'evoluzione del quadro macro/fondamentale**: ci attendiamo un miglioramento ciclico, alimentato da condizioni finanziarie eccezionalmente espansive, calo dei rischi geopolitici e un utilizzo sempre più attivo della leva fiscale. Le indicazioni offerte dal flusso di dati macro restano ambigue e alcune evidenze di estensione della debolezza dal settore manifatturiero ai servizi devono essere monitorate, ma **i segnali di stabilizzazione del ciclo industriale si stanno moltiplicando** e l'economia americana continua a dimostrarsi resiliente.

Il contesto di riferimento resterà dunque favorevole per le attività rischiose. Il permanere di rilevanti incertezze sul fronte geopolitico, specie negli Usa (impeachment di Trump, primarie dei democratici), potrebbe limitare la direzionalità dei mercati, ma se la ripresa economica dovesse consolidarsi la rotazione fra regioni, settori e stili potrebbe offrire grosse opportunità **(sovra-performance delle azioni globali rispetto agli Usa, dei settori**

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi



ciclici e dello stile value). Il miglioramento delle prospettive di crescita e l'aumento della propensione al rischio degli investitori alimenteranno pressioni al rialzo sui tassi governativi, ma non ci aspettiamo un repricing marcato: Bce e Fed hanno recentemente adottato un orientamento più attendista, ma sono ben lontane dal rimuovere gli stimoli in un contesto di assenza di pressioni sui prezzi e revisione della cornice istituzionale di politica monetaria (inflation targeting negli Usa).

Il nostro approccio all'investimento in obbligazioni societarie è contraddistinto dalla **selettività e dalla preferenza per il rischio credito** rispetto al rischio tasso (attenta selezione di titoli con rating più basso o minore seniority, ma scadenza ravvicinata). Sul fronte dei mercati valutari, l'evoluzione del quadro macro e i rischi che emanano dalla politica interna americana sono coerenti con un indebolimento del dollaro, ma il potenziale di deprezzamento rispetto all'euro potrebbe essere limitato dal carry elevato e dalla minore tonicità in termini relativi della crescita europea e cinese. Visione negativa anche sulla sterlina: nel medio periodo i costi economici dell'uscita dalla Ue superano i vantaggi in termini di maggiore flessibilità.

BMO GLOBAL AM

Steven Bell, capo economista

La nostra previsione di fondo è che l'attuale ciclo economico abbia ancora margini di crescita e che le paure di una recessione imminente siano eccessive. Abbiamo un sovrappeso sull'azionario

Steven Bell, capo economista di Bmo Global Am

globale e una posizione neutrale sull'obbligazionario governativo e sul credito. **Nell'azionario, preferiamo gli Usa,** e in quest'area le grandi capitalizzazioni rispetto alle piccole, **e il Canada**, considerata la crescita economica relativamente solida in entrambi i paesi, che crediamo continuerà.

Il nostro sottopeso sull'azionario europeo è dovuto alla volatilità geopolitica, al rallentamento dell'economia e dai bassi rendimenti obbligazionari. Il divario di redditività tra l'Europa e gli Usa rimane ampio. Siamo neutri sull'azionario del Regno Unito considerata l'incertezza legata a Brexit. Siamo **neutrali sui titoli di Stato nel complesso**, con una posizione di sovrappeso su Treasury a 10 anni e un sottopeso sui titoli canadesi di uguale scadenza. Questo è dovuto principalmente alle nostre previsioni più ottimistiche per la crescita canadese a breve termine rispetto agli Stati Uniti, nonché da valutazioni relativamente ricche per i tassi canadesi.

Le valutazioni elevate e la scarsa liquidità ci inducono a preferire le azioni e ad assumere una posizione complessivamente neutrale sugli spread creditizi. Abbiamo un leggero sottopeso nelle obbligazioni ad alto rendimento statuni-

Donatella Principe, director market and distribution strategy di Fidelity International

tensi, date le ricche valutazioni e alcune preoccupazioni circa la leva finanziaria e le debolezze strutturali in settori come il commercio al dettaglio, nonostante la nostra visione dell'insieme delle imprese americane sia sana.

Il debito sovrano dei mercati emergenti è il nostro sovrappeso preferito all'interno del credito, poiché la bassa inflazione globale e il posizionamento accomodante delle banche centrali dei mercati sviluppati sono di supporto e le valutazioni rimangono interessanti rispetto alle aziende dei mercati sviluppati. Tra le valute crediamo che la svolta accomodante della Fed e l'incertezza legata alle tensioni commerciali peseranno sul dollaro Usa. Preferiamo il dollaro canadese, l'euro e lo yen, che continua a essere economico e potrebbe diventare un porto sicuro.

FIDELITY INTERNATIONAL

Donatella Principe,
director market and distribution strategy

La fine del 2019 e l'inizio del 2020 non potrebbero presentarsi con prospettive più diverse rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Allora non solo le principali banche centrali avevano un orientamento restrittivo, ma la Fed minacciava un inasprimento della politica sui tassi. Oggi l'orientamento delle banche centrali, Fed e Bce in testa, è tornato espansivo e supporta uno **scenario di reflazione**. La Cina, nel suo duplice obiettivo di crescita e stabilità dell'economia, sembra maggiormente focalizzata sul primo rispetto alla priorità data al contenimento del debito negli ultimi 12 mesi. Molti rischi esogeni (guerra commerciale, Brexit ecc.), sebbene non completamente fuori dal quadro, hanno oggi una probabilità minore di degenerare verso il peggior scenario possibile: escalation e hard-Brexit senza accordo. Questo cambio di scenario ha completamente modificato il tono del mercato. I rendimenti nel mercato obbligazionario sono tornati sui minimi storici, riportando gli investitori da una parte in un

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

contesto di search for yield, dall'altro in un mondo Tina (There is no alternative) dove **non si può prescindere dall'investimento in azioni**. Infatti, questa asset class si conferma l'unica non solo con rendimenti superiori ai livelli pre-crisi, ma addirittura in crescita. Tuttavia, almeno tre considerazioni sono imprescindibili. Prima di tutto il **contesto di volatilità** è cambiato, con un trend al rialzo che neanche la put delle banche centrali è in grado di mitigare. Il tema della gestione del rischio torna centrale: più che al rendimento, bisogna sempre più guardare al premio per il rischio di ogni singolo investimento. In secondo luogo, sebbene siamo riusciti a evitare una recessione dei profitti, quest'anno la **salita dei corsi azionari è legata quasi interamente al re-rating**. Questo rende il rally più fragile e spinge verso una crescente attenzione al tema delle valutazioni. Infine, nell'azionario anche nel 2019 si sono confermati in acquisto e **vincenti gli stessi temi dell'ultimo decennio**, come growth e quality; ma soprattutto società bond-like. In un contesto nel quale le correlazioni tra azioni e obbligazioni si confermano elevate e la componente rischio-credito tende a prevalere nel segmento corporate (specie high yeld), il **tema della diversificazione** torna quanto mai centrale come strumento non solo di gestione del rischio ma anche di corretta costruzione del rendimento.

Mediolanum International Funds

Brian O'Reilly, head of market strategy

Sulla base della nostra analisi ci troviamo in una fase avanzata del ciclo attuale, che persiste ormai da 11 anni. Questo ha alcune importanti implicazioni sul modo in cui gli investitori dovrebbero impostare la strategia di investimento. L'importanza di strategie collaudate incrementa di pari passo con l'avanzamento del ciclo.

Nell'ambito dell'universo del reddito fisso abbiamo una chiara preferenza per le **obbligazioni di qualità superiore contraddistinte da una duration più elevata** e manteniamo una predilezione per le obbligazioni sovrane di alta qualità rispetto al credito. Siamo preoccupati soprattutto per le obbligazioni corporate high yield che, a nostro parere, rappresentano una potenziale fonte di debolezza. Le condizioni di accesso al

Brian O'Reilly, head of market strategy di Mediolanum International Funds

credito sono finora rimaste favorevoli, ma un ulteriore rallentamento della crescita potrebbe mettere sotto pressione il credito, determinando un aumento delle inadempienze.

Le **prospettive azionarie dipenderanno in larga misura dall'andamento del Pil** globale e, in ultima analisi, dagli utili. Le previsioni del Pil sono state ridotte continuamente nel corso del 2019, a causa della guerra commerciale, e gli utili societari sono sostanzialmente stagnanti. Solo un miglioramento significativo delle prospettive della guerra commerciale può determinare una ripresa dei titoli azionari. Preferiamo assicurarci un certo margine d'intervento in caso di arretramento del mercato azionario prima di aumentare le allocazioni di capitale.

L'oro, tradizionalmente considerato un ottimo asset rifugio, è una delle nostre principali option call. Per quanto riguarda l'euro, riteniamo che ci sia il potenziale di un suo apprezzamento rispetto al dollaro. La Bce ha ampiamente contribuito alla riduzione dei tassi di interesse, mentre la Federal Reserve ha ancora diverse opzioni per allentare la politica monetaria. In base all'indice Ocse della parità del potere d'acquisto (Ppp), **l'euro continua a essere sottovalutato del 20%** circa nel lungo termine.

Pictet Asset Management

Andrea Delitala, head of investment advisory

L'allentamento attuato dalle banche centrali nel corso del 2019, in prima battuta la Fed da inizio estate e, a seguire, la Bce in autunno, garantisce ampia liquidità e condizioni finanziarie agevoli per l'anno a venire. La Fed potrebbe ancora intervenire all'occorrenza, ma lo farà solo a fronte di un deterioramento del quadro macroeconomico. La prospettiva di cui i mercati stanno prendendo atto è che la politica monetaria sarà presumibilmente stabile e comunque meno reattiva nei prossimi trimestri. Viene meno un importante ammortizzatore a fronte di eventuali shock e fa ritenere possibile

Andrea Delitala, head of investment advisory di Pictet Asset Management

il ricorso ad altri strumenti, quali la politica fiscale, in caso che l'attività economica necessiti di ulteriore sostegno.

L'evoluzione della guerra commerciale fra Stati Uniti e Cina verso un progressivo accordo in fasi successive ci porta ad avere una visione più costruttiva rispetto a quanto prezzato dai mercati obbligazionari circa il rischio di una recessione globale. Le conseguenze per gli investitori sono **tassi a breve stabili ma tassi a lunga più volatili** e tendenzialmente vulnerabili. Per le azioni vale un discorso analogo ma partendo da valutazioni meno estreme e quindi con potenziale upside su un miglioramento del ciclo. Riteniamo che dollaro e materie prime possano restare in range contenuti ma con tendenza al ribasso.

Dal punto di vista operativo, sul fronte azionario i settori più interessanti potranno essere quelli legati al ciclo economico e meno sensibili al rialzo dei tassi. Il 2019 è stato caratterizzato dagli ottimi risultati del settore It e dei titoli difensivi: quest'ultimo movimento è tipico delle fasi di rallentamento del ciclo e ha portato le valutazioni relative (difensivi vs ciclici) su livelli compatibili con un'alta probabilità di recessione. Poiché propendiamo per uno scenario più costruttivo, riteniamo che sia il caso di **avere un atteggiamento favorevole ai ciclici**, grazie alle buone valutazioni relative, reattività minore al rialzo dei tassi e maggiore nel caso di iniziative di politica fiscale. Sul fronte obbligazionario, le valutazioni dei principali titoli di stato, quali Treasuries americani e Bund tedeschi è giustificabile solo con un quadro macroeconomico in continuo deterioramento e non stabile, seppure a livelli bassi, come nelle nostre previsioni. Questo ci induce a essere **strategicamente negativi nei confronti delle obbligazioni nominali** degli emittenti (governi e società) dei principali Paesi sviluppati. Vediamo un po' più di valore relativo nelle obbligazioni Usa indicizzate all'inflazione: a 10 anni esprimono un rendimento ancora positivo, in »

064954

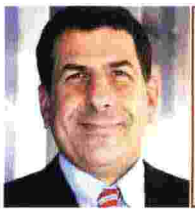
Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

COVER STORY

Anna Guglielmetti, head of institutional portfolio di Credit Suisse Italy

Luca Riboldi, direttore investimenti di Banor Sim



Mike Zelouf, director of Middle East and european business di Western Asset (Legg Mason)

termini reali, sembra un lusso di questi tempi, e nelle obbligazioni dei Paesi emergenti (governative e societarie), soprattutto in valuta locale.

CREDIT SUISSE ITALY

Anna Guglielmetti, head of institutional portfolio

Per il 2020 a livello macro ci aspettiamo una crescita globale moderata, appena al di sotto del 2% negli Stati Uniti e intorno all'1% nell'area euro, con un livello di inflazione contenuto. A breve **ci aspettiamo una ripresa nel settore manifatturiero**, che dovrebbe confortare gli investitori sulla tenuta dell'attuale fase di espansione dell'economia. La politica monetaria continuerà a essere espansiva un po' ovunque nel mondo e il livello dei tassi di interesse continuerà a essere estremamente basso. Non ci aspettiamo tuttavia ulteriori tagli da parte della Fed nei prossimi sei mesi.

In questo contesto, la nostra asset allocation prevede un **sovrappeso sui mercati azionari** rispetto ai mercati obbligazionari. A livello geografico **preferiamo il mercato Usa**, che presenta elementi di maggiore solidità sia a livello macro che micro, **e il mercato giapponese**, che presenta valutazioni estremamente attraenti. Recentemente abbiamo aumentato anche il peso sui **paesi emergenti**, che dovrebbero beneficiare di un potenziale miglioramento della congiuntura economica. A livello settoriale, i nostri settori preferiti sono **tecnologia** e **finanziari** Usa. I settori che ci piacciono meno sono invece salute e consumi discrezionali.

Sulla componente obbligazionaria, siamo sottopesati in termini di duration in particolare sui titoli governativi, sia in Usa che nell'area euro. L'attesa di una crescita moderata non supportata da spinte inflazionistiche dovrebbe **favorire invece tutte le componenti a spread**, inclusi high yield e mercati emergenti. A livello di rating le aree che offrono più valore sono BBB e BB, cioè la parte bassa dell'investment grade e la parte alta dell'high yield. Raccomandiamo tuttavia molta attenzione nella selezione degli emittenti, perché **i downgrade e i default stanno aumentando**. Buona norma sui crediti è sempre una forte diversificazione. Sui mercati obbligazionari dei Paesi emergenti in valuta forte (dollaro ed euro), preferiamo Eemea (Eastern Europe, Middle East and Africa) rispetto ad America latina. Siamo positivi su Turchia, Russia e Messico.

BANOR SIM

Luca Riboldi, direttore investimenti

A proposito di Trump e della guerra commerciale con la Cina, possiamo immaginare che ci saranno concessioni sull'acquisto di materie prime agricole americane e sul tema della tecnologia. Pare che con l'avvicinarsi della scadenza elettorale, l'attuale presidente americano voglia arrivare a una situazione di pace con la Cina sul fronte commerciale. In ogni caso lo scontro andrà avanti per i prossimi 20 anni, dato che la Cina è diventata l'antagonista per eccellenza degli States.

L'economia potrebbe recuperare nel 2020. Con **gli utili delle imprese Usa in crescita dell'8-9%**, e se i tassi non salissero troppo, il nuovo anno si prospetterebbe piatto o in leggera crescita per l'America, mercato più ricco di titoli growth, e in leggero rialzo per i mercati europei ed emergenti. Se invece l'economia non riuscisse ad accelerare più di tanto, oppure la crescita ci fosse davvero e i tassi salissero più del previsto, si avrebbero ripercussioni negative. Un rialzo dei tassi potrebbe aiutare i titoli ciclici a recuperare però è anche mal digerito dai mercati e, se questi ultimi scendono, è difficile che i titoli ciclici riescano a migliorare. Sempre più frequentemente abbiamo osservato come i mercati finanziari siano un contributore importante al rallentamento dell'economia. È importante capire dunque come si muoveranno i tassi. Nel 2020 gli utili delle aziende dipenderanno dall'andamento dell'economia, avendo ormai raggiunto margini di profitto storicamente elevati. Dovremmo **vedere una rotazione dai titoli growth**, su valutazioni più tirate, **a quelli value**, più attraenti.

Occorre prestare attenzione al possibile verificarsi di due situazioni: la prima è una ripresa delle aspettative sull'inflazione superiori o uguali al target del 2%, la seconda è la possibile fine della guerra commerciale tra Cina e Usa, che ridarebbe fiato alle economie coinvolte. Se non ci saranno conferme dai dati macroeconomici, ciò vorrà dire che la politica messa in campo dalle banche centrali sarà stata inefficace e che sarà arrivato il momento in cui l'azione spetta ai governi. Con le elezioni americane ci aspettiamo un anno di maggiore volatilità sui mercati rispetto al precedente. **La nostra posizione sulle valute è prudente**: avere dollari in portafoglio a questi livelli comincia ad essere un po' rischioso per cui pochi dollari, qualche sterlina inglese e alcune divise emergenti ben selezionate.

WESTERN ASSET (LEGG MASON)

Mike Zelouf,
director of Middle East and european business

CLEARBRIDGE INVESTMENTS (LEGG MASON)

Scott Glasser, co-chief investment officer

Le prospettive di crescita globale rimangono deboli. Se da una parte i rischi al ribasso sono aumentati, dall'altra la crescita globale dovrebbe rimanere resiliente nel corso del 2020, grazie ai consumi, ancora solidi, e allo stimolo monetario fornito dalle banche centrali. Negli Usa siamo incoraggiati dalla recente ripresa della spesa dei consumatori e dall'accenno di miglioramento dei dati manifatturieri. Riguardo all'Eurozona, riteniamo che il mercato sia diventato troppo pessimista sui rischi al ribasso e crediamo che la crescita avrà una modesta ripresa, con dei **rischi per i Bund tedeschi**. L'Asia continua a crescere nonostante le tensioni commerciali.

Questo contesto macroeconomico dovrebbe **fornire supporto alle obbli-**

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

Fabiana Fedeli, global head of fundamental equities di Robeco

Jamie Stuttard, head global macro fixed income di Robeco

Scott Glasser, co-chief investment officer di ClearBridge Investments (Legg Mason)

gazioni societarie, specialmente negli Stati Uniti, la liquidità e i rendimenti interessanti di questo settore. Con l'inflazione in calo in molti Paesi emergenti, le banche centrali hanno la flessibilità di abbassare i tassi e favorire l'economia, supportando le valutazioni delle obbligazioni soprattutto in termini reali. La domanda chiave è se ci troviamo sulla soglia di una recessione o soltanto di un rallentamento di fine ciclo.

Il nostro scenario base propende per un rallentamento all'interno dell'espansione economica ancora in corso. Il lato dei consumi dovrebbe restare abbastanza solido da evitare una recessione. La **probabilità di una frequente volatilità** nel 2020 ci spinge verso società growth di alta qualità, caratterizzate da un forte vantaggio competitivo nel loro business, e verso le aree più difensive del mercato che durante i periodi di crisi hanno resistito bene, inclusi i beni di prima necessità e le utilities. Uno dei vantaggi di questi titoli sono i dividendi. Nel corso del terzo trimestre del 2019, il 42% delle azioni dello S&P 500 ha registrato un dividend yield superiore rispetto ai Treasury a 30 anni. Siamo fiduciosi sul fatto che nel 2020 non ci sarà un crollo del mercato. Di fatto le azioni statunitensi sono andate bene nei periodi successivi all'inversione della curva dei rendimenti, crescendo in media del 13,5% nei successivi 12 mesi. La curva dei rendimenti del Tesoro Usa (calcolata sui titoli a 2/10 anni) si è invertita in agosto, suggerendo che **le azioni potrebbero salire per gran parte dell'anno prossimo**.

ROBECO

Fabiana Fedeli, global head of fundamental equities e **Jamie Stuttard**, head global macro fixed income

Ci aspettiamo che l'espansione economica si protragga un po' più a lungo e che il mercato azionario entri nella fase conclusiva di un rialzo durato quasi un decennio. L'economia statunitense non dovrebbe scivolare in recessione, poiché l'occupazione, la spesa per consumi e i servizi continuano a mostrare una buona tenuta. L'inizio di una fase recessiva è più probabile dopo il 2020. La crescita del Pil cinese è destinata a rallentare ulteriormente. Le dinamiche demografiche, gli elevati livelli di debito societario e la transizione da un'economia incentrata sugli investimenti a un modello trainato dai consumi rendono ineludibili tassi di crescita strutturalmente più bassi.

Quanto all'Europa, le prospettive di crescita del Pil si confermano modeste. La Germania è alle prese con lo stallo della produzione manifatturiera globale e con un rallentamento delle esportazioni, dovuti in parte alla guerra commerciale Usa-Cina. Di conseguenza, nel 2020 la crescita del Pil sarà inferiore all'1%. Altre importanti economie dell'eurozona, come Francia e Spagna, evidenzieranno un'espansione più sostenuta, ma comunque inferiore al trend. Senza hard Brexit e con un accordo commerciale ristretto tra Usa e Cina, sufficiente per ridare fiducia alle imprese e stimolare gli investimenti e la crescita degli utili, **le azioni dei mercati sviluppati ed emergenti dovrebbero sovraperformare altre asset class**, con una preferenza per l'azionario non statunitense. Assisteremo inoltre a una rotazione verso i titoli value. Le obbligazioni high yield hanno un profilo di rischio/rendimento meno appetibile rispetto ad altre asset class rischiose, visto che gli spread spesso iniziano ad ampliarsi già nelle fasi avanzate del ciclo economico. Discorso analogo vale per i **titoli investment grade**, ma almeno alcuni di questi possono contare sul sostegno della Bce. I rendimenti dei titoli di Stato dovrebbero aumentare con il miglioramento delle condizioni economiche, poiché le autorità monetarie non vorranno o potranno attuare un ulteriore allentamento. Ciò detto, non prevediamo nell'immediato una fine dei rendimenti estremamente bassi o negativi.

AVIVA INVESTORS

David Nowakowski, senior strategist, multi-asset & macro

In un contesto di crescita economica debole, caratterizzato da una volatilità episodica, a seguito di politiche erratiche e controversie commerciali, ci aspettiamo che la politica monetaria rimanga accomodante. Anche se ci sono rischi al ribasso, non vediamo all'orizzonte una recessione o una crisi globale. Ma i pericoli posti da guerre commerciali, sanzioni e problemi in settori specifici, soprattutto nella manifattura, persisteranno anche nel 2020. Gli investitori rimangono cauti, visti i ricordi di illiquidità che hanno spinto le vendite di fine del 2018. Ciò è stato evidenziato dalla **recente volatilità dei mercati monetari negli Stati Uniti** dopo il quantitative tightening della Fed, che si è combinato a un crescente deficit fiscale. L'attenzione del mondo si concentrerà in parte sulle elezioni negli Stati Uniti e sul suo impatto sui mercati, dato che probabilmente i Democratici si impegneranno a invertire gran parte della deregolamentazione market-friendly e dei tagli alle imposte societarie voluti dal presidente Trump e dai Repubblicani.

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

COVER STORY

David Nowakowski, senior strategist multi-asset & macro di Aviva Investors

Maya Bhandari, gestore di portafoglio multi-asset di Columbia Threadneedle Investments

Pierluigi Ansuinelli, portfolio manager di Franklin Templeton multi-asset solution

Per questo motivo siamo **positivi sugli asset a reddito fisso**, che in genere ottengono buoni risultati nei rallentamenti di fine ciclo. Preferiamo esposizione e duration dei Treasuries Usa, dove i rendimenti rimangono elevati rispetto ai paesi del G-10, e dell'obbligazionario dei mercati emergenti, sia in valuta forte sia locale. Anche se ci possono essere vendite di obbligazioni durante i periodi di rischio al rialzo, non ci aspettiamo una piena risoluzione della guerra commerciale o l'emergere di gravi pressioni inflazionistiche, fattore che consentirà alle banche centrali di continuare a sostenere ampiamente i mercati obbligazionari.

Sul mercato azionario siamo neutrali e adottiamo una strategia tattica ricercando opportunità relative value, ad esempio in settori molto venduti come la **sanità**, o su industry orientate al lungo termine come il **cloud computing** e il **5G**. Dato che il rallentamento della Cina è destinato a proseguire nel prossimo anno e che il Paese adotterà stimoli più orientati al mercato domestico rispetto a quanto fatto nel 2015-17, questo dovrebbe essere più vantaggioso per i titoli statunitensi e britannici rispetto ai mercati emergenti più sensibili all'andamento delle materie prime, i quali, a loro volta, sono maggiormente legati all'economia cinese.

Columbia Threadneedle Investments

Maya Bhandari, gestore di portafoglio multi-asset

Le nostre previsioni non sono per una recessione quest'anno o il prossimo, ma, poiché i dati economici hanno continuato a indebolirsi, i rischi per questo scenario sono aumentati. La nuova escalation delle guerre commerciali globali ha sollevato ancora una volta l'incertezza sul futuro delle catene di approvvigionamento, frenando i piani di investimento delle società e causando forti oscillazioni degli inventari. Anche i mercati finanziari indicano una maggiore cautela. Ad esempio, **il 70% della curva dei rendimenti degli Stati Uniti è piatta o invertita**. Tuttavia, la correlazione non equivale alla causalità e ci sono stati ritardi lunghi e variabili tra inversioni e recessioni da 9 mesi a oltre 5 anni. Inoltre, le condizioni normalmente necessarie affinché si verifichi la recessione, eccesso di deficit del settore privato o un surriscaldamento del mercato del lavoro che determina un forte aumento dell'inflazione, sono evidenti per la loro assenza. Tuttavia, questi sono segnali che non dovremmo, e non dobbiamo, ignorare. Quindi abbiamo **ridotto significativamente l'ammontare complessivo del rischio** assunto nei portafogli.

Abbiamo oggi un'esposizione neutrale a tutte le classi di attivi e una propensione al rischio decisamente più bassa rispetto a 12 mesi fa. Quali segnali potrebbero indurci ad abbandonare il nostro assetto neutrale? Quattro sviluppi, due in ciascuna direzione, potrebbero far allontanare l'ago della bilancia da una posizione sostanzialmente neutrale. Eventuali indicazioni di una diffusione della debolezza economica dal settore manifatturiero ai consumi o un allentamento inferiore alle attese da parte delle banche centrali suggerirebbero maggiore cautela. Per contro, un'attenuazione delle tensioni geopolitiche (legate soprattutto al commercio e a Brexit) o ulteriori segnali di un consolidamento degli indici dei responsabili degli acquisti (Pmi) asiatici e di una diffusione di tale vigore ad altre regioni ispirerebbero maggiore fiducia.

I nostri giudizi in materia di asset allocation non hanno subito variazioni e, nell'attuale frangente, una maggiore prudenza rispetto, per esempio, a un anno fa rimane giustificata. Ma con il placarsi delle acque abbiamo iniziato a considerare una maggiore esposizione all'azionario asiatico.

Franklin Templeton

Pierluigi Ansuinelli,
portfolio manager multi-asset solutions

In termini generali, l'economia globale sta rallentando, le tensioni commerciali dominano il sentiment degli investitori e l'inflazione è contenuta. La crescita frena a causa delle debolezze del manifatturiero che minacciano la tenuta del settore dei servizi. Le guerre commerciali non sono che un sintomo di tensioni più profonde fra gli Stati Uniti e la Cina. Considerando il picco dei margini di utile, potrebbero diventare un ostacolo permanente per i piani d'investimento delle imprese. Nell'insieme, **i fondamentali societari sono ancora relativamente robusti** nonostante la moderazione della crescita globale. Allo stesso tempo, **la capacità delle imprese di trasferire i costi sui consumatori appare limitata**, con pressione sui margini. Vari mercati e i loro operatori sembrano scontare livelli diversi di supporto da parte delle banche centrali, la cui capacità di agire risolutamente è talvolta limitata. Qualsiasi errore nella gestione di tali aspettative potrebbe portare a una perdita di fiducia tra gli investitori. Negli ultimi trimestri vi è stato un ritorno a livelli di lungo termine della volatilità di mercato, piuttosto che ai bassi livelli osservati per gran parte degli ultimi 10 anni. Questo indica che **siamo entrati in un nuovo regime di volatilità**.

Abbiamo assunto un atteggiamento più prudente riguardo agli asset rischiosi e siamo convinti che le sfide poste dagli attuali mercati richiederanno una gestione agile. Le aspettative d'inflazione, originate dai rendimenti delle obbligazioni, sono scese bruscamente. In uno scenario incerto, la nostra gamma di **strategie alternative** potrebbe migliorare il rendimento potenziale e ridurre la volatilità del portafoglio.

Intermonte Sim

Antonio Cesarano, chief global strategist

Il 2020 inizia all'insegna di un notevole ottimismo da parte degli operatori, stando almeno a quanto emerso da alcune ricerche condotte a novembre 2019. Nel **sondaggio di BofA Merrill Lynch**,

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

Antonio Cesarano, chief global strategist di Intermonte Sim

uno dei più seguiti dagli operatori globali, alla domanda di quale sarà l'asset che meglio si comporterà nel 2020, la risposta di oltre il 50% dei partecipanti è stata il **mercato azionario globale**. All'estremo opposto figura il **mercato obbligazionario**, con appena il 5% circa di sostenitori.

L'ottimismo si basa in parte sull'attesa di un esito positivo dei negoziati Usa-Cina, tale da far percepire la possibilità di un progressivo smantellamento del castello di dazi costruito durante i lunghi mesi della guerra commerciale. A ben vedere l'ottimismo potrebbe essere anche meramente il frutto di un atteggiamento tipicamente estrapolativo in cui si dà maggior peso ed enfasi alle tendenze più recenti. In altri termini, il buon andamento del 2019 impatta molto sulle percezioni future.

Nel 2018, complice il pessimo ultimo trimestre dell'anno, l'umore in vista del nuovo anno era diametralmente opposto, al punto che alcuni analisti si spingevano a ipotizzare la fine del lungo trend ribassista dei tassi, in vista soprattutto del venir meno del supporto delle banche centrali. Con il senno del poi, **le cose sono in realtà andate in senso diametralmente opposto**, con addirittura la Bce che ha ripreso sia le operazioni di infusione di liquidità (cosiddette Tltro) sia quelle di acquisto di bond (quantitative easing). La Fed dal canto suo non è stata da meno, con ben tre tagli dei tassi e la ripresa di acquisto di bond a breve termine. A questo punto la domanda nasce spontanea: cosa accadrà nel 2020? L'impressione è che le percezioni estreme potrebbero rivelarsi non esattamente corrette. Mi riferisco in particolare al fatto che **potrebbe essere prematuro decretare per l'intero anno la fine dei bond**, a tutto vantaggio delle borse.

Provo a tracciare un'ipotesi di scenario alternativa a quella di consenso. Il possibile raggiungimento di un accordo tra Usa e Cina potrebbe scatenare l'ottimismo, portando verso l'alto i tassi al punto da urtare, a un certo punto, le borse e

Didier Saint-Georges, managing director e membro del comitato strategico d'investimento di Carmignac

innescare prese di profitto sui mercati. A quel punto le banche centrali sarebbero costrette a intervenire, trasformando, nel caso della Fed, il cosiddetto non-Qe, così definito perché rivolto solo ai titoli a breve termine, in un vero e proprio Qe, nel senso di spingersi nuovamente ad acquistare titoli a medio termine. Questo comporterebbe una ripresa dei corsi azionari, sebbene in forma più attenuata rispetto alle precedenti fasi post Qe, e la ripresa della discesa del trend primario dei tassi, in particolare negli Usa. In altri termini, **alla fine, soprattutto i bond, e in parte l'azionario, potrebbero recuperare**.

In estrema sintesi, la percezione complessiva per il 2020 potrebbe essere positiva con però un piccolo dettaglio non di poco conto: acquistare bond e azionario solo dopo un contestuale calo dei prezzi, indotto da un rapido rialzo dei tassi e causato a sua volta da un eccesso di ottimismo. Come diceva il gran cancelliere spagnolo Ferrer rivolgendosi al suo cocchiere nei *Promessi Sposi*: adelante Pedro, adelante con juicio!

CARMIGNAC

Didier Saint-Georges, managing director e membro del comitato strategico d'investimento

Da agosto, la prospettiva di un accordo commerciale, anche se parziale, tra Usa e Cina e il ritorno del supporto da parte delle banche centrali hanno permesso ai mercati azionari di superare il loro soffitto di cristallo. La leadership del settore si è invertita, con i **titoli value e ciclici in sovraperformance rispetto a quelli growth**. Per il 2020 il Quantitative tightening della Fed, iniziato nel 2018 e terminato solo a settembre scorso, è stato un errore con profonde ramificazioni. Il sistema finanziario statunitense si trova ora di fronte a un problema di liquidità per il quale la Fed non ha ancora trovato una soluzione duratura. Questo mette a rischio una miriade di piccoli operatori finanziari statunitensi altamente indebitati e impedisce, tra l'altro, che il dollaro si indebolisca. L'iniezione di liquidità mensile di 60 miliardi di dollari decisa di recente dalla Fed è visibilmente insufficiente per risolvere il problema. Occorrerà fare di più e più rapidamente per evitare una **crisi di liquidità**.

Un altro problema è il panorama politico statunitense: il decennale trionfo di Wall Street rispetto a Main Street nel mondo sviluppato ha iniziato a generare una significativa ribellione sociale e politica, che negli Stati Uniti potrebbe spingere **Elisabeth Warren** avverso le elezioni presidenziali. Il suo programma è apertamente incentrato sugli aumenti fiscali e sulla politica di regolamentazione con l'obiettivo di ridurre i profitti aziendali a beneficio dei lavoratori dipendenti. Una sua vittoria non sarebbe vista di buon occhio dai mercati azionari e probabilmente indebolirebbe ulteriormente le prospettive del dollaro. Nei mercati obbligazionari invece assisteremmo a una divisio- ⏭

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

COVER STORY

ne tra la corsa verso asset più sicuri e le esigenze di finanziamento di un gravoso programma per le infrastrutture e la spesa sociale. Data l'interconnessione dei mercati globali, gli investitori dovrebbero probabilmente mantenere un atteggiamento cauto su tutte le asset class all'inizio del 2020.

Stefan Kreuzkamp, chief investment officer di Dws

Manuel Pozzi, investment director di M&G Investments

Dws

Stefan Kreuzkamp, chief investment officer

Guardando le nostre previsioni a 12 mesi si potrebbe essere tentati a credere che ci attende un anno relativamente benigno, quasi noioso. Soprattutto per quanto riguarda il reddito fisso e le valute. Il nostro outlook è di **trading laterale per la maggior parte dei rendimenti delle obbligazioni sovrane globali**. Lo stesso vale per le valute. Particolari eccezioni a queste previsioni a basso rendimento sono ancora una volta i **mercati emergenti**: circa il 5% del rendimento totale sia per le obbligazioni sovrane sia per le obbligazioni societarie, e, in misura minore, per le obbligazioni societarie degli Stati Uniti e dell'Eurozona con ritorni tra il 2 e il 4%. Infine, i titoli del Tesoro statunitense non sembrano così male con un rendimento atteso del 2% per i bond a 10 anni e del 4% per i trentennali. E **anche le obbligazioni tedesche potrebbero offrire un rendimento positivo**, considerando la scadenza a 30 anni, tuttavia, è la loro funzione di strumento di copertura in caso di turbolenze del mercato quella che interessa di più. **Ci piacciono anche l'oro e lo yen** come strumenti di copertura. Per le azioni, le nostre previsioni sembrano un po' più entusiasmanti. Dopotutto, questa classe di asset beneficia dell'essere un'alternativa di investimento relativamente più interessante rispetto alle obbligazioni. Prevediamo **rendimenti dal 5 al 10% per le azioni globali**. Non abbiamo una chiara preferenza regionale e siamo ugualmente posizionati in titoli growth e value.

In generale, pensiamo che il 2020 sarà l'undicesimo anno del ciclo di crescita. I pilastri per un buon anno di investimento sono i seguenti: banche centrali espansive, abbassamento degli indicatori principali forte crescita come i purchising managers indices e ancora una forte fiducia dei consumatori, basata su mercati del lavoro forti. Suonerebbe bene, ma è solo metà della storia. Per elencare solo alcuni rischi da affrontare: Brexit e guerra commerciale Usa-Cina che si trascina, ulteriore appesantimento del Capex; un presidente degli Stati Uniti forse ancora più incostante, poiché è nel mezzo di un processo di impeachment e in un anno elettorale. Il rallentamento della crescita cinese unita alle tensioni a Hong Kong. E solo per i mercati dei capitali: le banche centrali che non possono ripetere il radicale mutamento del 2019, quando in particolare la Fed ha fatto una inversione a U dall'aumento al taglio dei tassi. E non dimentichiamoci che le valutazioni non sono a basso costo per la maggior parte delle asset class.

Riassumendo, il nostro scenario principale vede **rendimenti a 12 mesi a una cifra per varie classi di asset**, ma non sarà facile raggiungere gli obiettivi ipotizzati di crescita, infatti, ci saranno per i mercati una miriade di possibilità per rimanere delusi e quindi la possibilità di correzione dei corsi. Questo scenario, a nostro avviso, richiede **un portafoglio ben diversificato con una leggera inclinazione verso asset a rischio** come azioni e titoli corporate e dal punto di vista geografico, sui mercati emergenti, ma anche facendo coperture alle probabili correzioni del mercato con yen, oro o obbligazioni a lungo termine.

M&G Investments

Manuel Pozzi, investment director

I principali listini azionari sembrano aver recuperato oggi gli eccessi ribassisti di un anno fa, prezzando correttamente l'azionario europeo, giapponese ed emergente, con multipli di circa 14 volte gli utili e 1,6 volte il valore di libro. Ha corso di più l'azionario Usa, sia per performance sia per valutazione, essendo andato oltre i livelli medi storici. Altro elemento che ci fa **preferire l'equity extra-Usa** è che le famiglie americane sono storicamente molto esposte all'azionario, lasciando forse meno spazi per nuovi flussi. I mercati dell'equity sono saliti sia per le valutazioni appetibili di inizio anno, sia per i tassi di interesse sempre più bassi, ma ormai sembrano prezzati in modo più corretto. Nel 2020 gli investitori saranno dunque meno permissivi in caso di delusioni sugli utili. Meglio quindi valutare attentamente l'esposizione azionaria e **limitarsi alle posizioni più strategiche**. Il tempo per le posizioni aggiuntive di natura tattica al momento pare concluso.

La situazione sull'obbligazionario è più complicata: i principali titoli di Stato restano in territorio di bolla o quanto meno troppo cari. Per poter ritenere conclusa la fase di eccesso di ribasso iniziata a fine 2018, probabilmente occorrerà rivedere rendimenti dei Bund decennali in area +0,5% e una curva dei tassi un po' più ripida e tali livelli resterebbero comunque cari e poco interessanti in assoluto. **Restiamo molto prudenti sul rischio di tasso**, anche se abbiamo iniziato a prendere profitto su alcune posizioni corte incrementate ad agosto. Sul fronte creditizio vediamo mercati valutati correttamente per i titoli di qualità, mentre riteniamo di non essere particolarmente ben remunerati lato high yekd, dove siamo prudenti. I bond emergenti hanno corso molto, in parte per il carry elevato, in parte per il ribasso dei tassi free risk. Oggi lo spread degli emergenti è su livelli sufficienti, considerando i fondamentali e le incertezze politiche. **Maggior valore si trova su alcuni bond in valuta locale**, date le valutazioni interessanti di varie monete, ma la maggiore volatilità dell'asset class impone di non esagerare in una fase ancora delicata dal punto di vista economico e geopolitico.

La chiusura d'anno ci vede ancora sovrappesati di azionario ma meno che in passato, decisamente corti sui titoli di Stato tradizionali, lunghi sul credito di qualità e sui bond emergenti, ma senza rincorrere questi mercati dopo una buona corsa. Preferiamo mantenere una certa liquidità investibile da usare quando si presenteranno migliori occasioni.

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi