

A

I GESTORI GUARDANO A EST

a cura di Daniele Riosa
twitter @DanieleRiosa

Itimori di recessione nel 2020 sono bassi ma la crescita rallenterà comunque la sua corsa. Il rischio geopolitico, attualmente elevato, influenzerà il quadro generale anche in questi 12 mesi. In particolar modo saranno l'evoluzione della guerra commerciale e della Brexit a condizionare l'andamento dei mercati.

Quindi, dopo un 2019 con quasi tutti i mercati azionari in rialzo e con le valutazioni che in alcuni casi sono state elevate, è ragionevole attendersi una correzione o quantomeno un aumento della volatilità. Questa è in sintesi la view espressa dalle società di gestione sull'anno appena cominciato. Di seguito riportiamo le previsioni dei loro analisti sull'andamento dei mercati e su quali asset class performeranno meglio nel 2020.

AMBROSETTI ASSET MANAGEMENT SIM

Per quanto riguarda le obbligazioni, l'ambiente a basso tasso di interesse globale non lascia scampo agli investitori e la ricerca di rendimento dovrebbe proseguire a sostenere i flussi di portafoglio verso le componenti a spread ed il mondo delle emissioni emergenti. Sebbene le tensioni politiche in atto possano aumentare la volatilità, i prodotti più rischiosi, ma con durata contenuta, rimangono interessanti finché la propensione al rischio rimarrà supportata da livelli di liquidità globale significativi.

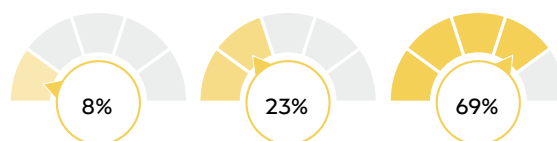
Per quanto riguarda i mercati azionari, proprio loro continuano a rimanere "l'alternativa d'investimento" necessaria per trovare rendimento. Più il percorso rialzista prosegue più aumentano i timori che si stia lavorando su delle aspettative poco solide non supportate da dati economici reali adeguati, tuttavia la politica monetaria resta di supporto e lo scenario di un'importante manovra di stimolo fiscale nei mesi a venire creerebbe le condizioni per una prosecuzione della positività nel 2020.

AVIVA INVESTORS

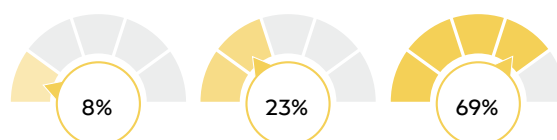
Dopo un 2019 con ritorni a doppia cifra per le azioni e anche per le obbligazioni con le scadenze più lunghe, ci aspettiamo rendimenti molto più modesti per il 2020. Nel nostro scenario di base consideriamo una stabilizzazione della crescita mondiale, seguita da una lenta e modesta ripresa, assieme ad una temporanea riduzione dei rischi inerenti alla guerra commerciale tra Stati Uniti e

Cina e di un'uscita disordinata del Regno Unito dall'area euro. Questi fattori ci portano a cominciare l'anno con un'allocatione favorevole al rischio. Ne deriva quindi un modesto sovrappeso delle azioni in generale, senza particolari preferenze regionali. Abbiamo anche ridotto il sovrappeso del reddito fisso, visto il li-

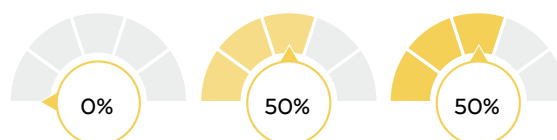
AZIONARIO ITALIA



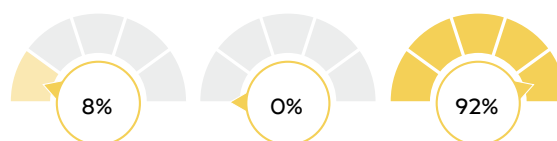
AZIONARIO EUROPA



AZIONARIO USA



AZIONARIO EMERGENTI



● Ribasso ● Stabile ● Rialzo

vello attuale dei tassi di interesse vicino ai minimi storici (specie in Eurozona) e la compressione degli spread. I ritorni attesi sono modesti. All'interno di questa classe d'investimento abbiamo una leggera preferenza per gli emergenti ed i titoli di stato americani. In quest'ultimo caso il potenziale di compressione dei tassi di interesse è maggiore in caso di materializzazione dei rischi che tuttora pesano sull'economia globale.

CARMIGNAC

In questo contesto di bassa crescita che può potenzialmente toccare il fondo con rischi di recessione limitati, tassi bassi e valutazioni complesse nella maggior parte delle classi di attività, vediamo più valore nelle azioni rispetto al reddito fisso. All'interno di quest'ultimo, se le strategie di carry dovessero andare bene in un simile ambiente, dato il loro arricchimento, preferiremmo implementare strategie di carry selettive sia nel credito che nei titoli sovrani. L'indebitamento finanziario sembra interessante in termini di valutazioni (i rendimenti sono relativamente elevati), fondamentali (raccolta dell'impulso creditizio e migliore solvibilità) e aspetti tecnici (dinamica di offerta netta di supporto). All'interno dei mercati azionari, con l'80% -90% dei rendimenti del 2019 provenienti da un'espansione multipla, prevediamo che le valutazioni si stabilizzino e la crescita degli utili per guidare i rendimenti in futuro. Le nostre prudenti prospettive per il 2020, insieme a bassi rendimenti obbligazionari, indicano che un eventuale rimbalzo dei cicli avrà probabilmente una vita breve e che le società di qualità con utili visibili e un'elevata generazione di flussi di cassa avranno prestazioni migliori. Questi ultimi sono particolarmente presenti negli Stati Uniti e quando si tiene conto

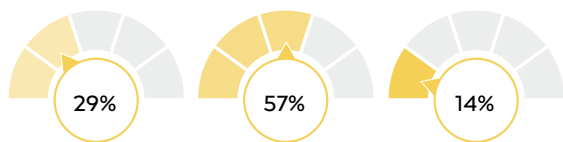
della crescita, i mercati azionari statunitensi non sembrano essere particolarmente costosi. Un rimbalzo significativo sia della crescita che dei tassi di interesse (non il nostro scenario principale) sarebbe giustificato per la sovraperformance di altri mercati azionari sviluppati. I mercati emergenti potrebbero beneficiare dei rendimenti più positivi date le loro valutazioni relative e il potenziale di crescita, in particolare nei settori tecnologici e correlati, in particolare in Asia. Prevediamo che i rendimenti saranno anticipatamente più alti nel primo trimestre con l'iniezione di liquidità delle banche centrali e a causa dell'ottimismo nella fase iniziale sui rischi a lungo termine (è probabile però che la volatilità indotta dalla politica e dal commercio rimanga).

NEL CONTESTO ATTUALE
IL DEBITO EMERGENTE
È L'ASSET CLASS PROMOSSA
DALLE SOCIETÀ COME
LA PIÙ PERFORMANTE
DEL NUOVO ANNO,
VISTO CHE CI SONO UNA
SERIE DI FATTORI CHE...

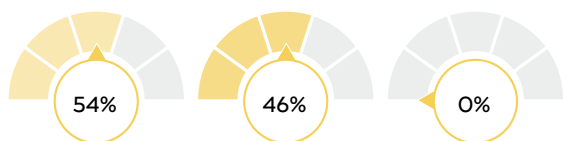


A

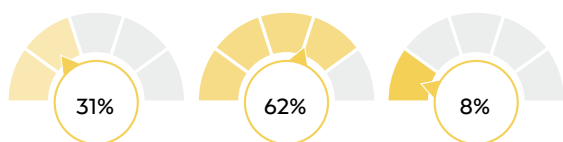
OBBLIGAZIONARIO ITALIA



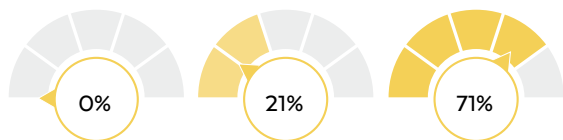
OBBLIGAZIONARIO EUROPA



OBBLIGAZIONARIO USA



OBBLIGAZIONARIO EMERGENTI



● Ribasso ● Stabile ● Rialzo

COLUMBIA THREADNEEDLE INVESTMENTS

L'evoluzione della situazione del commercio globale e quella relativa alla Brexit è stata recentemente favorevole. Per quanto riguarda il secondo aspetto, la prospettiva di una soluzione non chiara è stata rimossa nell'immediato con l'elezione di Boris Johnson, sul commercio invece abbiamo assistito ai progressi nella fase uno dei negoziati USA-Cina con l'allontanarsi dell'introduzione di nuove tariffe automobilistiche. In ogni caso la soluzione delle due questioni rimane tutt'altro che chiara. Eppure, in silenzio, nel clamore, l'Asia si è costantemente ripresa, con i PMI di Taiwan e Cina, ad esempio, ai massimi pluriennali. Un notevole effetto collaterale della guerra commerciale è stato l'internalizzazione delle catene di approvvigionamento: aziende come Huawei hanno costruito fino a due anni di catene di approvvigionamento, tutte provenienti dall'Asia. Anche gli inventari europei sono in fase di ricostruzione e gli indicatori anticipatori indicano un aumento dei dati economici verso la fine dell'anno. Per quanto riguarda le asset class, abbiamo riportato la nostra propensione al rischio a neutrale e stiamo propendendo verso una maggiore esposizione azionaria asiatica.

CONSULTINVEST

Dopo un 2020 con quasi tutti i mercati azionari in rialzo e con le valutazioni che in alcuni casi sono abbastanza elevate, è ragionevole attendersi una correzione o quantomeno un aumento della volatilità. Con i livelli dei tassi così bassi in molti paesi però è difficile ipotizzare che l'obbligazionario possa svolgere efficacemente la sua funzione tradizionale di diversificazione e di protezione. In assenza di forti rallentamenti delle economie o di crisi significative, o ancora meglio se ci fosse la tanto attesa svolta fiscale, magari a favore della green economy, i mercati azionari nell'anno chiuderebbero ancora al primo posto. Invece in caso di aumento delle possibilità di recessione e considerato fin dove si sono già spinte le banche centrali, l'unica efficace protezione sembra essere quella fornita dall'oro o dalle valute rifugio.

EURIZON

In termini di mercati finanziari, uno scenario di prosecuzione del ciclo espansivo con moderata accelerazione del tasso di crescita globale può favorire un graduale rialzo dei tassi governativi core (USA e Germania) dagli attuali livelli ultra depressi. In termini di duration si esprime un giudizio negativo sui titoli governativi tedeschi e quasi core dell'area euro (a rischio rialzo anche per calo dell'incertezza di natura politica), mentre si mantiene un approccio neutrale per quelli USA (in grado di fungere da protezione in caso di ritorno di volatilità). Il giudizio sui titoli periferici dell'area euro è neutrale. Si esprime un giudizio positivo sulle obbligazioni a spread, in particolare sulle componenti high yield e mercati emergenti. In un contesto di tassi bassi ed in graduale rialzo gli investitori dovrebbero continuare a considerare interessante il premio al rischio offerto dalle azioni, infatti il giudizio in merito è positivo, con preferenza per le azioni USA. Un eventuale sovrappeso sulle azioni europee andrebbe preso in considerazione a fronte di sviluppi positivi sul contesto istituzionale dell'Eurozona.

FIDEURAM

La riduzione dei rischi politici (Brexit e relazione USA - Cina) e i segnali di stabilizzazione macroeconomica dopo qualche trimestre di rallentamento supportano i mercati azionari. Con la stabilizzazione dei tassi di interesse, il posizionamento degli investitori sulle azioni sta aumentando e ha raggiunto livelli medi su base storica. Le valutazioni sono medio-alte in assoluto, ma rimangono interessanti rispetto a quelle del reddito fisso. Siamo neutrali sulle principali aree geografiche perché l'espansione dei multipli ci sembra limitata dagli attuali livelli, ma l'evoluzione macro favorisce una temporanea modifica della leadership di mercato a favore delle componenti più cicliche e value. L'evoluzione macro e politica ha interrotto il trend di ribasso dei rendimenti delle obbligazioni governative. Al tempo stesso, la politica monetaria e le dinamiche di inflazione limitano il potenziale di rialzo dei tassi. Abbiamo una posizione neutrale sul rischio di credito e preferiamo le componenti più difensive investment grade e gli emittenti finanziari perché riteniamo gli spread vulnerabili in caso di irripidimento delle curve dei tassi e per via di alcuni segnali



di debolezza nelle componenti high yield. Tra le obbligazioni dei paesi emergenti raccomandiamo un graduale riposizionamento sulla componente in valuta locale.

GAM

Per il 2020 ci attendiamo una crescita dell'economia globale moderata. Il rischio geopolitico, attualmente elevato, influenzerà il quadro generale anche il prossimo anno. In particolare le tensioni tra Stati Uniti e Cina che abbiamo vissuto nei mesi scorsi, potrebbero ridursi dopo la firma della cosiddetta "fase uno" e la mancata applicazione di ulteriori tariffe. La guerra dei dazi potrebbe rimanere sopita almeno fino alle elezioni presidenziali americane

**SENTIMENT POSITIVO
PER I MERCATI AZIONARI
NONOSTANTE
LE VALUTAZIONI ELEVATE.
OCCHIO, INVECE,
AGLI OBBLIGAZIONARI
I CUI RENDIMENTI
RESTERANNO BASSI,
SOPRATTUTTO
NEI PAESI SVILUPPATI**

di novembre. Un rasserenamento su questo fronte genererebbe una riduzione delle incertezze, un potenziale rilancio degli investimenti e una ricostituzione delle scorte da parte delle aziende, al momento ai minimi. Nello scenario delineato l'investimento azionario dovrebbe risultare quello più interessante, con aspettative sugli utili societari che potrebbero addirittura migliorare se il quadro diventasse più ottimistico. Al contrario, se le tensioni dovessero mantenersi elevate, con nuovi focolai improvvisi, avremmo un mercato azionario vulnerabile, sia per le valutazioni non proprio a buon mercato, sia per la possibilità che gli analisti rivedano al ribasso stime sugli utili mediamente elevate. In questo caso, a cui comunque assegniamo una probabilità bassa, i metalli preziosi potrebbero risultare l'asset class più interessante.

INTERMONTE ADVISORY E GESTIONE

Il 2020 non sarà un anno facile, soprattutto dopo una performance così forte per i mercati azionari e obbligazionari mondiali. Il 2019 ha avuto il sostegno delle banche centrali, cosa che, se si ripeterà nel 2020, non avrà lo stesso effetto e potenzialità. Si dovrà quindi guardare di più alle variabili macro quali la crescita su cui grava ancora l'incognita della trade-war. Probabile aspettarsi per i primi mesi dell'anno un'intonazione positiva per l'azionario, ciclici in particolare. Un proseguimento del rialzo dei tassi governativi Usa favorirà l'Euro, motivo per cui possibile attendersi una sotto-performance dell'azionario europeo rispetto a quello Usa e un rialzo delle materie prime. Resta interessante il mercato degli emergenti sia azionario che obbligazionario. Difficile spingersi in previsioni oltre la metà d'anno, molto dipenderà dai dati sulla crescita globale e l'evoluzione dei rapporti Cina -Usa; un inasprimento del dialogo potrebbe comprometterne la crescita. Il rialzo dei tassi negli Stati Uniti non sarà accentuato come nel 2018, il trend di fondo resta ribassisti, eventuali rialzi verso 2.20/2.5% sarebbero occasione d'acquisto per i treasury. Sul mercato italia-

A



no vediamo con interesse le modifiche fatte alla legge sui Pir, che dovrebbe favorire i titoli mid e small cap rispetto alle large cap.

JP MORGAN ASSET MANAGEMENT

Il 2019 è stato un anno dai risultati insperati soprattutto per i mercati azionari. Il 2020 si apre con alcuni fattori di ottimismo. La fase 1 dell'accordo commerciale tra USA e Cina è in fase di definizione, Brexit sembra aver imboccato una strada meno tortuosa (anche se restano molte incognite), le banche centrali confermano la loro modalità espansiva. Inoltre il ciclo economico mostra ancora potenziale e la debolezza del settore manifatturiero globale si sta trasformando in una fase di stabilizzazione. Restano quindi condizioni favorevoli per una view positiva sui mercati azionari. Tuttavia le valutazioni sono elevate e vanno ancora alimentati da un sentiment positivo, mentre i fondamentali e soprattutto la crescita degli utili potrebbe essere più contenuta. La nostra preferenza resta per il mercato americano, tuttavia è possibile che temi più specifici possano riservare delle sorprese positive. Se il percorso di Brexit dovesse proseguire senza troppi intoppi (uno scenario forse troppo ottimista) le azioni del mercato inglese potrebbero beneficiare di una ripresa di interesse e di un re-rating. Tuttavia la ripresa della sterlina potrebbe penalizzare le azioni più orientate all'export. L'effetto negativo sugli indici non è quindi scontato. Altri temi d'interesse potrebbero riguardare azioni e settori value che hanno sottoperformato rispetto a quelli growth, ma il tema non è così scontato perché se il ciclo economico si rafforza la preferenza degli investitori potrebbe sempre essere per la tecnologia e quindi l'area growth. Un tema forte riguarda le azioni cinesi A-share ovvero quelle in passato riservate solo agli investitori domestici che ora si stanno aprendo anche a investitori esteri. Il potenziale è enorme ed è legato a quel processo di modernizzazione e di urbanizzazione che il paese legato alla crescita dei consumi interni. Questo ulti-

mo tema, sebbene satellite in portafoglio ampio e diversificato, potrebbe ancora riservare delle ottime opportunità di ritorno sull'investimento.

LA FRANÇAISE

Mentre il 2018 aveva visto perdere di valore quasi tutte le asset class, nel 2019 avviene l'opposto con aumenti di prezzi diffusi. Dopo questo movimento a V, ci attendiamo ora alcune divergenze.

Nei mercati obbligazionari riteniamo che il debito emergente, sia in valuta forte che in valuta locale, possa sovraperformare. Molti Paesi, come la Russia o il Perù, hanno margine per allentare le proprie politiche fiscali e potrebbero muoversi in questa direzione, promuovendo una migliore crescita durante il 2020. I titoli indicizzati all'inflazione USA dovrebbero essere i vincitori durante il prossimo anno, poiché i mercati sottostimano il percorso dell'inflazione nei prossimi mesi.

Siamo meno entusiasti sui bond governativi core di Eurozona e USA, poiché i mercati stanno già anticipando l'allentamento da parte delle banche centrali nei prossimi trimestri. Via via che la crescita riprende, FED e BCE potrebbero mantenere i tassi inalterati e questo potrebbe pesare in futuro sui titoli di Stato.

Ci manteniamo cauti sulle azioni. La crescita rimane anemica, con previsioni per il 2020 più basse del 2019 per la maggior parte dei Paesi sviluppati. La guerra commerciale sembra un problema molto minore per gli investitori, ma dal canto nostro siamo più scettici. Le trattative commerciali si protrarranno molto a lungo, come negli anni Ottanta. Inoltre, i mercati sono molto alti - sui massimi di sempre negli Stati Uniti.

PICTET ASSET MANAGEMENT

I ritorni attesi per il 2020 saranno quasi sicuramente più contenuti rispetto a quelli osservati nel 2019. Gli investitori nel 2019



hanno preferito allocare su cash e obbligazioni trascurando per buona parte dell'anno l'allocazione azionaria: il venir meno dei rischi di coda su Brexit e impasse commerciale potrebbe far partire nel 2020 una nuova fase di riallocazione verso gli attivi azionari soprattutto per quei settori e mercati maggiormente correlati al ciclo economico: in tale senso riteniamo che emergenti ed Europa possano avere buone opportunità di sovraperformare gli USA nel corso del 2020.

PRAMERICA SGR

Condizioni finanziarie accomodanti da parte delle banche centrali, stabilizzazione della crescita economica e inflazione moderata a livello globale, se saranno accompagnati da una diminuzione dei rischi politici (in primis, Brexit e Trade War), saranno di sostegno anche agli asset più rischiosi. Inoltre, pur non prevedendo alti tassi di crescita degli utili, le società quotate dovrebbero mantenere una buona qualità dei bilanci in quanto a capacità di sostenere il costo del debito e rimborso dei capitali. Tra le asset class che potranno beneficiare di questo scenario di crescita in stabilizzazione, ampia liquidità e tassi bassi, in particolare tutto il credito corporate, poi i mercati azionari e obbligazionari dei paesi emergenti che sono rimasti con valutazioni penalizzate, soprattutto, dalla trade war, e l'azionario dell'area euro.

RAIFFEISEN CAPITAL MANAGEMENT

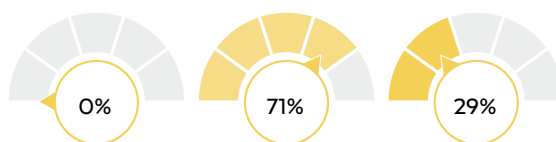
Il contesto per le azioni sarà ancora positivo nel 2020, poiché il mercato azionario sarà sostenuto da uno sviluppo economico moderatamente positivo, bassa inflazione, bassi tassi di interesse, politica monetaria accomodante e solida redditività aziendale. Nel 2020 le azioni supereranno quindi le obbligazioni e la liquidità. I titoli di Stato in euro torneranno quasi a zero, mentre la liquidità avrà un rendimento negativo nel 2020. In termini di idee di investimento, ci atteniamo alla nostra convinzione che le obbligazioni dei mercati emergenti resteranno attraenti. Sia le obbligazioni in valuta forte che quelle in valuta locale offrono infatti un rendimento corrente del 5%. Infine i mercati emergenti saranno supportati da una situazione più favorevole sul fronte della guerra commerciale. Ci aspettiamo anche una lieve svalutazione del dollaro USA, che di norma è positiva per le obbligazioni dei mercati emergenti.

TENDERCAPITAL

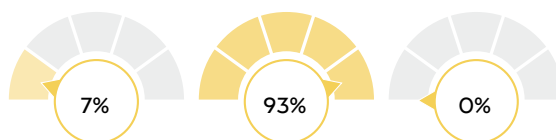
La chiusura del 2019 sui massimi storici potrebbe portare ancora ad un lieve apprezzamento sugli indici azionari nella prima parte del 2020, proseguendo la fase di euforia in atto. Una stabilizzazione del USD su livelli attuali o un lieve indebolimento potrebbe portare benefici al contesto emergente. Le commodities saranno la migliore asset class del prossimo anno. L'Italia potrebbe, al contrario, risentire delle elezioni regionali e del rischio politico.

BANCHE CENTRALI ACCOMODANTI, INFLAZIONE MODERATA E RIDUZIONE DELLE VARIABILI POLITICHE POTREBBERO FAVORIRE GLI ASSET PIÙ RISCHIOSI

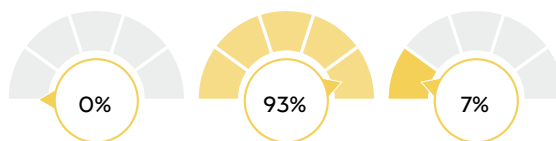
MATERIE PRIME



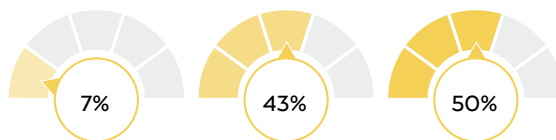
TASSI BCE



TASSI FED



CAMBIO EURO/DOLLARO



● Ribasso ● Stabile ● Rialzo

Fonte: dati raccolti dalla redazione di ADVISOR. Società partecipanti: Ambrosetti Asset Management SIM, Aviva Investors, Carmignac, Columbia Threadneedle Investments, Consulinvest, Eurizon, Fideuram, GAM, Intermonte Advisory e Gestione, JP Morgan Asset Management, La Française, Pictet Asset Management, Pramerica SGR, Raiffeisen Capital Management, Tendercapital.

Legenda: in ogni categoria (ad esempio Azionario Italia) viene rappresentata la media dei sentiment espressi delle società partecipanti divisa nelle tre previsioni (ribasso, stabile e rialzo) Sondaggio chiuso il 19 dicembre 2019