

MERCATI ANCORA VULNERABILI

a cura della redazione

Dopo un avvio in ripresa, ci ha pensato Donald Trump a riportare la volatilità nei mercati. E l'ambiguità dei fondamentali certo non aiuta i gestori che sembrano orientati a mantenere un atteggiamento prudente per la seconda metà del 2019. Un anno che già da molti viene definito come quello dagli esiti inattesi. Ad affermarlo i gestori e gli strategist che hanno partecipato questo mese al consueto Barometro di **ADVISOR** che conferma l'esistenza di un contesto ancora troppo vulnerabile a shock esterni.

CANDRIAM

Il cambio di rotta della politica monetaria della FED ha avuto un impatto decisivo sulla nostra asset allocation. Nella costruzione del portafoglio non solo andiamo alla ricerca di rendimento ma ci prepariamo anche ad affrontare il duplice impatto dei rischi geopolitici e delle tensioni commerciali.

Tassi bassi, inflazione contenuta, assenza di recessione e banche centrali accomodanti sono gli ingredienti che favoriscono il carry. Siamo quindi positivi sul credito, in particolare sugli euro high yield, che comportano un carry di rischio interessante per gli investitori europei. Restiamo investiti nel debito emergente in valuta forte che ha il carry di rischio più alto per il momento. Ci manteniamo underweight sui Paesi periferici dell'UEM.

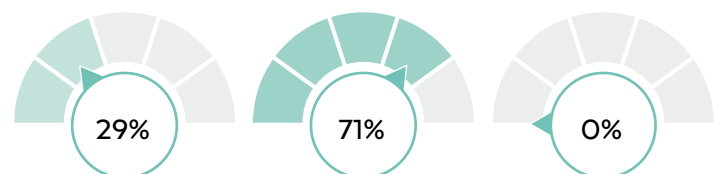
Scegliamo di restare leggermente sovrappesati sull'azionario. C'è attualmente un basso rischio di recessione e le condizioni monetarie stanno migliorando. Ciò dovrebbe essere di supporto al rialzo delle valutazioni azionarie nonostante la crescita lenta degli utili. La valutazione azionaria valutata come un premio al rischio azionario è interessante rispetto alle obbligazioni.

La nostra allocazione regionale rifletterà sia la nostra ricerca di protezione, con gli investimenti nei titoli azionari USA, sia la nostra volontà di essere opportunisti quando il rischio politico verrà meno con un'esposizione alle azioni europee. In particolare, nella regione i fattori ciclici potrebbero segnare un recupero se il sentiment diventa meno negativo mentre la decisione degli Stati Uniti sui dazi auto è stata posticipata.

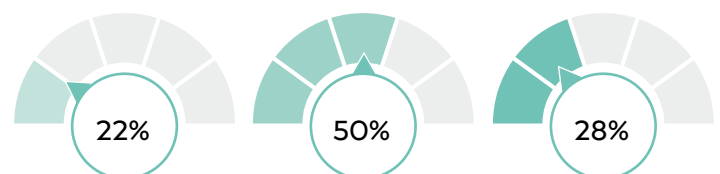
EURIZON

Dopo la chiusura di un primo trimestre in forte recupero dai minimi di fine 2018, le attività di rischio hanno sospeso il recupero principalmente a causa dell'inatteso ripresentarsi della guerra dei dazi. Le decisioni dell'amministrazione Trump di inizio maggio

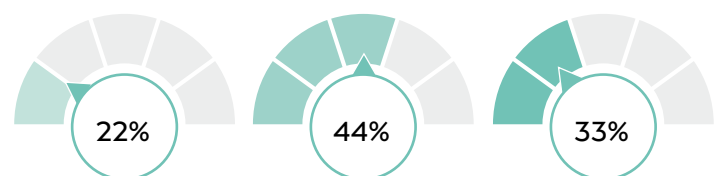
AZIONARIO ITALIA



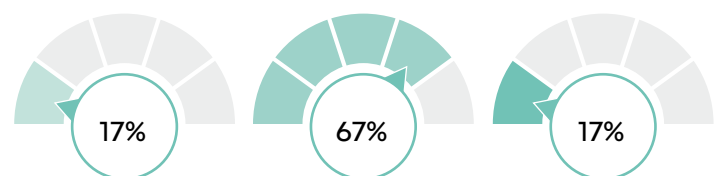
AZIONARIO EUROPA



AZIONARIO USA



AZIONARIO EMERGENTI



● Ribasso

● Stabile

● Rialzo

hanno riaperto la volatilità dei mercati in un momento in cui i dati macroeconomici stanno ancora mostrando segnali ambigui circa la fine del rallentamento che ha caratterizzato la seconda metà del 2018. Nei mesi a venire l'attenzione degli investitori avrà questi due temi come prioritari. La ricerca di un accordo commerciale USA - Cina appare come l'ipotesi più probabile, ma tempi e modi appaiono incerti. D'altro lato è probabile che i segnali di recupero degli indicatori macro si possano intensificare nel corso dei prossimi mesi grazie al fatto che le banche centrali hanno nuovamente assunto un atteggiamento accomodante e grazie al fatto che le autorità cinesi stanno nuovamente dando stimoli alla propria economia. La ripresa dei dati macro, se confermata, potrà compensare le incertezze legate ai temi commerciali, permettendo alle attività di rischio di riprendere la tendenza positiva sospesa da inizio maggio.

FIDEURAM INVESTIMENTI

L'inasprirsi delle tensioni tra USA e Cina sulle tariffe incrementa la possibilità di un consolidamento dei mercati azionari - dopo il forte recupero del primo trimestre che ha ridotto la distanza tra valutazioni azionarie e fondamentali - e induce una maggiore cautela in particolare sui paesi emergenti. Una guerra commerciale non rappresenta il nostro scenario di riferimento ma il protrarsi dell'incertezza rischia di indebolire il quadro macro. Gli utili aziendali del primo trimestre sono stati nel complesso positivi, sebbene in rallentamento rispetto al 2018. Tra le aree geografiche principali manteniamo una preferenza per l'Europa dove le valutazioni sono più favorevoli e l'elevato dividendo rende l'area al margine più difensiva.

Le obbligazioni governative americane e dei paesi core europei sono care, ma gli spazi di rialzo dei tassi sono limitati dalla politica monetaria accomodante delle banche centrali, dalla graduale decelerazione del ciclo economico e, nelle ultime settimane, hanno trovato sostegno dall'aumento dell'incertezza sul commercio internazionale. Manteniamo un'esposizione di moderato sottopeso sul rischio di credito, più tatticamente sulla componente in valuta locale delle obbligazioni emergenti e più strategicamente nel segmento high yield.

GAM (ITALIA) SGR

Nei primi quattro mesi si è verificato un intenso recupero dei mercati finanziari in uno scenario di volatilità ridotta, complici i dati macro complessivamente neutrali e tali da non mostrare né un rischio di recessione imminente, né un potenziale surriscaldamento delle economie, non creando di conseguenza pressione (in un senso o nell'altro) sulle Banche Centrali.

Le prime due settimane di maggio hanno ricordato che lo scenario attuale, nonostante la "put" nuovamente offerta dalle Banche Centrali, rimane vulnerabile a shock esterni, in particolare dopo che il mercato azionario americano ha raggiunto i valori segnati in ottobre dello scorso anno, con valutazioni che risultano nuovamente care. In questa fase operativamente abbiamo preso parziale profitto da azioni e credito a più alto rischio, allo scopo di limitare gli effetti di eventuali fasi correttive, fisiologiche dopo l'intenso

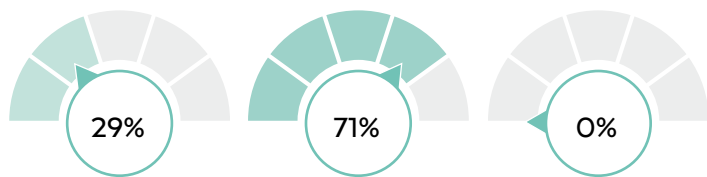
movimento di recupero a cui abbiamo assistito nel primo trimestre. Per il momento la nostra notazione sull'azionario e credito è neutrale, tenendo conto di un quadro macroeconomico alquanto incerto, ma sostenuto dalle politiche nuovamente espansive delle Banche Centrali (specialmente della Banca Popolare Cinese) e da valutazioni fondamentali tornate su livelli medio-alti. L'approccio più difensivo sarà mantenuto fino a quando non si vedranno segnali confortanti in termine di ripresa delle economie e di crescita degli utili societari. L'eccesso di ottimismo che attualmente caratterizza i mercati finanziari potrebbe improvvisamente attenuarsi.

IL 2019 È L'ANNO
DAGLI ESITI INATTESI.
DOPO UNA PRIMA PARTE
CHE HA VISTO UN RITORNO
DI OTTIMISMO, A MAGGIO
È ARRIVATA UNA
CORREZIONE RAPIDA E
IMPREVISTA. E ORA...

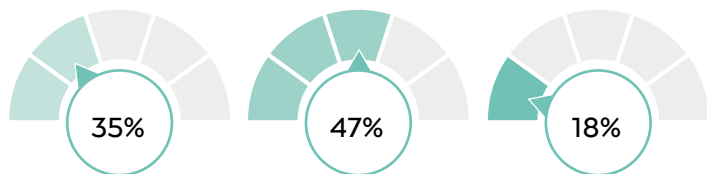
JP MORGAN AM

Il 2019 si sta rivelando l'anno dagli esiti inattesi. La prima parte dell'anno ha visto una forte ripresa di ottimismo e un rally di mercato che non molti avevano ipotizzato. A maggio la correzione è stata altrettanto rapida e inattesa. La ripresa di tensioni commerciali e la nuova fase di tariffe e ritorsioni aumenta i rischi per la crescita globale. Infatti il contesto di riferimento è ancora improntato all'espansione ma ci sono anche rischi al ribasso. Tra questi la ripresa di guerra commerciale è tra i più importanti. Tuttavia oggi fa meno paura rispetto al 2018 per una serie di cambiamenti che si sono verificati. In primo luogo il presidente americano ha sospeso la possibile introduzione di dazi sull'importazione di auto, fattore molto favorevole all'Europa che denota minore convinzione nella strategia protezionista. Inoltre la politica monetaria oggi è molto più espansiva rispetto a quanto era negli scenari di riferimento nel 2018. Infine la Cina, la più colpita dagli strali del presidente, ha già da tempo introdotto stimoli fiscali e monetari che potrebbero fronteggiare il rallentamento della crescita. Potremmo tuttavia aspettarci una ripresa di volatilità, per due motivi: 1) stiamo avanzando sempre più in un ciclo economico maturo e i mercati sono diventati più nervosi e attenti ai segnali di cambiamento; 2) le elezioni politiche europee potrebbero dare origine a dei cambiamenti sia a livello di Unione Europea che di singoli paesi. Situazioni di stress e incertezza potrebbero fare ritornare un po' di preoccupazione sulla tenuta della crescita. Siamo ancora in una fase di espansione, ma i rischi del contesto

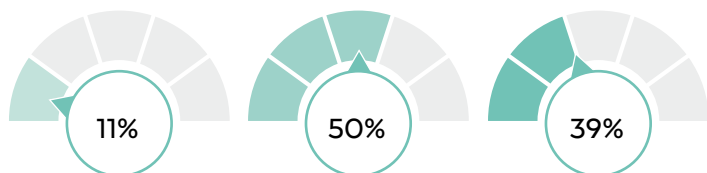
OBBLIGAZIONARIO ITALIA



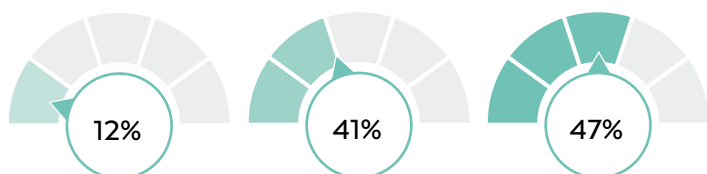
OBBLIGAZIONARIO EUROPA



OBBLIGAZIONARIO USA



OBBLIGAZIONARIO EMERGENTI



● Ribasso ● Stabile ● Rialzo

globale suggeriscono un approccio prudente e l'adozione di strategie prudenti di portafoglio.

LA FRANCAISE AM

Mentre fine 2018 è stato molto difficile per gli investitori, il primo trimestre 2019 ha presentato caratteristiche opposte: le asset class rischiose hanno registrato rendimenti positivi (l'indice S&P + 13,7%, l'high yield USA + 7,5% e il debito emergente al + 6,8%). Questa tendenza continuerà? Siamo prudenti sui prossimi mesi. Il tema della guerra commerciale sta tornando in primo piano e questo non è positivo. Mentre l'impatto sul PIL potrebbe essere limitato (meno di mezzo punto per gli USA), l'impatto sul sentiment e sulle scelte di investimento potrebbe essere significativo. Pertanto, preferiamo non esporci troppo sull'azionario. Tuttavia, gli Stati Uniti sembrano posizionati meglio rispetto all'Europa: mentre prevediamo una crescita annuale del 2,6% del PIL Usa per il 2019, le aspettative per l'Eurozona sono scese ad appena l'1,2%. Inoltre, il panorama politico dell'Eurozona è ancora più instabile di quello statunitense: monitoriamo con attenzione le elezioni europee e anche la coalizione di governo italiana.

GLI SCENARI PER I PROSSIMI MESI DIPENDERANNO DA DUE SVILUPPI PRINCIPALI: IL PRIMO È LA GUERRA COMMERCIALE, IL SECONDO RIGUARDA LA PROSPETTIVA ECONOMICA E GLI UTILI. MA LA VARIABILE USA-CINA...

Siamo ora neutrali sulla duration nei mercati core rispetto alla nostra posizione iniziale, poiché l'inflazione è impercettibile. Lo US Core PCE - l'indicatore preferito dalla Fed - è sceso all'1,55%, ben al di sotto dell'obiettivo del 2%. In questo contesto, rialzi dei tassi sono impensabili e potrebbero arrivare rapidamente dei tagli se la crescita vacillasse.

NN IP

Le prospettive per i prossimi mesi dipenderanno da due sviluppi principali. Il primo è la guerra commerciale. Qui il nostro scenario di base è cambiato e invece di una soluzione rapida ci aspettiamo ora un'escalation prolungata. Ciò sarà in parte compensato dalle misure di stimolo cinesi. Naturalmente, più a lungo si protrarrà questa fase, maggiore sarà il rischio di un inasprimento delle condizioni finanziarie e quindi di un impatto negativo sull'economia. Quest'ultimo avverrà anche a causa di livelli di fiducia più bassi, con le imprese che rinviando gli investimenti fino a quando non vi sarà maggiore chiarezza. Il secondo sviluppo, cioè la prospettiva economica e degli utili, è in larga misura legato al primo. I segnali di ripresa si svilupperanno ulteriormente o saranno eliminati dall'incertezza politica. Per quanto riguarda gli utili si prevede una ripresa a partire dal quarto trimestre e fino al 2020 da circa lo 0% a livelli elevati a una sola cifra. In Europa, la sorte dei mercati sarà influenzata da un eventuale nuovo stallo tra l'Italia e la Commissione Europea sul deficit di bilancio e naturalmente dagli sviluppi della Brexit. Qui tutte le opzioni sono ancora sul tavolo, dal no-deal al no-Brexit. Nel complesso, quindi, continuiamo a vedere una maggiore volatilità nella seconda metà dell'anno, con una scarsa visibilità, dato che il commercio e la politica saranno i fattori determinanti.

PICTET ASSET MANAGEMENT

I mercati hanno vissuto una prima parte dell'anno sullo slancio dello stimolo fornito da banche centrali, molto più accomodanti

oggi rispetto al 2018. Gli indici azionari si sono mossi di conseguenza, scontando migliori condizioni finanziarie e una ripresa ciclica della quale abbiamo iniziato ad avere una (pur timida) evidenza a marzo soprattutto osservando i dati in Cina (più solidi per effetto dello stimolo monetario e fiscale). In Europa la crescita resta debole con dati su produzione industriale e PMI manifatturieri a destare preoccupazione.

L'incremento dei dazi USA dal 10 al 25% su 200 miliardi di dollari di beni cinesi fa riemergere un timore sopito del mercato; fino ad inizio maggio una soluzione positiva era data per imminente: la reazione dei mercati azionari USA è stata finora contenuta (-3%, -4%) mentre più sostanziale risulta la correzione sugli emergenti (azionario cinese -8%, -10%). In sostanza il mercato crede ad una soluzione positiva pensando ad un accordo da raggiungere nei prossimi mesi, tuttavia i recenti sviluppi fanno salire la probabilità di una pericolosa escalation; il primo spazio utile per ratificare l'accordo è ora slittato al G20 di fine giugno. L'escalation delle tensioni potrebbe impattare sulla crescita cinese per uno 0,5% mentre l'impatto sugli USA vale circa lo 0,2%. Purtroppo le conseguenze sull'area Euro (Germania e Italia in primis), basata soprattutto sull'export rischiano di essere più dolorose.

PRAMERICA SGR

La maggior parte dei mercati azionari è giunta a livelli coerenti con il quadro macro di crescita lenta e inflazione in rallentamento, occorre essere attenti ai livelli di ingresso e ai target price che potranno cambiare solo in funzione di modifiche dello scenario. Attraente appare ancora buona parte dei Mercati Emergenti, in particolare se dovesse concretizzarsi un accordo sulla Guerra Commerciale. Per i governativi, i rendimenti core (USA e Germania) sono molto bassi e non coerenti con lo scenario in cui crediamo; i rendimenti della periferia sono più attraenti ma possono attraversare fasi di volatilità all'approssimarsi delle elezioni

europee. I rendimenti del corporate sono abbastanza interessanti, anche nell'high yield, anche se gli spread si sono ridotti parecchio da inizio anno. Il dollaro dovrebbe indebolirsi nei confronti dell'euro nel momento in cui si realizzerà una divergenza nelle politiche monetarie tra le banche centrali a favore della moneta unica e una riduzione del differenziale di crescita, attualmente a favore degli Stati Uniti. La BCE dovrebbe mantenere i tassi fermi almeno fino a fine 2019; la FED pure, a patto di un recupero dell'inflazione core nei prossimi mesi.

RAIFFEISEN CAPITAL MANAGEMENT

Molto dipenderà dall'esito del conflitto commerciale tra Stati Uniti e Cina. Nei primi due mesi entrambe le parti hanno indicato che una soluzione è dietro l'angolo. Più di recente, il tono è cambiato e sono stati introdotti nuovi dazi. Se questi sviluppi più recenti dovessero continuare, l'economia globale ne risentirebbe. In un tale scenario, le attività di rischio come le azioni ne risentirebbero in modo significativo, almeno fino a quando le banche centrali non inonderanno nuovamente il mercato di liquidità. In caso di soluzione della guerra commerciale, i mercati andrebbero ad assumere un atteggiamento risk-on, vale a dire che le azioni, le obbligazioni ad alto rendimento e soprattutto gli asset dei mercati emergenti registrerebbero un rialzo. Il risultato di cui sopra sembra un risultato binario, e probabilmente lo è.

UBP

I mercati globali hanno goduto di una forte performance da inizio anno, in ripresa da un quarto trimestre 2018 particolarmente debole. Le valutazioni sono ancora una volta tirate e la crescita degli utili è moderata, con una previsione di crescita del 3-5% per il 2019. Di conseguenza, un potenziale di crescita più elevato richiede una crescita economica globale più robusta per stimolare gli utili.



La rinnovata tensione commerciale tra le maggiori economie mondiali, tuttavia, rappresenta una minaccia concreta per la nascente ripresa economica in tutto il mondo. Ancora più importante, abbiamo iniziato a vedere un certo rallentamento nei dati recenti dopo il rimbalzo di marzo. Negli Stati Uniti, la produzione industriale e le vendite al dettaglio hanno subito una frenata in aprile.

Sebbene un regime monetario globale accomodante e l'attuale politica fiscale relativamente espansiva dovrebbero sostenere l'economia globale di fronte al rinnovato rischio commerciale, nei prossimi mesi assisteremo ad una maggiore volatilità dei mercati. Andando avanti, la gestione proattiva del rischio diventa sempre più una priorità per gli investitori.

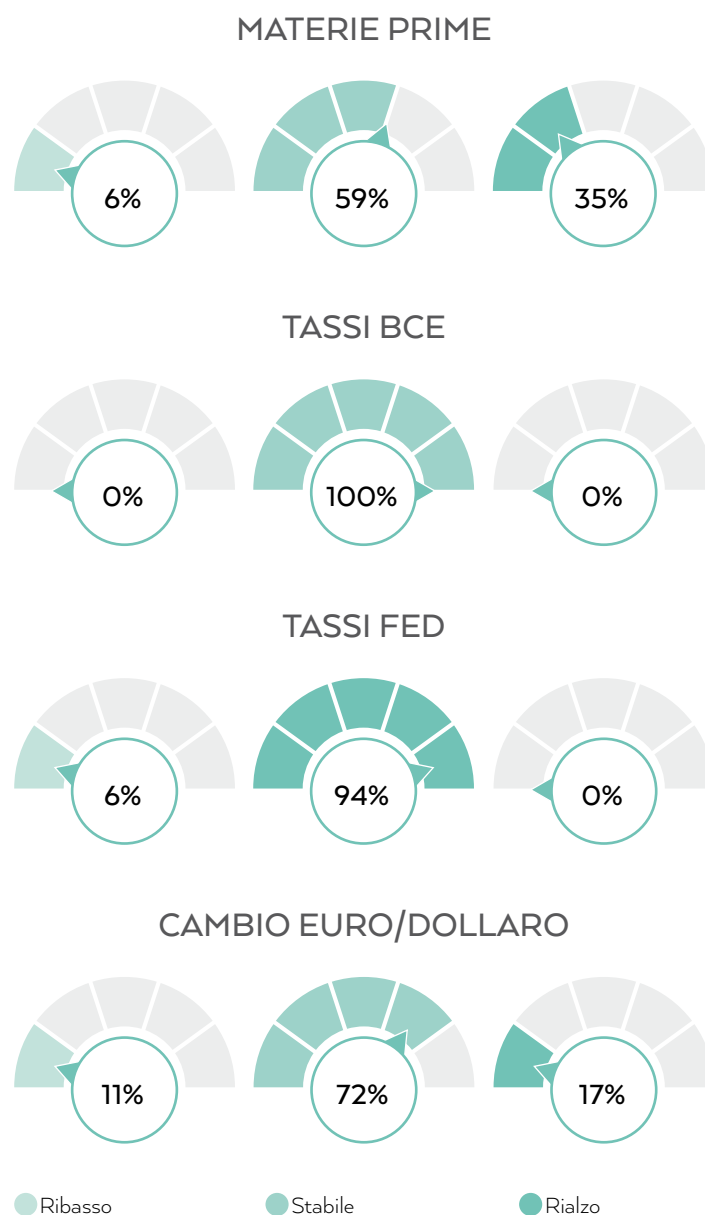
VONTOBEL ASSET MANAGEMENT

Nonostante i primi segnali di ripresa nei principali indicatori economici, a nostro avviso non è il momento di ridurre il rischio dei portafogli, né di incrementarlo, tenendo conto dei rischi ancora diffusi. Manteniamo la nostra posizione neutrale in campo azionario e preferiamo adottare un approccio leggermente più orientato al rischio nei confronti delle materie prime (con il dollaro USA che ha toccato il picco, lo stimolo cinese e l'economia a fine ciclo), dell'oro (dollaro USA e tassi reali) e delle alternative. Per quanto riguarda le obbligazioni, manteniamo la nostra posizione di sovrappeso sui mercati emergenti in hard currency e sui titoli corporate investment grade europei e americani rispetto ai titoli di Stato. Dal punto di vista dell'allocation azionaria geografica, rimaniamo neutrali sui mercati emergenti, mentre siamo passati a una posizione di sottopeso sul Giappone. Poiché riteniamo che il dollaro USA abbia raggiunto il suo picco, abbiamo iniziato ad adottare una posizione di sovrappeso sul franco svizzero e tendenzialmente anche sull'euro nei prossimi mesi. Prendiamo profitto sull'esposizione al debito locale dei mercati emergenti, in quanto quest'ultimi subiranno le conseguenze più pesanti se la guerra commerciale si acuirà nuovamente. Il debito locale degli emergenti presenta una seconda fonte di rischio: le valute locali. Mentre sussiste il rischio di un dollaro USA più forte, le valute locali degli emergenti consentirebbero a questi paesi di adeguare la loro competitività, il che significa che potrebbero far svalutare le valute.

WISDOMTREE

Al momento della stesura di queste risposte (15 maggio 2019, ndr), l'attenzione degli operatori di mercato sembra concentrarsi sulle azioni dell'amministrazione Trump al di fuori dagli Stati Uniti. Non sembra che sia possibile raggiungere un accordo commerciale USA/Cina nel breve termine. Inoltre, c'è molta incertezza su come potrà evolvere la situazione tra Iran e Stati Uniti in Medio Oriente. Senza alcun dubbio, la percezione di rischio geopolitico è aumentata.

Il mercato statunitense non è più ai suoi massimi storici, ma è ancora a livelli piuttosto elevati e mostra segnali di un potenziale rimbalzo dopo quello che potrebbe essere un rapido arretramento. Questo mercato non ha necessariamente (ancora) risposto in un modo che mostra una consapevolezza significativa del rischio geopolitico. Vediamo quindi l'equilibrio del rischio sbilanciato verso il basso piuttosto che verso l'alto. Asset come l'oro possono avere un certo appeal in questo contesto, perché una maggiore percezione del rischio geopolitico potrebbe portare ad una maggiore domanda del metallo giallo. I titoli del tesoro USA o i Bund potrebbero anche rispondere a qualsiasi evento con ritorni positivi/rendimenti in calo. Molti mercati rischiosi sono correlati al mercato statunitense, quindi, se il mercato azionario statunitense opera una correzione, ci aspettiamo che i mercati globali si comportino in modo simile.



Fonte: dati raccolti dalla redazione di ADVISOR. Società partecipanti: Anima SGR, Banca Generali, Candriam, Carmignac, Columbia Threadneedle Investments, Eurizon, Fideuram Investimenti SGR, GAM (Italia) SGR, Gruppo Azimut, Intermonte Advisory e Gestione, J.P. Morgan Asset Management, La Française Asset Management, NN Investment Partners, Pictet Asset Management, Pramerica SGR, Raiffeisen Capital Management, Schroders, Union Bancaire Privée, Vontobel AM, WisdomTree.

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 24 maggio 2019.