

IL TORO VINCE NEL 2019

a cura di Daniele Riosa
 twitter @DanieleRiosa

Il 2019 è stato un anno molto positivo praticamente per tutte le asset class, con l'azionario globale, in particolare quello growth, che ha fatto la parte del leone. Questa è in sintesi la risposta che le società di gestione hanno dato alla domanda sul quale asset class avesse generato più alpha nell'anno che sta per chiudersi.

CARMIGNAC

Il 2019 ha visto un mercato rialzista in tutto. I mercati del reddito fisso si sono comportati bene sulla scia dei tassi in calo in previsione delle azioni della Banca Centrale (quest'ultima si aspettava di agire in modo da prevenire un ulteriore degrado) e ulteriormente supportata dalla contrazione dei premi per il rischio che si erano ricostituiti nell'ultimo trimestre del 2018. Sul fronte titoli di Stato, la Grecia ha goduto di un altro anno stellare (con un rendimento vicino al +30% dei rendimenti, in crescita dell'80% negli ultimi 3 anni).

I rendimenti dei mercati del credito sono stati particolarmente forti tra rating e regioni, ma è emersa una divergenza tra i rendimenti percepiti come i più sicuri e quelli percepiti come i più rischiosi, una particolarità ambientale propizia alla raccolta di obbligazioni.

I mercati azionari stanno registrando uno dei loro migliori anni in un decennio, ma la maggior parte dei rendimenti si è verificata nei primi 4 mesi dell'anno, recuperando semplicemente dalle perdite del 2018 e, se orientata verso l'alto, da allora la traiettoria della performance è stata irregolare.

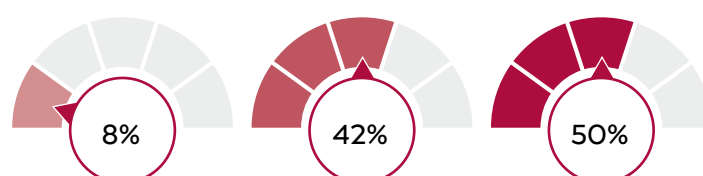
In un contesto di scarsa visibilità economica, i titoli di qualità e di crescita hanno sovraperformato, ma i segmenti ciclici e di valore hanno iniziato a rimbalzare da metà agosto con i timori legati alla Brexit e al commercio.

Il prossimo anno probabilmente differirà dal 2019, con il crescente riconoscimento che la politica monetaria ha fatto il suo corso e che il pendolo dovrebbe tornare a una maggiore spesa fiscale; una tale evoluzione nel mix di politiche non avrebbe necessariamente un impatto negativo su tutte le classi di attività, ma rimescolerebbe in modo significativo il mazzo e potremmo vedere una rotazione ed evoluzione significative in termini di dinamiche delle classi di attività future.

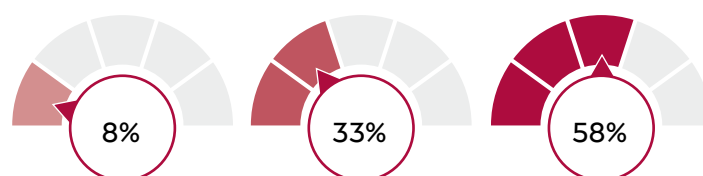
COLUMBIA THREADNEEDLE INVESTMENTS

Per molti aspetti il 2019 sarà considerato un anno vintage per attività a reddito fisso dei ME con rendimenti dell'indice sovrano in valuta forte, delle società in valuta forte e dell'indice sovrano in valuta locale rispettivamente all'11,9%, 11,4% e 10,2% (all'8

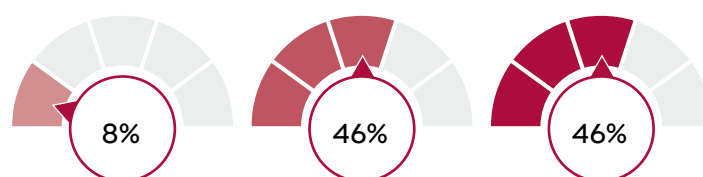
AZIONARIO ITALIA



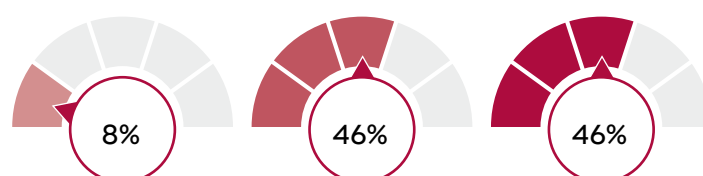
AZIONARIO EUROPA



AZIONARIO USA



AZIONARIO EMERGENTI



● Ribasso ● Stabile ● Rialzo

novembre). EM FX ha ottenuto risultati meno buoni ma è ancora in territorio positivo. Indubbiamente, i rendimenti del 2019 sono stati aiutati da una Federal Reserve americana più accomodante e da un USD stabile, mentre un quadro di inflazione benigna in corso in molti mercati emergenti ha permesso alle banche centrali di allentare la politica monetaria. La domanda ora può essere ripetuta nel 2020 con la Federal Reserve che sembra indicare che sia in sospenso e la nostra percezione che il ciclo di riduzione dei tassi nei mercati emergenti sia più vicino alla sua fine che all'inizio. Riteniamo che questa possa essere una sfida, ma pensiamo che restino probabili rendimenti positivi. L'allentamento della politica monetaria, un ciclo politico più favorevole (il 2019 ha visto le elezioni importanti in molti dei più grandi paesi EM) e una sorta di accordo tariffario tra gli Stati Uniti e la Cina in vista delle elezioni presidenziali statunitensi probabilmente stimolerà una crescita migliore mentre in chiave aggregata le metriche di credito rimangono stabili.

QUASI TUTTE LE ASSET CLASS NEL CORSO DELL'ANNO CHE GIUNGE AL TERMINE SI SONO DIMOSTRATE ALL'ALTEZZA DELLE ASPETTATIVE ANCHE GRAZIE AL SUPPORTO DELLE BANCHE CENTRALI

FIDEURAM INVESTIMENTI SGR

La riduzione dei rischi geopolitici e i segnali di un marginale miglioramento ciclico hanno interrotto la discesa dei tassi obbligazionari che rimangono un po' più bassi rispetto a quanto indicato dai fondamentali macro. Il nostro scenario di riferimento non contempla una recessione imminente e le obbligazioni governative rimangono sottopesate. Tuttavia, l'andamento ciclico e la politica monetaria non suggeriscono un rialzo dei tassi importante. 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 una stabilizzazione macro è compatibile con una performance migliore da parte delle valute emergenti rispetto alle obbligazioni in valuta forte. Siamo positivi da tempo sul dollaro perché gli USA beneficiano di tassi di interesse più bassi di quanto giustificato dall'economia domestica, ma con i rendimenti del Treasury più stabili l'upside sul dollaro si riduce.

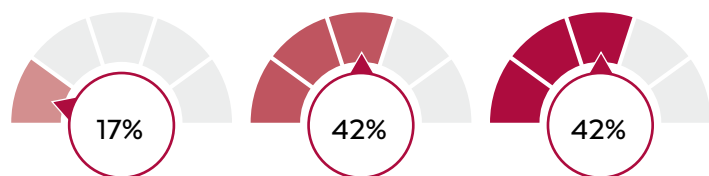
Vediamo più opportunità nelle azioni dove le valutazioni sono in linea con i fondamentali e il posizionamento degli investitori ancora basso. Pensiamo che la leadership nelle azioni possa modificarsi, con l'evoluzione ciclica che favorisce i mercati europei, giapponese ed emergenti rispetto agli USA, così come i settori cosiddetti value rispetto a quelli difensivi.

FRANKLIN TEMPLETON

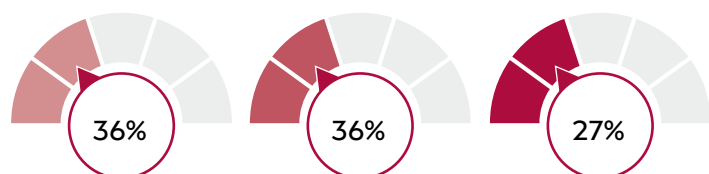
La debolezza del commercio internazionale continua a rappresentare un ostacolo per la crescita economica mondiale. Il recente ritorno di un sentiment positivo è soprattutto conseguenza di previsioni eccessivamente negative maturate nella prima parte dell'anno. Le autorità in Cina continuano a varare misure di stimolo con l'obiettivo di ottenere "stabilità" piuttosto che di innescare un "rimbalzo" nell'attività economica, mentre in Area



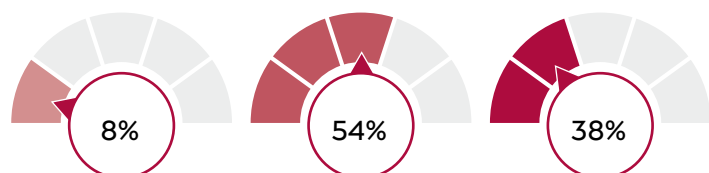
OBBLIGAZIONARIO ITALIA



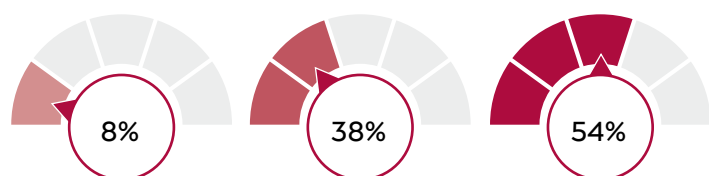
OBBLIGAZIONARIO EUROPA



OBBLIGAZIONARIO USA



OBBLIGAZIONARIO EMERGENTI



● Ribasso ● Stabile ● Rialzo

Euro le possibilità di assistere a politiche fiscali di stimolo appare molto contenuta. Malgrado si stia vivendo la fase matura del ciclo economico, le aziende non sono in grado di passare a valle gli aumenti dei costi, contribuendo a tenere bassa l'inflazione ma erodendo i margini di profitto. Il supporto fornito dalle politiche monetarie delle banche centrali è un elemento importante per i mercati finanziari, unitamente al trade-off tra bassa inflazione e basso premio a termine sui titoli governativi. Molti mercati emergenti proseguono nel taglio dei tassi d'interesse. Valutazioni e debolezza economica consigliano cautela nei portafogli, ma al momento non crediamo possa esserci una recessione economica nei prossimi dodici mesi.

GAM

Al momento in cui scriviamo possiamo dire che il 2019 sia stato un anno molto positivo praticamente per tutte le asset class, al di là delle più rosee aspettative. Le numerose crisi geopolitiche, molte di queste ancora non risolte, e i dati macroeconomici deludenti hanno generato nel corso dell'anno un certo scetticismo tra gli operatori sulle prospettive dei mercati finanziari. L'azione delle

Banche Centrali ha però sostenuto le attività rischiose, abbiamo attraversato infatti fasi correttive che sono risultate di breve periodo seppur intense. Per l'investitore della zona euro l'apprezzamento del dollaro ha contribuito a migliorare la performance degli asset espressi nella valuta americana, come l'azionario USA, quello dei paesi emergenti, il Treasury, l'obbligazionario emergente in hard currency o l'oro. La volatilità estremamente contenuta nel corso dell'anno, ha fatto sì che il rendimento corretto per il rischio di queste asset class all'interno di un portafoglio bilanciato, sia risultato particolarmente elevato.

JP MORGAN ASSET MANAGEMENT

La generazione di alpha è tipicamente più facile in mercati più efficienti. Alcuni mercati si prestano meglio alle gestioni attive che sono quelle che tendono a valorizzare maggiormente la capacità di asset allocation. Il 2019 è stato dominato in termini di performance dal mercato americano e soprattutto dalla componente growth che ha decisamente sovraperformato rispetto a quella value. Ciò è stata la conseguenza della forte attenzione al settore tecnologico. L'innovazione tecnologica e la capacità disruptive del settore tecnologico ha preso il sopravvento nel 2019. Solitamente i settori growth sovraperformano quando il ciclo economico è positivo e quando c'è ancora prospettiva di crescita ed espansione. Ma ora le valutazioni dei settori growth sono più elevate. Per pensare a una sovraperformance dei settori value dovrebbe emergere uno scenario di: 1) rallentamento forte della crescita, 2) ricerca di settori più stabili e meno volatili, 3) ricerca di flussi costanti e sostenibili di dividendi, 4) ricerca di settori e titoli meno volatili e più resistenti in fase di calo dei mercati. Non è chiaro se il 2020 sarà un anno adatto in questo senso, ma la forte sovraperformance dei settori growth potrebbe rallentare e lasciare più spazio ai settori value.

In generale in mercati a valutazioni più elevate come quelli attuali, le strategie attive e la capacità di stock picking tendono a premiare e a generare dei ritorni più interessanti rispetto a strategie passive. Mercati efficienti sono quelli che premiano la capacità di stock selection. In momenti di forte sell-off la stock selection tende ad essere meno efficiente. In quel caso di solito prende il sopravvento una tendenza dei mercati ad essere guidati più da temi macro che micro.

LA FRANÇAISE AM

Fino a settembre, il 2019 dei mercati azionari ha mostrato un trend molto forte, con i titoli growth che hanno sovraperformato i value (+10% di sovraperformance negli USA e +13% in Europa). Tuttavia molti gestori hanno avuto difficoltà a catturare questo trend, poiché alcuni fondamentali si sono discostati dalla dinamica dei prezzi. Ad esempio, sebbene il prezzo spot del petrolio quest'anno sia salito (+16% da inizio anno per il Brent), i futures a lungo termine sul Brent sono in rosso e ciò ha pesato sui titoli azionari del comparto oil&gas. Così gli stockpickers hanno sperimentato fortune molto diverse fra loro e non è sempre stato così facile assicurarsi l'alpha. Catturare l'alpha invece è stato più facile nel segmento del debito governativo della zona euro:

le forti performance economiche in Spagna, Portogallo e Grecia si sono tradotte in una riduzione degli spread. Lo spread del bond greco su scadenza 2025 è migliorato di oltre 250 punti base: una performance che si vede raramente. Analogamente, alcuni mercati emergenti hanno sovraperformato anche grazie ai dati in miglioramento, come nel caso di Russia o Brasile. L'inflazione ha rappresentato un tema difficile, con valutazioni anche molto convenienti - molti gestori hanno subito perdite in questa asset class. Infine, il mercato dei cambi è stato un altro terreno difficile: i trend non sono stati chiari e puntare sul ritorno verso la media è stata probabilmente la strategia più profittevole, mentre il trading sui fondamentali ha sofferto.

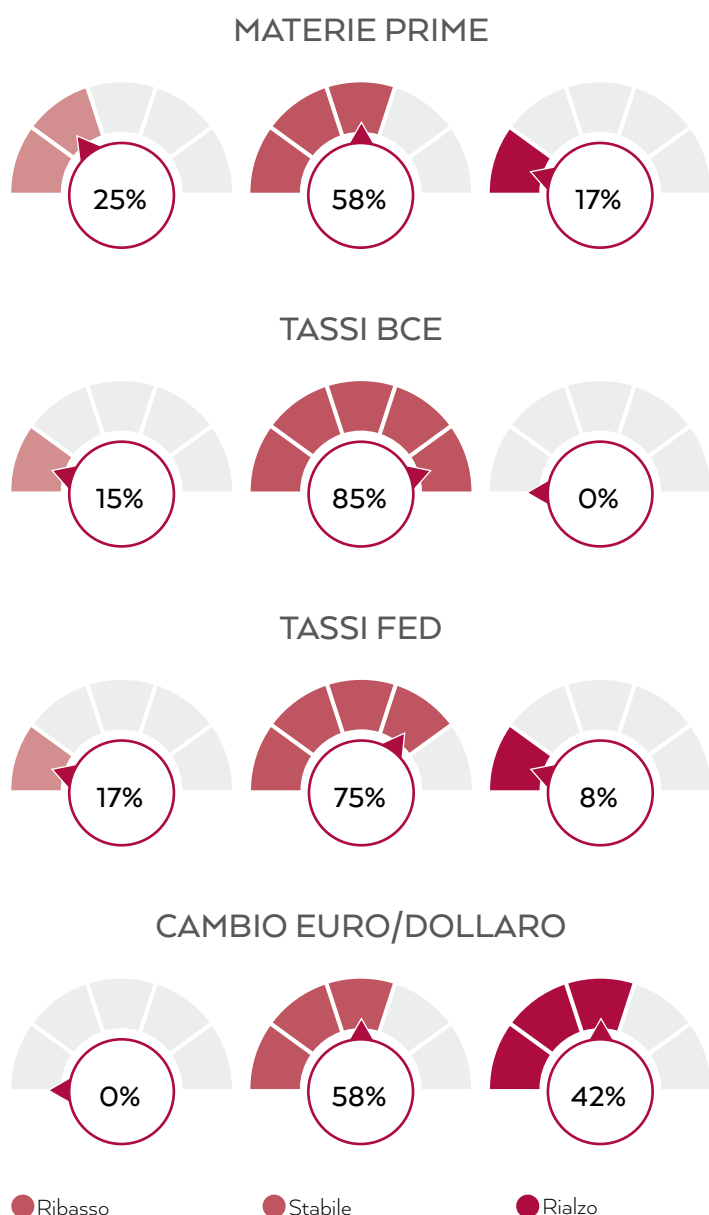
MEDIOBANCA SGR

I mercati finanziari nel corso del 2019, al pari del 2018 ma in direzione opposta, sono stati fortemente condizionati dalle banche centrali (Fed prima e BCE poi) che rimodulando in direzione espansiva le loro politiche monetarie hanno sostenuto indistintamente tutte le categorie di attivi. In tale contesto il comparto obbligazionario, in particolare quello corporate, ha visto, salvo

poche eccezioni, ridursi lo spazio di gestione attiva parallelamente all'assenza di episodi negativi di rischio "idiosincratco". Più divergenza, per effetto soprattutto di trend settoriali e solo parzialmente geografici, si è registrata invece sull'azionario. In tal caso premiante per la generazione di alpha nei portafogli si è rivelato essere un approccio in grado di individuare "valore" in termini fondamentali bottom-up senza tuttavia inciampare in value-trap, restando al contempo esposti ai temi "growth" caratterizzati da più momentum e quindi in grado di intercettare le dinamiche positive che stanno segnando questo 2019. Analisi fondamentali per capire realmente le aziende oggetto di investimento e più dinamismo nella rotazione dei portafogli azionari: saranno questi a nostro avviso i due ingredienti con cui aggiungere valore ai portafogli nel futuro.

NN INVESTMENT PARTNERS

L'asset class che ha generato più alpha è stato l'azionario globale e in particolare l'azionario growth. Tuttavia, non si è trattato di un aumento graduale, a causa dell'elevata incertezza (geo)politica sullo sfondo. In particolare, la guerra commerciale e la Brexit sono state le due principali fonti di incertezza. La preferenza per i titoli growth e i settori difensivi è stata trainata dal calo dei rendimenti obbligazionari, dall'indebolimento dei dati macroeconomici e dal calo delle aspettative degli utili. Negli ultimi 2-3 mesi si è assistito ad uno spostamento dalle azioni growth verso azioni e settori value. I fattori trainanti sono stati i primi segnali di stabilizzazione dei dati sulla produzione mondiale, un aumento sincronizzato dei rendimenti obbligazionari globali e la speranza che il prossimo anno la politica economica trovi un equilibrio tra la politica monetaria, che ha quasi raggiunto i suoi limiti, e quella fiscale. Tuttavia, questo non è certo un dato di fatto dal punto di vista politico. Negli Stati Uniti il 2020 sarà un anno elettorale e il



NEL 2019 C'È STATA UNA SOVRAPERFORMANCE DELLA COMPONENTE GROWTH RISPETTO AL VALUE. MA COSA ACCADRÀ NEL PROSSIMO ANNO? LO SCENARIO DI POSSIBILE RECESSIONE NON AIUTA E PER I GESTORI...



Congresso è diviso con i Democratici che probabilmente non daranno a Trump un regalo elettorale. In Europa, il lavoro più duro deve essere fatto dalla Germania, ma per il momento Berlino si attiene alla loro politica di bilancio in pareggio.

PRAMERICA SGR

Il posizionamento che ha generato più alpha all'interno dei nostri portafogli è stato il sovrappeso sull'azionario, diminuito in alcune fasi di forte performance positiva, in particolare sul mercato americano. La motivazione principale che ci ha portato ad assumere tale posizionamento è stata il premio per il rischio particolarmente elevato a fronte di rischi geo-politici (Trade War, Brexit, elezioni europee) che pensavamo si sarebbero ridotti di importanza nel corso dell'anno, anche grazie al supporto delle Banche Centrali. Inoltre non abbiamo sposato le previsioni di una recessione imminente ma creduto in uno scenario di rallentamento e di soft-landing

RAIFFEISEN CAPITAL MANAGEMENT

Le azioni americane sono state la migliore classe d'investimento nel 2019 grazie a uno scenario chiamato "goldilocks" che combina un'economia in leggera crescita con un'inflazione bassa e quindi banche centrali espansive. Gli utili societari sono stati favorevoli negli Stati Uniti, anche se il ritmo di crescita è stato debole, mentre la maggior parte delle aziende è stata in grado di

sorprendere con risultati al rialzo. Naturalmente, dopo una serie di indicatori macroeconomici deboli negli ultimi mesi, dobbiamo ancora preoccuparci del rischio di recessione nel 2020. Ma ci sono ancora alcuni input in atto al di là della crescita economica che potrebbero ancora sostenere abbastanza bene il mercato azionario. La liquidità del mercato è stata nuovamente stimolata dai programmi QE riavviati. La reazione degli operatori del mercato ai dati sugli utili è rimasta piuttosto positiva e le prospettive al 2020 promettono una ripresa della crescita. Lo slancio della tendenza al rialzo in corso. Infine sarà necessario un importante catalizzatore per il mercato per cambiare l'attuale storia degli investimenti. Per questi ultimi il processo dei negoziati sulle tensioni commerciali potrebbe essere fondamentale in qualsiasi direzione. Tuttavia, in vista delle elezioni, sarà necessaria un'economia sana affinché l'amministrazione Trump possa vincere di nuovo.

TENDERCAPITAL

Aspettative per politiche monetarie in stallo nell'ultima parte dell'anno. Un peggioramento dei dati macroeconomici potrebbe portare a nuovi guadagni sul governativo statunitense dopo le recenti vendite. Al tempo stesso, l'avvicinarsi delle elezioni in Emilia con potenziali impatti sulla coalizione centrale potrebbe rappresentare una fonte di rischio per il debito italiano con attesa per spread in aumento. La forza del dollaro continua a rappresentare un rischio per il contesto emergente.

Fonte: dati raccolti dalla redazione di ADVISOR. Società partecipanti: Carmignac, ColumbiaThreadneedle Investments, Fideuram Investimenti SGR, Franklin Templeton, GAM, JP Morgan AM, La Française AM, Mediobanca SGR, NN Investment Partners, 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 15 novembre 2019