

## Commento Macro

### Azimut Global Network

- \* [Milan](#)
- \* [Abu Dhabi](#)
- \* [Cairo](#)
- \* [Dubai](#)
- \* [Dublin](#)
- \* [Hong Kong](#)
- \* [Istanbul](#)
- \* [Lugano](#)
- \* [Luxembourg](#)
- \* [Mexico City](#)
- \* [Miami](#)
- \* [Monaco](#)
- \* [Santiago](#)
- \* [São Paulo](#)
- \* [Shanghai](#)
- \* [Singapore](#)
- \* [Sydney](#)
- \* [Taipei](#)

**2020:** ci si aspetta sia un anno di svolta per i diversi trend che hanno caratterizzato i mercati finanziari nell'ultima decade.

La svolta più importante potrebbe arrivare dal cambio di ruolo, come precursore della crescita, dalle banche centrali ai governi.

Molte banche centrali in tutto il mondo, specialmente nelle regioni con tassi di interesse pari a zero o negativi, hanno affermato chiaramente come la **politica monetaria** sia stata l'unico pilastro per la crescita e la stabilità negli ultimi dieci anni, ma al momento sono rimaste poche munizioni e quindi i governi dovrebbero favorire una politica fiscale espansiva e riforme.

Se questo cambiamento dovesse effettivamente avvenire, saranno necessarie importanti modifiche nell'asset allocation per consentire ai portafogli di continuare a performare. La **spesa fiscale** è infatti solitamente associata all'espansione del deficit di bilancio, al rimbalzo del PIL e potenzialmente persino a un aumento dell'inflazione.

Queste tre conseguenze potrebbero non essere ben accolte dai mercati fixed income, almeno per le obbligazioni più sicure come i titoli di Stato e le obbligazioni corporate high grade. Le banche centrali potrebbero reagire a questi sviluppi con politiche monetarie meno accomodanti o restrittive.

Se si considerano i significativi flussi nei mercati fixed income nell'ultima decade e i tassi d'interesse ai livelli più bassi di sempre, otteniamo una combinazione «letale» per le obbligazioni risk-free a lungo termine. Considerando inoltre che molte banche centrali hanno appena iniziato a implementare politiche accomodanti, sarà improbabile assistere ad un'inversione di marcia nel primo semestre dell'anno, mentre nella seconda metà del 2020 potrebbero vedere attuate delle politiche restrittive.

## Outlook 2020

Come spesso accade, i mercati probabilmente anticiperanno il cambio nel trend di politica monetaria; ci si può quindi aspettare di osservare un **aumento dei tassi free-risk** già dalla prima metà del 2020; ciò potrebbe accadere anche in assenza di una politica fiscale espansiva, in quanto sono presenti parecchi segnali di ripresa del ciclo economico.

Questo non è qualcosa di sconcertante: in un ambiente caratterizzato da un **recupero economico e da politiche monetarie accomodanti**, il trade da «carry» tende ad essere la miglior strategia in cui essere investiti.

**Bond corporate mercati sviluppati:** si preferiscono i subordinati e i bond ibridi, mentre i bond inflation linked potrebbero essere una protezione a basso costo contro un rialzo dell'inflazione; per massimizzare i ritorni sarebbe coerente investire in queste obbligazioni con posizioni corte sui bond sovrani. Con questa strategia sarebbe inoltre possibile beneficiare dalla futura e probabile compressione degli spread evitando movimenti nella duration.

Ci sono diverse ragioni per rimanere cauti sui mercati **high yield**, sia quello americano che quello europeo: gli spread sono già compressi, l'aumento della leva finanziaria negli ultimi anni è stato sostanziale e il rifinanziamento delle obbligazioni in scadenza potrebbe rivelarsi più difficile in un contesto di rendimenti crescenti.

**Bond emergenti:** altro segmento del mercato del credito che potrebbe beneficiare da questa situazione; potrebbe infatti risultare interessante grazie a una combinazione di fattori come la mancanza di QE delle banche centrali (con un calo degli yield inferiore rispetto a quello dei mercati sviluppati) e alla probabile distensione della «trade war» tra Cina e Stati Uniti, che ha causato un massiccio outflow dagli asset da questi mercati negli ultimi due anni.

**Mondo azionario:** se i governi dovessero implementare misure di politica fiscale espansiva queste sarebbero un fattore «bullish» per le azioni in tutto il mondo. I settori che potrebbero essere maggiormente favoriti sono quelli ciclici come, ad esempio, quelli che hanno fortemente sottoperformato negli anni passati, dove solo le società «growth» erano favorite. Il tentativo di recupero del «value» verso il «growth», iniziato a settembre 2019, potrebbe essere dovuto a queste aspettative.

Potrebbe inoltre esserci un ribaltamento delle performance relative a livello geografico; nell'ultimo decennio gli indici americani hanno notevolmente sovraperformato il resto del mondo tra le economie domestiche sviluppate; viceversa, la crescita del PIL è stata limitata in Europa a causa delle misure di austerità e nei mercati emergenti a causa della «trade war».

Mentre in America non ci sarà nessun allentamento fiscale nel breve periodo, l'**UE** potrebbe essere l'area con un **consensus crescente di politiche fiscali** che favoriscano la crescita. Siccome i mercati dell'UE sono scambiati a sconto rispetto agli Stati Uniti a causa della crescita inferiore del PIL, qualsiasi azione concreta da parte dell'UE potrebbe generare un rialzo dei prezzi delle azioni europee. Gli indici azionari dell'Unione Europea sono anche quelli che, al momento, presentano il maggiore premio al rischio al mondo.

Le azioni dei **mercati emergenti** vengono scambiate a valutazioni contenute a causa dei significativi outflows post «trade war» tra Cina e Stati Uniti. Siccome la «Fase 1» del deal è stata completata ci si aspetta che i due paesi possano trovare un accordo comune per risolvere definitivamente la controversia. Questo potrebbe dare una spinta alle azioni dei mercati emergenti che potrebbero beneficiare di un potenziale recupero in Europa (uno dei maggiori mercati di esportazione dei paesi emergenti).

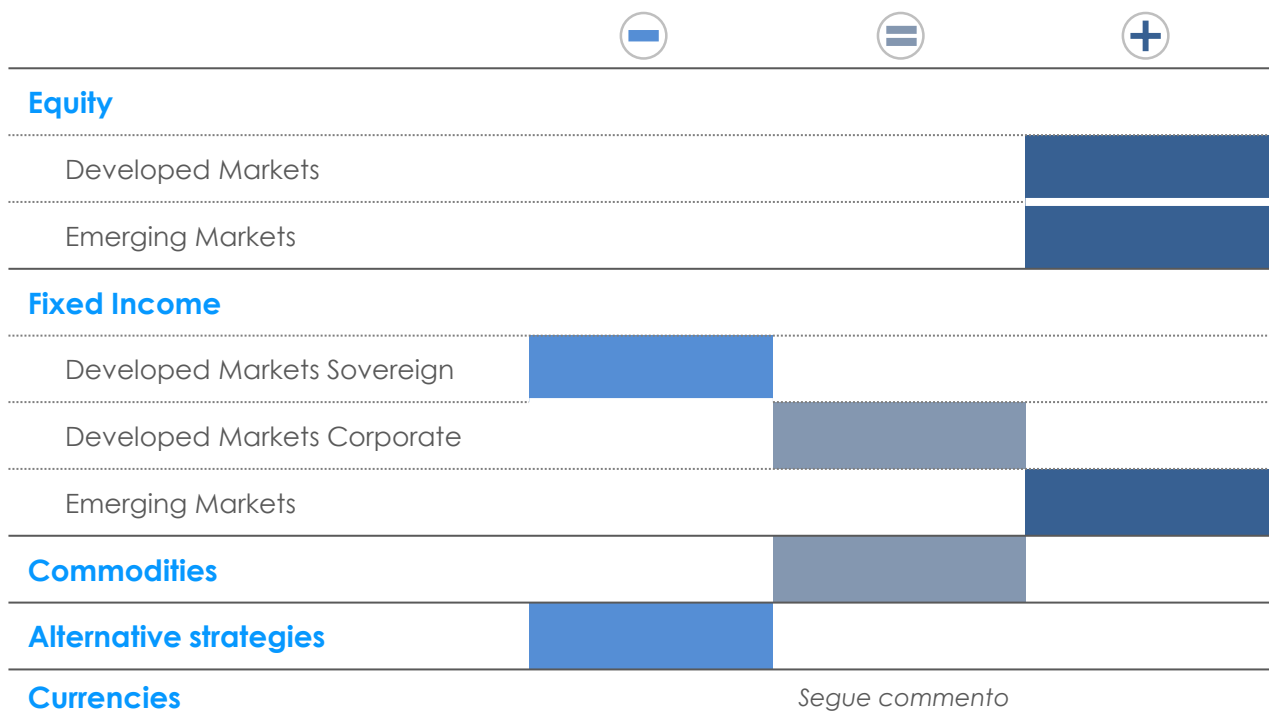
Indipendentemente da dove la politica fiscale espansiva sarà messa in atto ci si aspetta che la maggior parte degli interventi del governo si concentreranno su **infrastrutture e progetti rispettosi dell'ambiente** e dunque gli unici due temi che continueranno a sovraperformare nel 2020 saranno Infrastrutture ed ESG.

**Valute:** in un contesto più incline al rischio, il dollaro USA potrebbe perdere parte del suo fascino a favore dell'euro (a causa della politica fiscale espansiva prevista), della sterlina (a causa delle minori incertezze legate alla Brexit) e soprattutto delle valute emergenti (a causa del carry che offrono).

**Materie prime:** se la politica fiscale espansiva dovesse divenire una realtà e la crescita globale vedrà una ripresa - il tutto associato ad un aumento dell'inflazione - queste potrebbero essere nuovamente incluse in un portafoglio (in misura limitata come mezzo per aumentare la diversificazione).

Alla luce di quanto detto, il consiglio per l'**asset allocation per il 2020** è di ridurre l'esposizione ai titoli di stato «core» e di continuare ad **aumentare gradualmente l'esposizione azionaria**. Il rendimento atteso a lungo termine della prima componente è troppo basso o addirittura negativo, mentre la seconda componente è pronta a offrire rendimenti ancora positivi con un orizzonte temporale adeguato. Le performance tuttavia non seguiranno uno schema lineare; il rally vissuto da tutte le asset class nel 2019 è stato notevole e alcuni ritracciamenti di breve termine potrebbero verificarsi in qualsiasi momento; quando dovessero avvenire tali occasioni dovrebbero essere colte dagli investitori come opportunità per aumentare prontamente l'esposizione all'equity, poiché il rendimento atteso sarà migliore.

# Asset Allocation View



UNDER   
 NEUTRAL   
 OVER

## Equity

### Developed Markets



Positivi nel lungo termine, leggermente positivi nel medio termine. Il rimbalzo del 2019 nei maggiori indici azionari ha ridotto il potenziale upside e i forti afflussi nell'ultimo trimestre hanno ridotto le posizioni di sottopeso dai mercati partecipanti. Dato che le recenti performance sono state guidate interamente da espansioni di multipli, il mercato potrebbe essere vulnerabile ad alcune prese di profitto a breve / medio termine. Gli indici azionari europei sono visti come l'investimento preferito per il 2020, mentre gli Stati Uniti sono visti in sottopeso.

United States

Europe

Japan

### Emerging Markets



Positivi nel lungo e nel medio termine. I mercati emergenti mostrano le valutazioni più basse tra gli indici azionari. La diminuzione delle tensioni della «trade war», l'aspettativa di una ripresa della crescita globale e le politiche monetarie accomodanti potrebbero favorire il rimbalzo delle azioni di queste aree. Ogni correzione a breve termine dovrebbe essere valutata per incrementare le posizioni lunghe.

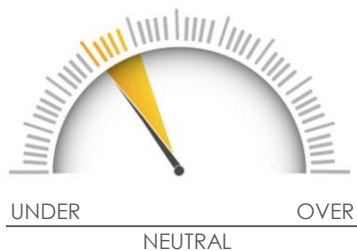
Asia ex-Japan

EEMEA

LATAM

## Fixed Income

### Developed Markets Sovereign



Negativi nel lungo e nel medio termine. Il ciclo di allentamento delle banche centrali è probabilmente terminato, il che significa che non sono previste ulteriori misure di stimolo. I tassi a breve potrebbero rimanere bassi in questi mercati, ma esiste la possibilità che il lato lungo delle curve possa peggiorare; ciò significherebbe che il mercato sta scontando una stabilizzazione dell'economia. Da evitare in particolare i titoli di Stato dell'UE e obbligazioni con lunga durata. Le obbligazioni legate all'inflazione e le strategie sulle curve in rialzo potrebbero essere le migliori soluzioni di investimento all'interno delle obbligazioni sovrane.

EU Core



EU Periphery



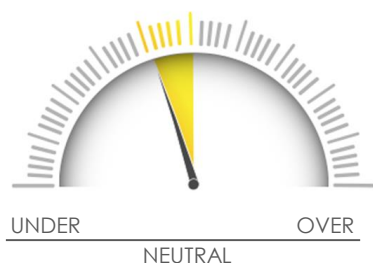
US Treasury



Japanese JGB



### Developed Markets Corporate



Leggermente negativi nel lungo e nel medio termine. Grazie al ciclo di allentamento delle banche centrali gli spread sono relativamente limitati, ma è possibile un'ulteriore compressione se la ripresa globale si consoliderà. Si presenta un valore migliore nel segmento Investment Grade rispetto al quello High Yield, principalmente in Europa, poiché la BCE sta intensificando i suoi acquisti su obbligazioni societarie IG europee. I segmenti preferiti del mercato del credito sono quelli delle obbligazioni subordinate e ibride. Si consiglia di ridurre o azzerare la durata delle obbligazioni societarie.

IG Europe

IG US



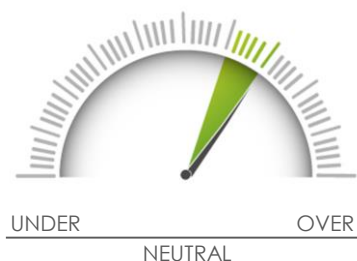
HY Europe



HY US



### Emerging Markets



Leggermente positivi nel lungo termine e positivi nel breve termine. Nel medio termine esiste una buona combinazione per queste obbligazioni: le banche centrali globali sono ancora accomodanti, la ripresa globale è in corso, c'è un sentiment più incline al rischio, si va verso la risoluzione della «trade war», si sono verificati grandi deflussi dalle principali asset class negli ultimi mesi e gli spread non sono ancora così compressi (le banche centrali dei mercati emergenti non si sono impegnate in QE sui loro titoli). Si presenta un maggior valore nel segmento Investment Grade rispetto all'High Yield.

Local Currency



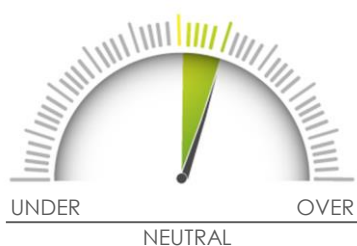
Hard Currency IG



Hard Currency HY



## Commodities



Posizione neutrale con una propensione positiva sia a lungo che a medio termine. La preferenza per i metalli preziosi continua. Si attende una conferma che la ripresa globale sia in atto prima di incrementare il settore dell'energia e delle materie prime industriali.

Precious



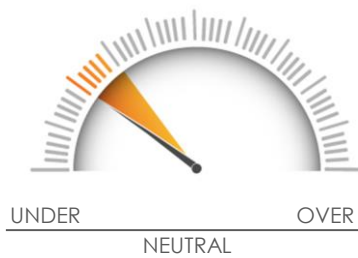
Energy



Industrial



## Alternative Strategies



Posizione negativa poiché tali strategie continuano a soffrire nel contesto attuale. Tra le strategie alternative, le strategie a bassa volatilità sono preferite rispetto a quelle a media/alta volatilità. Le strategie a bassa volatilità potrebbero essere considerate in misura limitata in un portafoglio in sostituzione alla componente a reddito fisso. Prodotti misti o azionari puri sono invece da preferire, rispettivamente, alle strategie a media ed alta volatilità.

**Low Volatility**



**Medium Volatility**



**High Volatility**



## Currencies

Euro: leggermente positivi nel lungo e medio termine. La possibilità di attuare politiche fiscali in UE e l'eliminazione delle incertezze sulla Brexit potrebbero portare a una rivalutazione della moneta unica nel 2020. I rischi al ribasso potrebbero derivare dalla politica per i paesi con maggioranze instabili o da movimenti inattesi del nuovo presidente dell'UE.

Dollaro USA: neutrali nel lungo termine, leggermente negativi nel medio termine. Da un lato l'ambiente più incline al rischio potrebbe diminuire l'appeal della valuta americana, ma dall'altro gli Stati Uniti hanno l'economia più forte all'interno dei mercati sviluppati e probabilmente sarà il primo posto in cui la politica monetaria cambierà guida e passerà a un sistema meno accomodante.

Yen giapponese: leggermente negativi sia a lungo che a medio termine. Potenziale upside previsto solo nel caso di un forte e inaspettato aumento dell'avversione al rischio sui mercati finanziari.

Valute emergenti: leggermente positivi nel lungo termine, positivi nel breve termine. Alcune valute emergenti appaiono sottovalutate e potrebbero offrire un punto di ingresso interessante. Le banche centrali dei mercati sviluppati in modalità di allentamento e rendimenti negativi possono supportare la domanda di titoli con rendimenti più elevati.

**Euro**



**USD**



**Yen**



**Emerging**



Il presente documento è stato redatto da Azimut sotto la propria esclusiva responsabilità ed è destinato esclusivamente alla rete di consulenti finanziari a scopo informativo.

Ne è quindi vietata la consegna in ogni sua forma (copia fotostatica, email ecc.) a soggetti terzi. Azimut, pertanto, non potrà essere ritenuta responsabile per danni derivanti dall'utilizzo, da parte di terzi cui il presente documento dovesse essere messo a disposizione, dei dati, delle informazioni e delle opinioni contenuti nel presente documento o di danni comunque asseriti come ad essi connessi.

I dati, le informazioni e le opinioni contenuti non costituiscono e, in nessun caso, possono essere interpretati come un'offerta né un invito né una raccomandazione a effettuare investimenti o disinvestimenti né una sollecitazione all'acquisto, alla vendita, alla sottoscrizione di strumenti finanziari né attività di consulenza finanziaria, legale, fiscale o ricerca in materia di investimenti né come invito o a farne qualsiasi altro utilizzo. Nella redazione del presente documento non sono stati presi in considerazione obiettivi personali di investimento, situazioni e bisogni finanziari di qualsivoglia potenziale destinatario del documento stesso.

E' necessario che l'investitore concluda un'operazione solo dopo averne compreso la natura e il grado di esposizione ai rischi che esso comporta tramite un'attenta lettura della documentazione di offerta alla quale si rimanda. Per valutare le soluzioni più adatte alle proprie esigenze personali, si consiglia di rivolgersi al proprio consulente finanziario.

Si precisa che le informazioni contenute nel presente documento possono provenire, in tutto o in parte, da fonti terze e conseguentemente Azimut è sollevata da ogni responsabilità per eventuali inesattezze nel contenuto di tali informazioni.

Il documento è di proprietà di Azimut, la quale si riserva il diritto di apportare ogni modifica del contenuto del documento in ogni momento senza preavviso, senza, tuttavia, assumere obblighi o garanzie di aggiornamento e/o rettifica. I destinatari del presente messaggio si assumono piena ed assoluta responsabilità per l'utilizzo dei dati, le informazioni e le opinioni contenuti nonché per le scelte di investimento eventualmente effettuate sulla base dello stesso in quanto l'eventuale utilizzo come supporto di scelte di operazioni di investimento non è consentito ed è a completo rischio dell'utente.