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**,

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** averso 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-