

Come quasi tutti i siti, Finanza Operativa usa la tecnologia dei "cookie" per generare statistiche o altre funzionalità tecniche, anche con l'aiuto di servizi esterni. Continuando a usare il sito si acconsente al loro uso. [Ditemi di più](#)

**Ho capito**

**Nego consenso**



A cura di **Carlo De Luca**, Responsabile delle Gestioni di **Gamma Capital Markets**

Dopo l'annus horribilis del 2018, che ha visto tutte le asset class perdere molto valore, il 2019 è iniziato subito molto positivamente, grazie al passo indietro della Fed che aveva annunciato l'avvio di una politica di taglio dei tassi. A quell'annuncio seguiranno 3 tagli da un quarto di punto ciascuno, oltre a una immissione di liquidità alla Qe per motivi tecnici (ma pur sempre liquidità nel sistema). Questo ha fatto salire l'azionario, l'obbligazionario e l'oro. La nostra view strategica è cambiata subito dopo il nuovo statement di inizio gennaio.

La volatilità è rimasta bassa per tutto l'anno, a eccezione di qualche evento legato alla Brexit o alla trade war che, nell'ultimo trimestre dell'anno si sono poi risolte con un mini accordo commerciale e nuove votazioni in Uk che hanno sancito una maggioranza decisiva a favore di Boris Johnson.

Nonostante i dati macro abbiamo mostrato un rallentamento in Usa (Tabella 1 e Figura 1) fino all'estate per poi stabilizzarsi (vedi Ism Manifatturiero peggiore degli ultimi 9 anni) e siano decisamente peggiorati anche in Ue, con rischio di recessione in Germania ed in Italia, i risultati aziendali hanno invece battuto le stime nell'80% dei casi, mostrando una crescita media degli utili del 12%, seppur in rallentamento rispetto al 18% del 2018.

**Tabella 1 – Dati macroeconomici 2019 (valori in percentuale)**

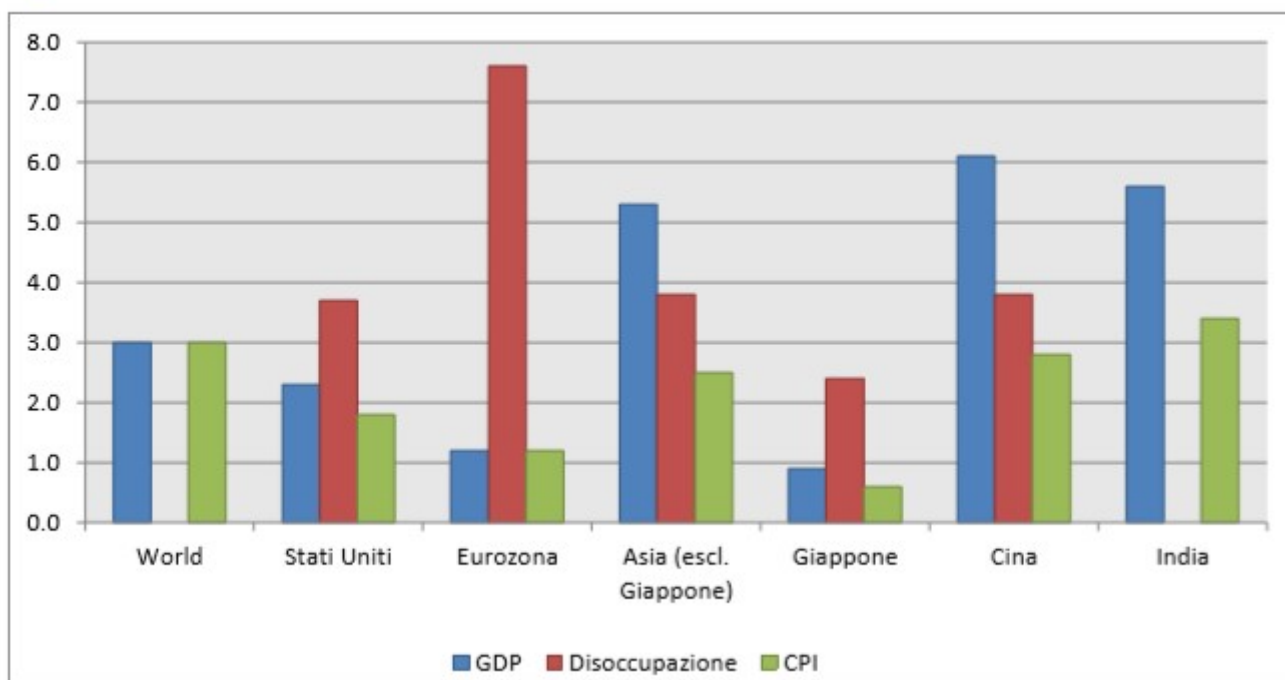
Come quasi tutti i siti, Finanza Operativa usa la tecnologia dei "cookie" per generare statistiche o altre funzionalità tecniche, anche con l'aiuto di servizi esterni. Continuando a usare il sito si acconsente al loro uso. [Ditemi di più](#)

### Ho capito      Nego consenso

	Ho capito	Nego consenso	
<b>Giappone</b>	0,9	2,4	0,6
<b>Cina</b>	6,1	3,8	2,8
<b>India</b>	5,6	-	3,4

Fonte: Bloomberg

Figura 1 - Dati macroeconomici 2019



Fonte: Bloomberg

Di fatto dunque possiamo concludere che **il rallentamento del ciclo economico ormai maturo è stato fronteggiato con estrema decisione dalle banche centrali**, che sono attese invece nel 2020 **tornare a un approccio neutrale**. Le loro politiche espansive hanno avuto un effetto decisivo sulle obbligazioni (Figura 2), portando i rendimenti a livelli negativi, e/o comunque molto bassi, lungo gran parte delle scadenze della curva. Ricordiamo che già a inizio 2019, la curva era in territorio negativo: per alcuni analisti questo poteva essere un segnale recessivo, cosa che abbiamo sempre fortemente smentito durante l'anno, non solo perché non confermata dalle statistiche storiche ma anche perché, nell'epoca del New Normal, le variabili rilevanti sono altre.

Figura 2 - Yield Curve per USA Tit del tesoro, EUR Germania Tit sovr, EUR Italia Tit sovr



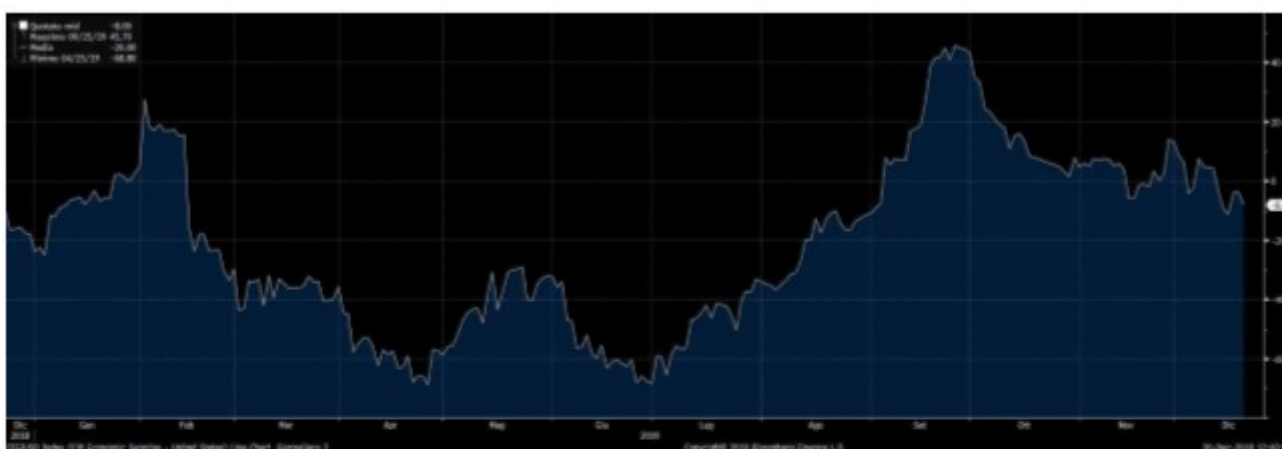
Come quasi tutti i siti, Finanza Operativa usa la tecnologia dei "cookie" per generare statistiche o altre funzionalità tecniche, anche con l'aiuto di servizi esterni. Continuando a usare il sito si acconsente al loro uso. [Ditemi di più](#)

**Ho capito**

**Nego consenso**

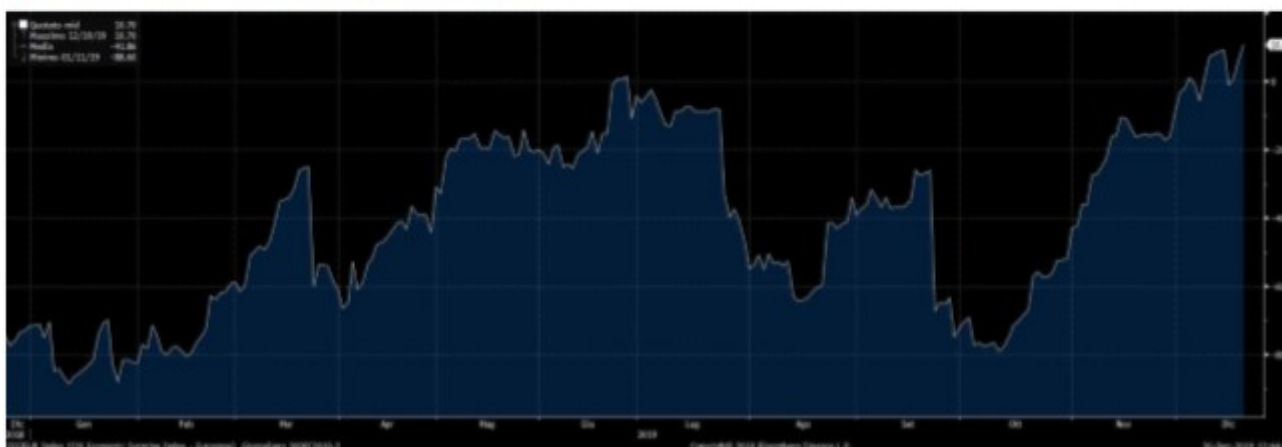
Anche nei grafici **Citi Surprise Index**, indicatori che indicano se i dati macro sono migliori o peggiori delle attese degli analisti, possiamo notare sia in Usa sia in Ue (Figure 3 e 4) come nella parte finale nella seconda metà dell'anno si sia registrato un forte recupero, soprattutto in Europa che tra settembre e ottobre aveva di fatto rischiato la recessione tecnica. È quanto mai evidente che l'eccessiva negatività degli analisti abbia giocato un ruolo fondamentale nella prima parte dell'anno, dovuta sia alla maturità del ciclo sia alle incertezze causate da fattori esogeni quali Brexit e Trade War.

**Figura 3 - CESI Economic Surprise Index (US)**



Fonte: Bloomberg

**Figura 4 – CESI Economic Surprise Index (EUR)**



Fonte: Bloomberg

Il mercato azionario ricorderà il 2019 come un anno da record, con rialzi medi del 20/30%. Prendendo in considerazione il principale indice mondiale, ovvero S&P 500, possiamo comunque notare che, nonostante le valutazioni appaiano decisamente alte, con un P/E intorno a 21 volte gli utili, gli stessi livelli erano già stati raggiunti e oltrepassati verso gennaio 2018 (Figura 5) con livelli poco oltre 21. Il P/E medio è ora certamente più alto sia di quello relativo alla Zona euro sia di quello dei Paesi emergenti. Tale condizione è giustificata per lo più dal peso

Come quasi tutti i siti, Finanza Operativa usa la tecnologia dei "cookie" per generare statistiche o altre funzionalità tecniche, anche con l'aiuto di servizi esterni. Continuando a usare il sito si acconsente al loro uso. [Ditemi di più](#)

**Ho capito**

**Nego consenso**

Figura 5 - Valutazione P/E di S&P Index



Fonte: Bloomberg

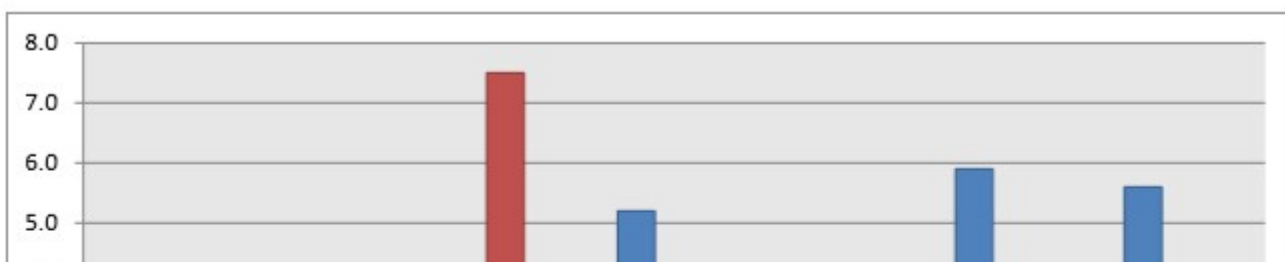
Considerando che la crescita degli Eps proseguirà nei prossimi anni (come si evince dalla Figura 5, dopo la linea verde), possiamo ragionevolmente affermare che **c'è ancora spazio di crescita**. I rischi per le aziende, semmai, provengono ora dalla perdita di margine: bisogna considerare che anche se l'inflazione resta bassa, i salari sono aumentati e questo peggiorerà i margini operativi. Ritornando però alla situazione macro, le previsioni del 2020 non vedono più recessione, un rallentamento della crescita, quindi il ciclo economico prosegue con una riduzione ulteriore della disoccupazione e un lieve aumento dell'inflazione (Tabella 2 e Figura 6).

Tabella 2 - Dati macroeconomici 2020 (valori in percentuale)

Paese/Regione	GDP	Disoccupazione	CPI
World	3,1	-	3,0
Stati Uniti	1,8	3,6	2,1
Eurozona	1,0	7,5	1,2
Asia (escl. Giappone)	5,2	3,9	2,8
Giappone	0,3	2,4	0,8
Cina	5,9	4,0	2,8
India	5,6	-	3,9

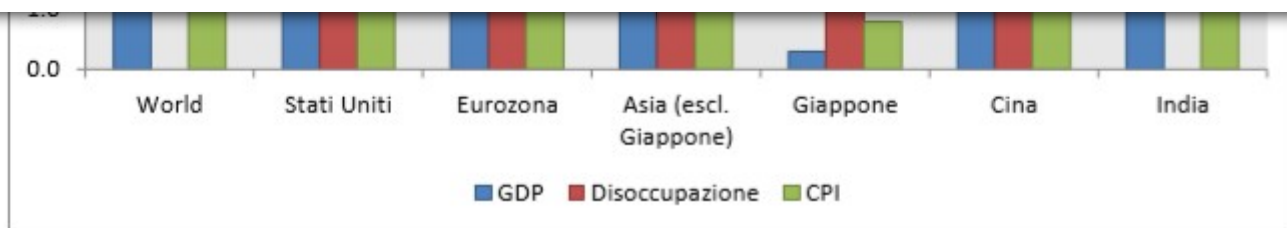
Fonte: Bloomberg

Figura 6 - Dati macroeconomici 2020



Come quasi tutti i siti, Finanza Operativa usa la tecnologia dei "cookie" per generare statistiche o altre funzionalità tecniche, anche con l'aiuto di servizi esterni. Continuando a usare il sito si acconsente al loro uso. [Ditemi di più](#)

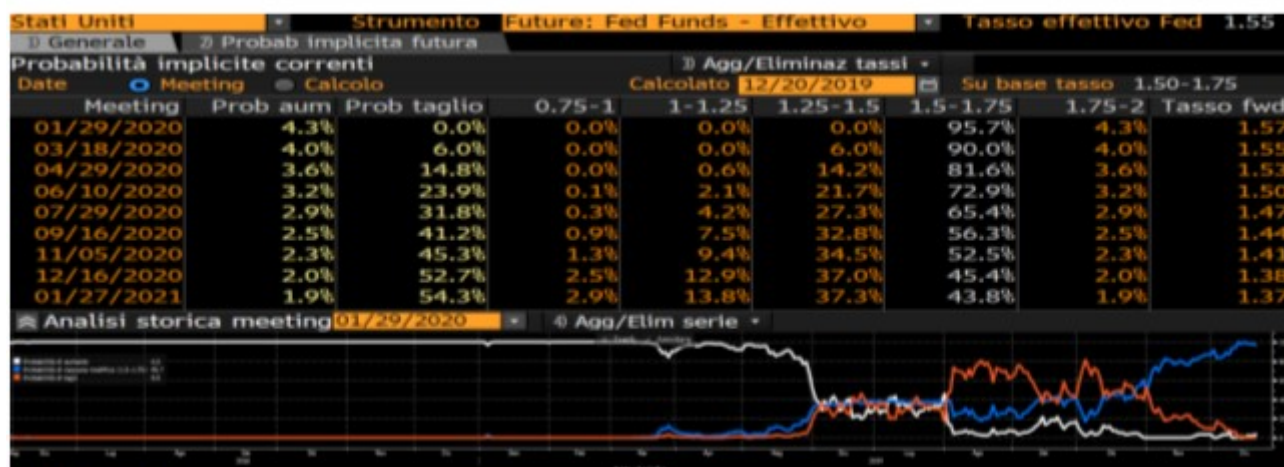
### Ho capito Nego consenso



Fonte: Bloomberg

In questo scenario moderatamente positivo, il mercato non sconta ulteriori tagli dei tassi nel 2020 né in Usa né tantomeno in Ue (Figura 7 e Figura 8). Possiamo affermare che la politica monetaria di stimolo globale sincronizzata sia finita, o quanto meno avrà una pausa, che terminerà quando i dati macro torneranno eventualmente ad essere negativi. Al momento infatti, ad eccezione dell'Ism Manifatturiero, tutti i dati sono in ripresa o quanto meno stabili, e questo offre una forte propensione al rischio per gli investitori: se i dati fossero positivi, allora sarebbe una buona notizia dato che il ciclo economico continua, se invece fossero negativi, sarebbe un problema per l'economia, ma a supporto ci sarebbero le banche centrali. In pratica, come qualcuno ha affermato, abbiamo un'opzione Put sul mercato e, con i rendimenti nulli, non c'è altra scelta che comprare azioni.

Figura 7 - World Interest Rate Probability: Stati Uniti



Fonte: Bloomberg

Figura 8 - World Interest Rate Probability: Zona euro



Come quasi tutti i siti, Finanza Operativa usa la tecnologia dei "cookie" per generare statistiche o altre funzionalità tecniche, anche con l'aiuto di servizi esterni. Continuando a usare il sito si acconsente al loro uso. [Ditemi di più](#)

**Ho capito**

**Nego consenso**

A parer nostro i governi hanno spazio per poterlo fare: pagano infatti dei tassi d'interesse per il loro alto indebitamento che sono comunque minori dei tassi di crescita che registrano, e questo concede spazio a politiche fiscali più accomodanti. Riteniamo che chi ha più spazio di azione siano proprio i mercati emergenti: per questo motivo, e per le migliori valutazioni rispetto agli Usa, aumentiamo il peso sia in equity che in bond di questi Paesi, che probabilmente più di tutti hanno sofferto la trade war. **C'è da selezionare i settori, aree geografiche, temi e strategie da implementare per ridurre i rischi.**

Partendo proprio da questi, le **variabili esogene** che riteniamo più pericolose nel 2020 sono:

1. **Elezioni in Usa a novembre 2020**, con campagna elettorale che inizierà molto prima.
2. **Guerra commerciale**, nonostante l'accordo della Fase 1 del 15 dicembre, dopo un lungo processo. Come già indicato più volte in passato, la vera guerra non è di tipo commerciale, bensì sulla tutela della proprietà intellettuale tecnologica. Probabile, quindi, che il problema persista per tutto il 2020.
3. **Trump impeachment** che aumenterà la volatilità sui mercati anche se, a detta di molti analisti, a Wall Street piace più il vice di Trump (Michael Richard Pence), che Trump stesso.
4. Presentazione del candidato democratico di fine gennaio. Elizabeth Warren ha elevate possibilità di essere nominata e da questa scelta scaturirà la contromossa politica di Trump: continuerà a giocare sul protezionismo o diventerà uomo di mercato?
5. **Brexit**, tema che caldeggerà tutto il 2020. Due sono le scadenze chiave: la prima per presentare un piano entro il 31 gennaio, per poi iniziare le negoziazioni, le quali avranno come scadenza il 31 dicembre 2020.

I **rischi non esogeni** sono:

1. **Valutazioni alte delle asset class di rischio**: se le trimestrali non dovessero sorprendere al rialzo o addirittura essere peggiori delle stime, si potrebbe innescare un sentiment di sfiducia.
2. **Bolla del credito**: dovuto ai rendimenti nulli e negativi della stragrande maggioranza delle obbligazioni core (sia gov che corp). L'illiquidità del mercato fixed income, congiuntamente al fatto che la maggior parte dei titoli sono detenuti da investitori retail tramite fondi comuni, ne fa un vero proprio problema sistemico, soprattutto per l'effetto Iceberg.
3. **Rallentamento da fine ciclo economico**: come già indicato precedentemente, le banche centrali sono disposte ad intervenire, ma se i dati diventassero molto negativi, l'impatto sarebbe così forte da non riuscire ad essere pienamente arginato.

Per quanto riguarda il nostro portafoglio per il 2020, con i vari pesi a seconda del profilo di rischio, **ogni portafoglio non potrà non avere azioni, in quanto le obbligazioni, soprattutto quelle core, non rendono nulla.** La parte azionaria che prediligiamo sarà sempre Usa (anche se con una quota inferiore rispetto all'anno scorso),

Come quasi tutti i siti, Finanza Operativa usa la tecnologia dei "cookie" per generare statistiche o altre funzionalità tecniche, anche con l'aiuto di servizi esterni. Continuando a usare il sito si acconsente al loro uso. [Ditemi di più](#)

**Ho capito**

**Nego consenso**

del 1999/2000), riteniamo che i titoli growth, con la giusta selezione, abbiano più possibilità di fare utili crescenti grazie soprattutto ai Megatrend. Molto dipenderà dalla politica di Trump per decidere se investire nelle small o large cap USA. Anche per i settori molto potrebbe cambiare dopo gennaio a seconda della politica di Trump. Al momento possiamo dire che oltre al giusto mix di tecnologia, food & beverage, healthcare tech e services, Pharma e lusso, cosmetica, entertainment, aumentiamo gli industriali e inseriamo di nuovo i finanziari.

Dietro i settori azionari sarà fondamentale fare la giusta selezione di azioni. Nella tecnologia continuiamo ad essere investiti sia nelle mega cap tecnologiche che nelle large-medium cap legate alla **robotica, intelligenza artificiale, cyber security, IoT, big data, blockchain, cloud computing, aerospazio e difesa militare**. Per la crescita demografica e la creazione della classe media cinese, nonché per le nuove abitudini dei Millennials e della Silver Age, investiamo in beni discrezionali e non, spesso con un forte brand riconosciuto. Anche il cambiamento climatico è un Megatrend che cavalcheremo nel 2020 più di quanto abbiamo fatto in passato.

Per quanto riguarda le obbligazioni, lasciamo fuori dal portafoglio quelle core a meno di una correzione che ci dia una possibilità di entrata migliore. Inseriamo comunque solo float o inflation linked. Aumenteremo la componente high yield, mantenendo comunque una duration breve. Per le commodity, aumenteremo la parte di oro fisico, non solo come assicurazione sugli asset di rischio, ma anche perché nel 2019 ha mostrato una forza relativa incredibile, visto che è salito nonostante il dollaro americano si sia rivalutato fortemente. In ogni caso lo compriamo a cambio coperto.

Per quanto concerne le **strategie alternative o decorrelate**, abbiamo constatato che i fondi long/short, soprattutto quelli che lavorano sul momentum, sono correlati positivamente con i megatrend, quindi non diversifichiamo il rischio con questi. Manterremo solo i fondi event driven che a fine ciclo performano bene grazie alle operazioni di merger arbitrage, e i market neutral che lavorano con beta zero e con analisi fattoriale che predilige l'approccio value bottom up.