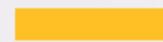




FIDEURAM  
INVESTIMENTI

# Global OUTLOOK



[PROSPETTIVE 2020]

# Indice

VERSO IL 2020 – <i>a cura di G. La Calce</i>	3
LA LENTA TRANSIZIONE VERSO UN NUOVO REGIME DI MERCATO – <i>a cura di R. Zaffuto</i>	4
SCENARIO MACROECONOMICO – <i>a cura di F. Rovida</i>	8
USA - Un anno di pausa – <i>a cura di F. Rovida</i>	9
Area Euro - A che Santo votarsi – <i>a cura di I. Spinelli</i>	10
Giappone - Nuovo anno ma vecchie sfide – <i>a cura di F. Pini</i>	11
Cina – Tiro alla fune – <i>a cura di F. Pini</i>	12
Le previsioni trimestrali di Fideuram Investimenti	13
LE SCELTE DI ASSET ALLOCATION – <i>a cura di L. Vaiani</i>	14
MERCATI EMERGENTI: AMERICA LATINA – <i>a cura di D. Perinati e C. Caruso</i>	17
OBBLIGAZIONARIO EUROPEO – <i>a cura di Amundi Asset Management</i>	23
OBBLIGAZIONARIO USA – <i>a cura di Pimco</i>	27
OBBLIGAZIONARIO CINESE – <i>a cura di Eurizon SLJ Capital</i>	31
OBBLIGAZIONARIO MERCATI EMERGENTI – <i>a cura di JPMorgan Asset Management</i>	35
FINANCIAL CREDIT BONDS – <i>a cura di Algebris Investments</i>	43
OBBLIGAZIONARIO CONVERTIBILE GLOBALE – <i>a cura di Man GLG</i>	46
OBBLIGAZIONARIO INFLATION LINKED – <i>a cura di M&amp;G Investments</i>	50
AZIONARIO USA – <i>a cura di Wellington Management</i>	52
AZIONARIO EUROPEO – <i>a cura di Aberdeen Standard Investments</i>	56
AZIONARIO SVIZZERO – <i>a cura di ISPB Suisse Morval</i>	60
AZIONARIO CINESE – <i>a cura di G. Da Ros e L. Castoldi</i>	62
AZIONARIO MERCATI EMERGENTI – <i>a cura di Fidelity International</i>	65
PRIVATE EQUITY – <i>a cura di Neuberger Berman</i>	68
COMMODITIES – <i>a cura di Goldman Sachs Asset Management</i>	76
ORO E RISORSE NATURALI – <i>a cura di BlackRock</i>	78
INFRASTRUTTURE – <i>a cura di Morgan Stanley Investment Management</i>	81
REAL ESTATE – <i>a cura di Janus Henderson Investors</i>	86
FINANZA SOSTENIBILE – <i>a cura di Lombard Odier Investment Managers</i>	90
TECNOLOGIA – <i>a cura di Pictet Asset Management</i>	96
CAMBIAMENTI CLIMATICI – <i>a cura di Nordea Asset Management</i>	99
SMART MOBILITY – <i>a cura di BNY Mellon</i>	103



## Verso il 2020

**Gianluca La Calce**

*Amministratore Delegato di Fideuram Investimenti SGR*

Dopo un 2018 estremamente negativo, il 2019 si approssima alla chiusura con risultati molto positivi in quasi tutte le *asset class*. L'anno è stato caratterizzato dal grande ritorno delle Banche Centrali e da una nuova ondata di espansione monetaria sincronizzata a livello globale.

Il 2020 si presenta con un quadro di tassi in stabilizzazione, ma ancora bassi in prospettiva storica, e **l'attesa di una volatilità più elevata** per effetto della transizione da un regime a dominanza monetaria ad uno a maggiore rilevanza politica, transizione che si preannuncia lenta e graduale, ma che è già in corso.

**Persistono infatti elementi di incertezza politica:** alcuni in via di apparente composizione, come la questione della **Brexit** e le **tensioni commerciali tra USA-Cina**; altri che potrebbero assumere maggiore importanza nel corso del prossimo anno, come le **elezioni statunitensi**; altri ancora dal carattere più strutturale, come le **proteste in diversi paesi sulle politiche di redistribuzione del reddito e su quelle di tutela ambientale**.

**Il ciclo economico è in una fase molto avanzata** e lo stimolo da parte delle Banche Centrali presenta efficacia marginalmente decrescente; il sostegno all'economia potrà e dovrà provenire principalmente dalla politica fiscale, come invocato – tra gli altri – dall'ex presidente della BCE Mario Draghi.

Negli ultimi anni abbiamo però sperimentato che **gli esiti della politica non sono facilmente prevedibili**, perché condizionati dalle aspettative dei risultati elettorali. I tempi e le modalità di decisione e implementazione della politica fiscale sono inoltre lunghi e articolati.

In un mondo di tassi bassi, erosi fino a diventare negativi dall'inflazione –per quanto moderata–, per gestire la volatilità di breve periodo è necessario sempre più introdurre flessibilità, integrando e arricchendo le tipologie e i metodi tradizionali e consolidati di investimento.

È necessario rispondere alla complessità dello scenario di riferimento, che si presenta in continua evoluzione e con nuovi elementi di rischio e di opportunità, ampliando la gamma degli strumenti di investimento al fine di cogliere anche opportunità fattoriali, tematiche o alternative sia in chiave tattica sia in un più lungo orizzonte temporale.

È fondamentale **valorizzare il fattore “tempo” per calibrare le scelte allocative**, ad esempio allungando l'orizzonte temporale per introdurre nuove forme di diversificazione come quelle offerte dai mercati privati illiquidi, nelle diverse tipologie debito, *equity* e infrastrutture.

A livello più trasversale, l'evoluzione politica e della società civile si riflette nell'**introduzione nel processo di investimento di aspetti di carattere ambientale, sociale e di governance (ESG)** che sempre più diventeranno fattori rilevanti anche nel nostro lavoro con i clienti.

Nel documento sono disponibili molti spunti di riflessione, sui regimi di mercato, sulle prospettive macroeconomiche e dei mercati finanziari e su vari temi di investimento, sia tradizionali che innovativi e alternativi. Auspico che troviate utili questi scritti per approfondire l'analisi dei fenomeni sempre più complessi che caratterizzano questo momento dei mercati.

Colgo l'occasione per porgere a voi e alle vostre famiglie i miei più sinceri auguri di Buone Feste e di un Felice 2020.

Gianluca La Calce

*“ È necessario rispondere alla complessità dello scenario di riferimento ampliando la gamma degli strumenti di investimento, al fine di cogliere anche opportunità fattoriali, tematiche o alternative sia in chiave tattica sia in un più lungo orizzonte temporale. ”*



## La lenta transizione verso un nuovo regime di mercato

Renato Zaffuto - Responsabile Area Investimenti di Fideuram Investimenti SGR

Le sfide che dovrà affrontare l'economia mondiale nei prossimi anni sono cominciate ad apparire in modo più evidente già nel 2019.

**Sul piano politico le incertezze per l'accordo commerciale fra USA e Cina e quelli per una Brexit senza deal** hanno guidato le oscillazioni nelle aspettative degli investitori ma anche iniziato a tracciare un **cambiamento dei modelli delle relazioni commerciali**.

**Sul piano sociale** le tensioni esplose in vari Paesi emergenti, specie dell'America Latina, ma anche le proteste dei "gilet gialli" in Francia hanno reso palesi alcune conseguenze asimmetriche della distribuzione del reddito, mentre **i temi del cambiamento climatico e della protezione dell'ambiente hanno riscosso un crescente interesse**.

*“A fronte di incertezze politiche, le politiche monetarie non potranno essere l'unico strumento.”*

Tuttavia molti di questi problemi richiederanno anni per essere affrontati e le soluzioni passeranno per un ridisegno dei modelli economici e delle relazioni fra Paesi maturi e Paesi emergenti così come attraverso una maggiore consapevolezza, in particolare fra le nuove generazioni, riguardo ad una crescita basata sui consumi più sostenibili.

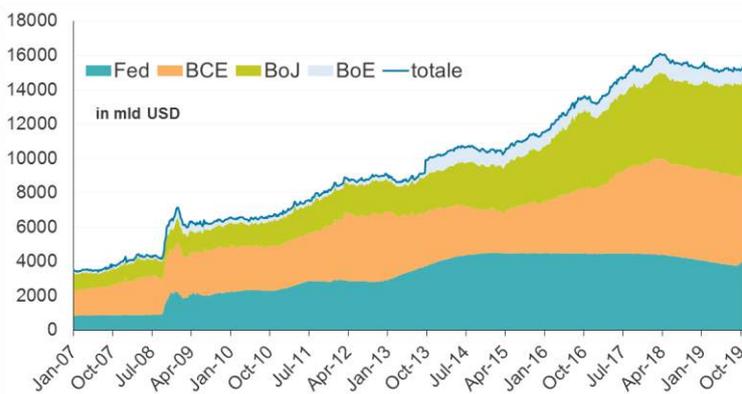
Il cambiamento del modello di crescita in Paesi come la Cina e la Germania, dove è fondato su produzione manifatturiera e su esportazioni, richiederà grandi sforzi di trasformazione, ad oggi neanche alle fasi iniziali.

**A fronte di incertezze politiche**, che sono il sintomo dei problemi di lungo periodo che andranno affrontati e la cui percezione già causa squilibri e qualche volatilità sui mercati finanziari, **le politiche monetarie non potranno essere l'unico strumento anche perché agli attuali livelli l'efficacia di nuovi interventi si sta esaurendo**.

Ma **a fronte di tali problemi di lungo termine le agende politiche sono di breve**, specie nel mondo occidentale. E già l'anno prossimo l'agenda verrà scandita dalle elezioni presidenziali americane.

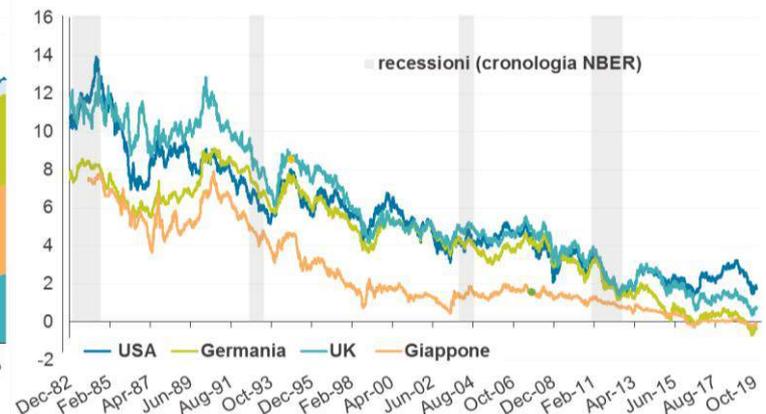
Il regime prevalente sui mercati finanziari rimane caratterizzato da un bassissimo livello dei tassi obbligazionari e da vari interventi sempre più espansivi e poco convenzionali delle principali Banche Centrali.

**GRAFICO 1**  
Bilanci delle principali Banche Centrali



Fonte: Bloomberg, Federal Reserve, BCE, BoJ, BoE

**GRAFICO 2**  
Tassi governativi core



Fonte: Bloomberg, Fideuram Investimenti

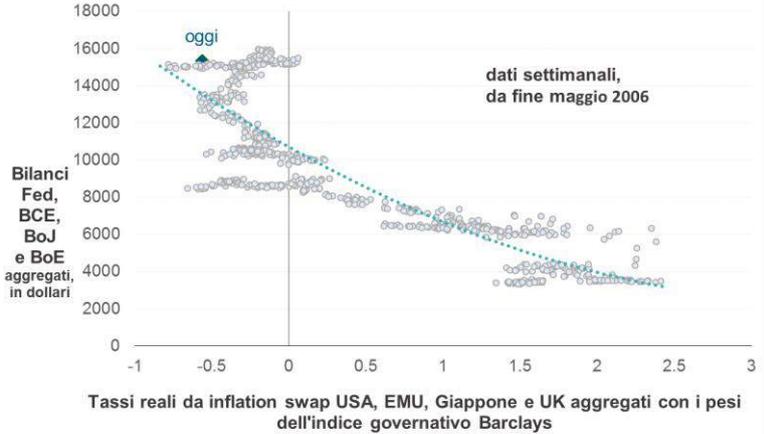
I tassi obbligazionari hanno toccato nuovi minimi storici con una elevata incidenza di emittenti con tassi negativi.

**GRAFICO 3**  
Titoli con rendimento negativo nell'indice Barclays Global Aggregate



Fonte: Bloomberg Barclays, Fideuram Investimenti

**GRAFICO 4**  
Relazione tra andamento dei tassi reali e dimensione dei bilanci delle Banche centrali



Fonte: Bloomberg, Fideuram Investimenti

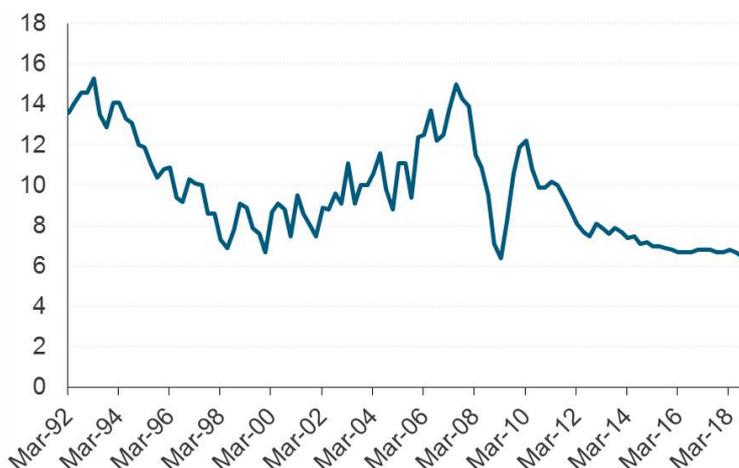
**Operare in un contesto di tassi negativi per gli investitori è una situazione assolutamente inedita che modifica i comportamenti e produce varie conseguenze a partire dalle scelte di allocazione.** Un contesto simile si era visto in Giappone e pertanto si parla pure di **“giapponificazione” soprattutto per l’Europa.**

Con il termine “giapponificazione” essenzialmente si allude a un mondo di stagnazione della crescita, di bassa inflazione, di invecchiamento demografico della popolazione e di bassi investimenti produttivi nell’economia reale.

**I timori su una “giapponificazione” europea non solo derivano da alcuni nodi interni all’Europa non risolti, ma sono stati acuiti dalle preoccupazioni di una stagnazione globale** alimentata dal rallentamento del ciclo cinese e dalla guerra commerciale fra USA e Cina. Tuttavia i dazi doganali e l’atteggiamento americano sotto la guida Trump sono espressione di un orientamento verso qualche forma di aggiustamento di alcuni degli effetti distorsivi della globalizzazione soprattutto sui redditi delle classi medie del mondo occidentale.

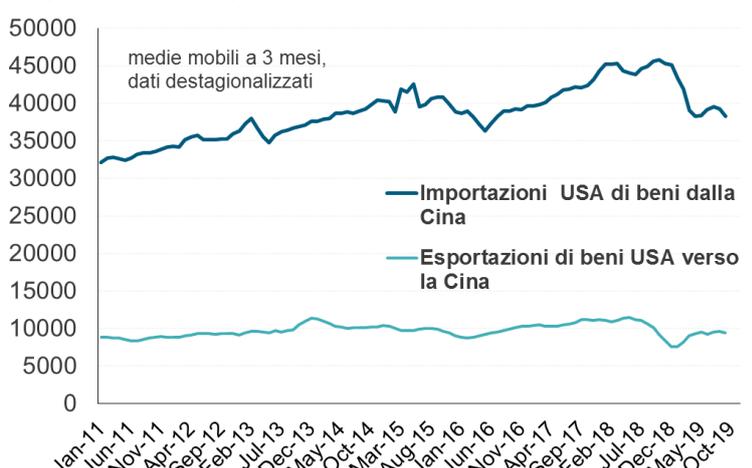
*“Con ‘giapponificazione’ si allude a un mondo di stagnazione della crescita, di bassa inflazione, di invecchiamento demografico della popolazione e di bassi investimenti produttivi nell’economia reale.”*

**GRAFICO 5**  
Crescita economica cinese



Fonte: Bloomberg, Fideuram Investimenti

**GRAFICO 6**  
Importazioni ed esportazioni USA-Cina



Fonte: Datastream, Fideuram Investimenti

Accanto agli elementi di de-globalizzazione o correzione di alcuni impatti della globalizzazione si innestano **potenti fattori legati al cambiamento tecnologico con la “rivoluzione digitale”**.

Molti lavori cambieranno, molti posti di lavoro scompariranno e tanti altri verranno creati per effetto delle nuove applicazioni e delle nuove tecnologie digitali.

I fattori della de-globalizzazione e della trasformazione tecnologica in questa fase sono in parte interconnessi.

**Accanto a trend strutturali come quelli demografici**, con l'invecchiamento delle popolazioni nei Paesi occidentali e l'avanzata della nuova classe media nei Paesi emergenti, **convivono dinamiche cicliche come il rallentamento del ciclo economico globale e la nuova ondata di politiche espansive da parte delle maggiori Banche Centrali**.

Tuttavia la forza di trazione del ciclo economico per i nuovi interventi monetari decresce man mano che i tassi toccano minimi assoluti, pertanto **servirà un nuovo mix di interventi di stimolo anche di natura fiscale**.

“*La forza di trazione del ciclo economico per i nuovi interventi monetari decresce man mano che i tassi toccano minimi assoluti, pertanto servirà un nuovo mix di interventi di stimolo anche di natura fiscale.*”

**In un mondo di stagnazione economica** dove gli operatori privati non fanno investimenti produttivi, a fronte della montagna di risparmio in circolazione, e dove i tassi obbligazionari sono addirittura negativi come in Germania, **la politica monetaria si dovrebbe coordinare con politiche fiscali espansive**. Oggi si potrebbero finanziare grandi e necessarie opere infrastrutturali a costo nullo per orizzonti temporali lunghissimi. Ma non viene fatto perché i governi occidentali sono già molto indebitati e vi è il timore di tornare alla scarsa disciplina fiscale degli anni '70.

**Ma di trimestre in trimestre sale la consapevolezza che prima o poi si dovrà utilizzare anche la leva fiscale** se si vorrà contenere il disagio sociale nei Paesi occidentali, se si vorrà ridare potere d'acquisto alle classi medie e se si vorranno contrastare i movimenti populisti le cui istanze allontanano il confronto democratico da soluzioni equilibrate e sostenibili di lungo periodo.

Sebbene questa appaia la direzione da perseguire **i tempi non sembrano completamente maturi per un veloce avvio di politiche fiscali espansive; mentre**, al contrario, **le incertezze geopolitiche stanno crescendo**.

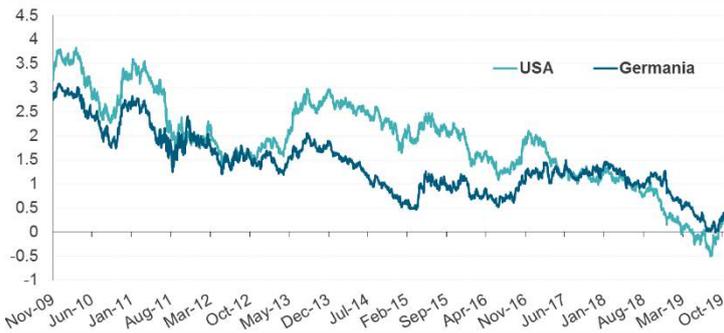
La guerra commerciale fa aumentare i rischi di rotture della *supply chain* globale con i rischi di un ritorno al passato con filiere produttive più regionali come quella americana, quella europea e quella asiatica che nel medio periodo causerebbero l'aumento dell'inflazione.

La migrazione dall'attuale regime di costante discesa dei tassi di interesse e di bassa volatilità verso un regime di stabilizzazione dei tassi di interesse e di lieve risalita dell'inflazione, man mano che le politiche economiche espansive si muoveranno verso un mix monetario e fiscale e man mano che gli effetti del cambiamento tecnologico diverranno più visibili, comporterà anche **variazioni nelle scelte allocative**.

**Da un lato ci si muoverà alla ricerca anche di fonti alternative di *carry* e *yield***, dall'altro vi sarà attenzione per la crescita strutturale. **L'esposizione verso gli asset finanziari tradizionali si sposterà gradualmente verso asset reali, anche alternativi, come ad esempio infrastrutture e *property* ma con ampia diversificazione globale**.

**GRAFICO 7**

**Pendenza della curva 10 anni-3 mesi**



Fonte: Bloomberg, Fideuram Investimenti

L'esposizione alle obbligazioni governative nominali è destinata a ridursi a favore di attività che generano *yield* più legate agli investimenti reali.

Una rilevante inclinazione della curva obbligazionaria per scadenze sarà difficile fino a quando sarà presente un intervento delle Banche Centrali, ma la curva invertita dell'ultimo anno è più lo specchio della compressione e dei flussi che l'anticipazione di un rischio di recessione.

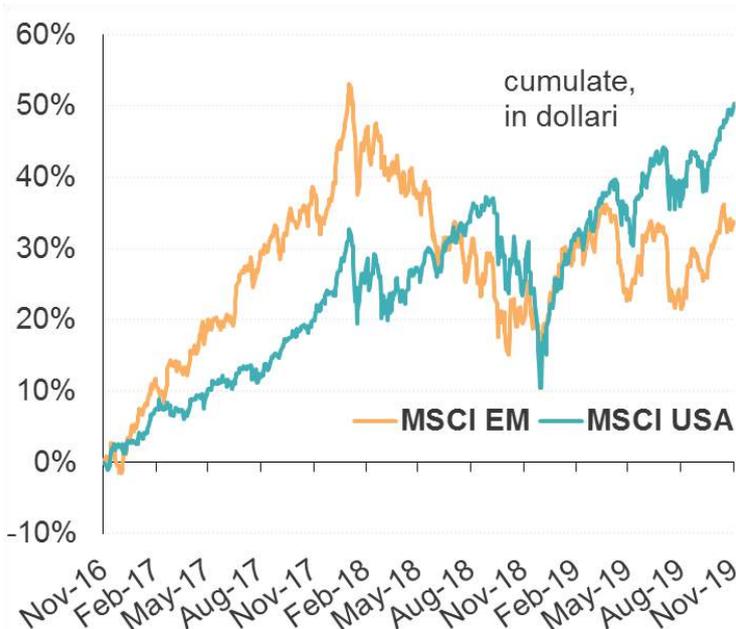
In un mondo un po' più normale le curve saranno piatte o leggermente ripide.

In un mondo che non va in recessione ma esce molto lentamente dalla stagnazione, il favore rimane indirizzato verso quei **settori innovativi legati ai grandi processi di trasformazione come quello tecnologico, quello ambientale e quello demografico con i nuovi consumi** (servizi per anziani nei Paesi occidentali maturi, prodotti di tecnologia per i giovani a livello globale e prodotti di largo consumo per le classi medie dei Paesi emergenti).

Il cambiamento tecnologico con il digitale, il maggior orientamento ai temi della protezione ambientale e della sostenibilità e tassi di interesse stabili ma bassi continueranno a minare i fondamentali dei settori legati alla filiera tradizionale dell'auto, alle filiere dell'energia da idrocarburi e dei settori negativamente sensibili ai tassi di interesse bassi in modo duraturo come banche e assicurazioni.

**GRAFICO 8**

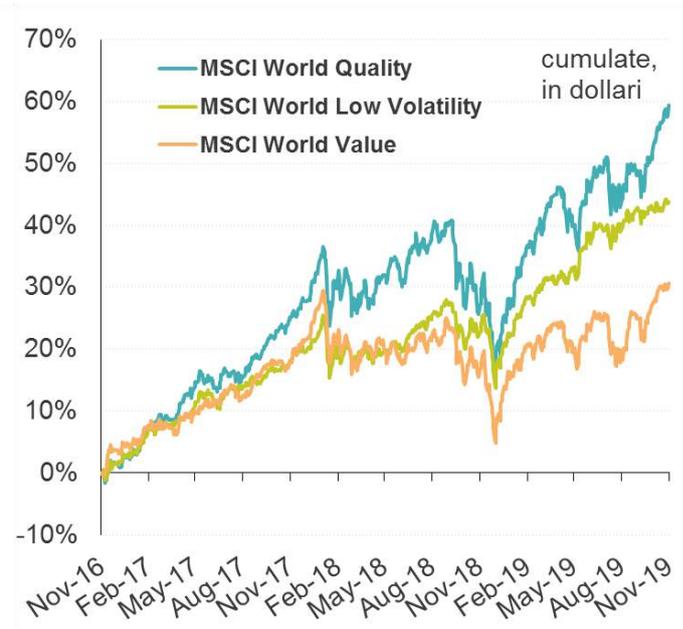
**Performance ultimi 3 anni USA vs Emergenti**



Fonte: Datastream, MSCI, Fideuram Investimenti

**GRAFICO 9**

**Performance ultimi 3 anni stili**



Fonte: Datastream, Fideuram Investimenti



## Scenario Macroeconomico

Flavio Rovida

Responsabile Ricerca Macroeconomica di Fideuram Investimenti SGR

La crescita del PIL a livello globale è risultata nel 2019 lievemente inferiore alle nostre previsioni di inizio anno, nonostante **un mercato e inatteso deterioramento delle relazioni economiche tra USA e Cina** (GRAFICO 10). La guerra commerciale ha impattato negativamente la fiducia delle imprese, determinando in particolare una sensibile decelerazione dell'attività nel settore manifatturiero.

Prevediamo che il **rallentamento dell'economia globale prosegua anche nel corso del 2020** (GRAFICO 11). Il nostro scenario contempla una decelerazione della crescita rispetto al 2019 in ciascuna delle quattro principali aree geografiche. È importante sottolineare che questo scenario è basato sull'assenza di ulteriori tensioni nelle relazioni commerciali (e, anzi, sul raggiungimento di una mini-accordo tra USA e Cina). **I rischi sulla crescita risultano pertanto al ribasso.**

L'andamento dell'inflazione non ha fatto registrare sorprese di rilievo nel 2019, con la sola eccezione della Cina (per l'enorme aumento del prezzo della carne di maiale, che avrà un notevole impatto anche nel 2020). Il nostro scenario per il 2020 contempla un **lieve aumento dell'inflazione core sia negli USA sia nell'Area Euro.**

Nel corso del 2019 il notevole allentamento delle condizioni finanziarie ha contribuito a sostenere le prospettive di crescita ed è stato particolarmente pronunciato nel caso della Fed. Prevediamo invece **che nel 2020 non vi siano variazioni significative nella conduzione della politica monetaria da parte di Fed, BCE e BoJ**, con le prime due banche centrali impegnate però in un'importante riconsiderazione della propria strategia. D'altro lato, la politica monetaria della PBOC dovrebbe confermarsi cautamente espansiva.

Ai temi (geo)-politici che hanno influenzato i mercati nel corso dell'ultimo anno (*in primis*, quello del protezionismo) è probabile che si aggiunga nel 2020 anche **l'incertezza relativa al risultato delle elezioni presidenziali negli USA**, il cui esito appare al momento ancora piuttosto aperto (nonché potenzialmente foriero di significative novità sul versante della politica economica).

GRAFICO 10

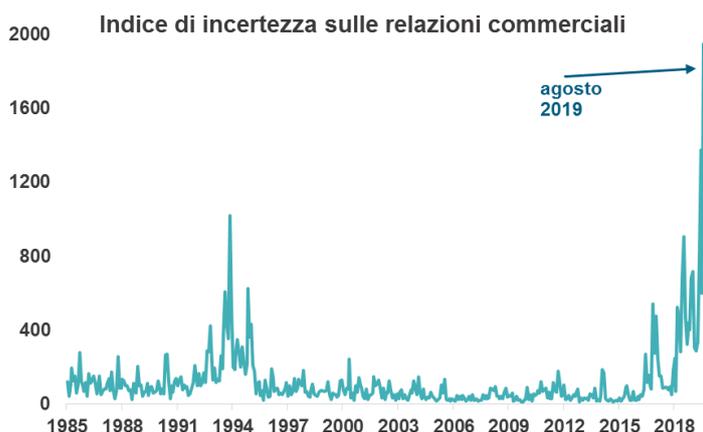
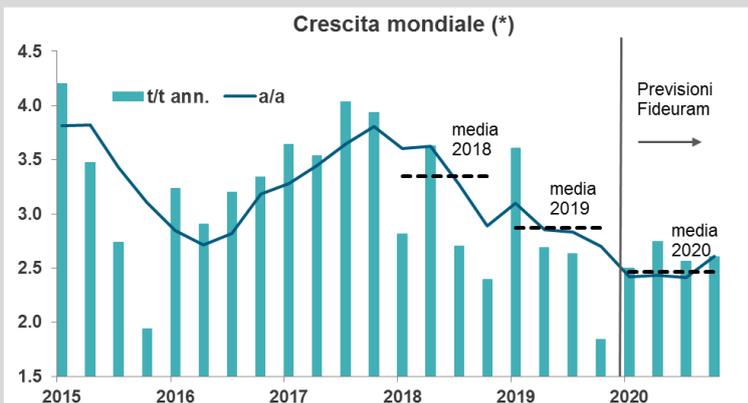


GRAFICO 11



### Previsioni Fideuram Investimenti

	PIL			Inflazione		
	2018	2019*	2020*	2018	2019*	2020*
USA	2.9	2.3	1.7	2.4	1.8	2.0 ↓
Area Euro	1.9	1.2 ↑	0.9 ↑	1.8	1.2	1.2
Giappone	0.8	1.0 ↑	0.8 ↑	1.0	0.5 ↑	0.6 ↑
Cina	6.6	6.1	5.9	2.1	2.8	3.4 ↑

Crescita media annua. In verde (rosso) le stime sopra (sotto) consenso. Le frecce indicano la variazione della stima di FI rispetto al Comitato precedente  
Fonte: Fideuram Investimenti, Consensus Economics



## USA – Un anno di pausa

**Flavio Rovida**

Responsabile Ricerca Macroeconomica di Fideuram Investimenti SGR

La crescita del PIL nel corso del 2019 ha rallentato (dal 2.9% al 2.3%), **largamente in linea con il nostro scenario**. I consumi sono rimasti robusti, seppure in lieve rallentamento, mentre gli investimenti non-residenziali hanno decelerato in maniera piuttosto marcata.

Il nostro scenario prevede che **la crescita continui a rallentare nel corso del 2020** (all'1.7%, GRAFICO 12), portandosi verso il potenziale. La decelerazione della crescita è principalmente da ascrivere **all'esaurimento dell'effetto positivo della politica fiscale**, che è risultato ancora significativo nel 2019 (GRAFICO 13). Riteniamo che la probabilità di un deterioramento congiunturale decisamente più marcato e tale da determinare condizioni di recessione sia relativamente contenuta (ma non trascurabile).

Nel 2020 la crescita dovrebbe continuare ad essere sostenuta dai consumi privati, grazie all'andamento ancora robusto del reddito disponibile delle famiglie, in presenza di **condizioni favorevoli sul mercato del lavoro** (il tasso di disoccupazione dovrebbe scendere lievemente rispetto ai livelli attuali e la dinamica salariale accelerare leggermente).

L'inflazione totale è diminuita significativamente nel corso del 2019, ma interamente in ragione del movimento dei prezzi energetici. L'inflazione *core* è invece aumentata lievemente e **un ulteriore incremento dovrebbe registrarsi nel 2020**, con il deflatore dei consumi *core* (la misura d'inflazione preferita dalla Fed) che dovrebbe raggiungere l'obiettivo della Fed del 2% (dall'attuale 1.6%).

In questo scenario di crescita moderata (e comunque non sotto potenziale) e di inflazione *core* vicina all'obiettivo, **la Fed dovrebbe mantenere i tassi invariati nel corso dell'anno** (mentre il mercato attende un altro taglio, GRAFICO 14).

**I rischi sullo scenario appaiono nel complesso al ribasso.** Da un lato, la risoluzione almeno parziale delle tensioni commerciali con la Cina e l'allentamento delle condizioni finanziarie avvenuto nel corso del 2019 potrebbero sostenere in misura più marcata la crescita. Dall'altro, l'assenza di ulteriori stimoli di politica economica, una volta esaurito quello fiscale, e la probabile prosecuzione dell'incertezza politica, in presenza anche delle elezioni a novembre, induce a una certa cautela sulle prospettive di crescita (soprattutto per quanto riguarda il comportamento del settore *corporate*).

GRAFICO 12



GRAFICO 13

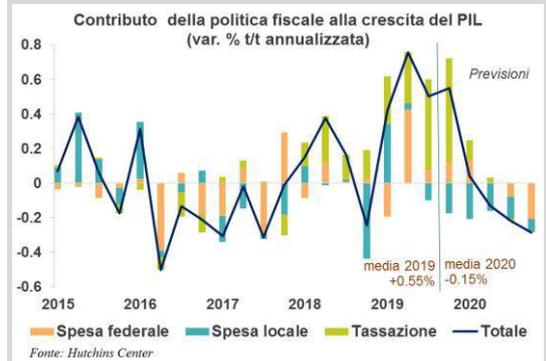
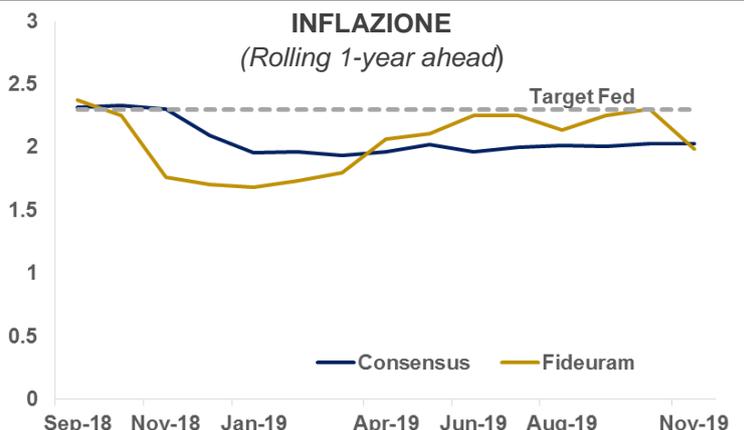
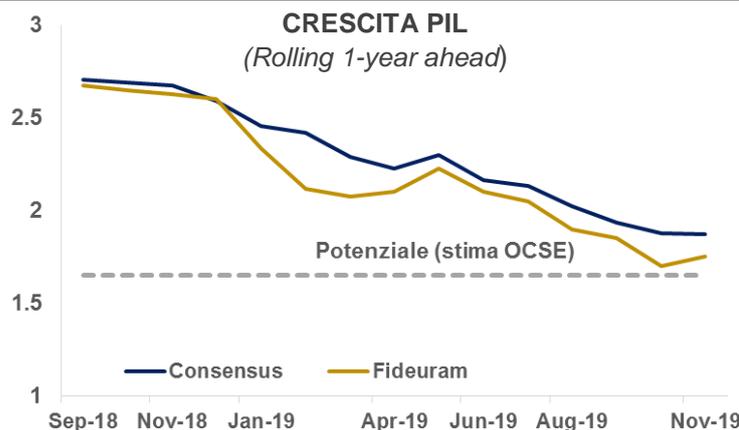


GRAFICO 14





## AREA EURO – A che Santo votarsi

Ilaria Spinelli

Analista team Ricerca Macroeconomica di Fideuram Investimenti SGR

**Nel 2019 l'Area Euro ha continuato a crescere, ma su ritmi molto inferiori agli anni precedenti:** l'1.2% è infatti la crescita più debole dal 2013. Un contesto globale estremamente incerto e contrastato, a causa della guerra commerciale USA-Cina e della Brexit, ha fortemente penalizzato le economie più aperte, *in primis* la Germania. È pertanto venuto a mancare il sostegno del canale estero, mentre la domanda interna ha tenuto (GRAFICO 15).

**Nel 2020 la crescita dovrebbe rallentare ancora allo 0.9%:** le condizioni nel settore manifatturiero sono migliorate nei mesi finali dell'anno, ma è ora in corso una trasmissione del deterioramento dal comparto manifatturiero al settore dei servizi, con un indebolimento del mercato del lavoro, finora robusto.

**L'inflazione è la variabile che più ha sorpreso al ribasso nel 2019** (in calo all'1.2% dall'1.8% del 2018), **costringendo la BCE ad aumentare lo stimolo monetario.** L'inflazione *core* è rimasta all'1% per il settimo anno consecutivo, nonostante una vivace crescita salariale (GRAFICO 16). **Nel 2020 il rialzo dell'inflazione core dovrebbe diventare più visibile** (salendo verso l'1.2-1.3% in media), ma l'incertezza rimane elevata.

**La debolezza dell'inflazione ha costretto la BCE a modificare radicalmente la direzione della politica monetaria.** Il 2019 doveva infatti essere l'anno del primo rialzo dei tassi, dopo la fine del QE lo scorso anno. Al contrario, a settembre la BCE ha tagliato ancora il *depo* e ha riattivato un QE "open-ended" (di 20 miliardi al mese) da novembre.

**La neo-presidente Lagarde eredita una situazione complessa,** con un Consiglio Direttivo diviso ed una politica monetaria al margine meno efficace. Nel 2020 non ci aspettiamo altre mosse espansive, ma piuttosto un riesame della strategia complessiva ed **una spinta ai governi per un maggiore stimolo fiscale.** Nel suo primo discorso di politica monetaria Lagarde ha citato San Francesco d'Assisi: "inizia dal fare ciò che è necessario, fai il possibile, e ti ritroverai a fare l'impossibile".

**In effetti un maggiore stimolo fiscale da parte dei governi** (per il quale esistono margini, vedi GRAFICO 17) **rappresenta un rischio al rialzo sul nostro scenario.** Nel complesso però **i rischi sulla crescita appaiono piuttosto al ribasso:** l'incertezza politica continuerà a prevalere in un contesto di "fine ciclo" a livello globale, e la Brexit rimane inoltre ancora tutta da definire nella sostanza dei nuovi accordi commerciali.

GRAFICO 15

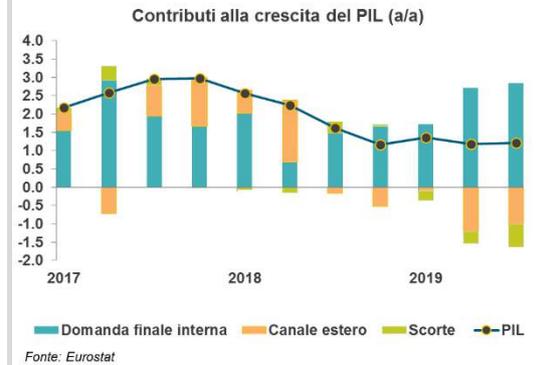


GRAFICO 16

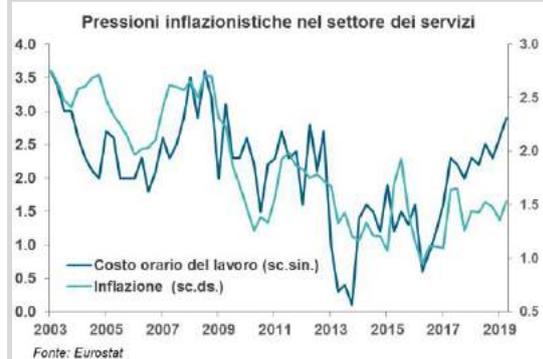
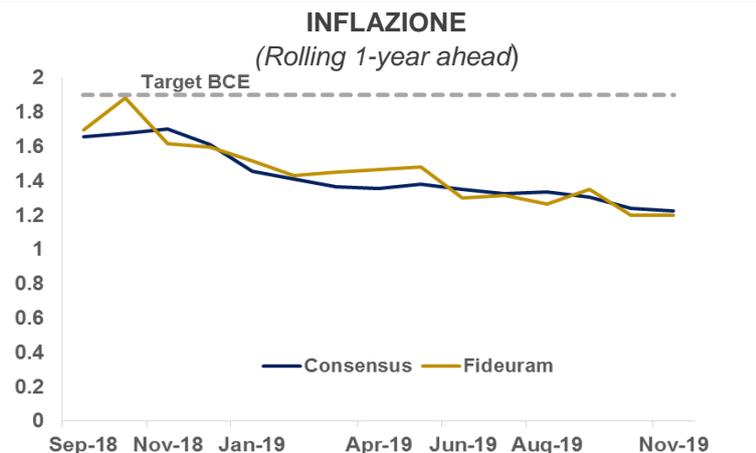
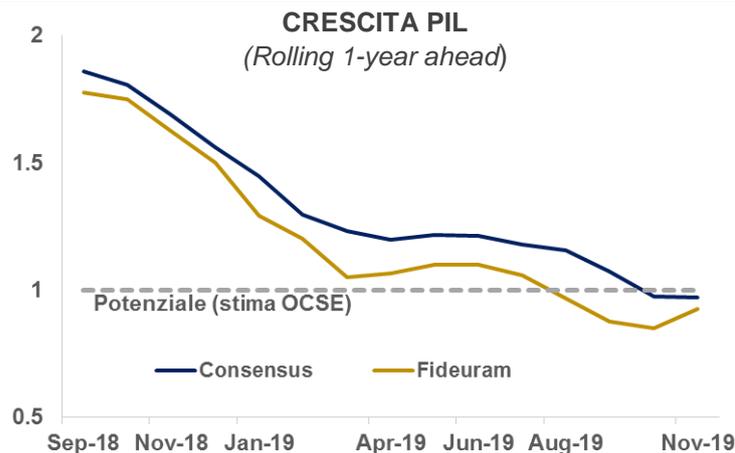
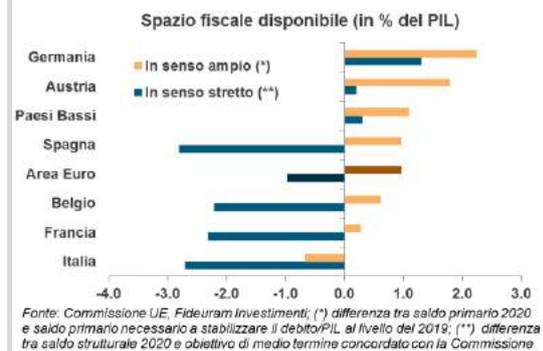


GRAFICO 17





# GIAPPONE – Nuovo anno ma vecchie sfide

Francesca Pini

Analista team Ricerca Macroeconomica di Fideuram Investimenti SGR

Il 2019 è stato caratterizzato da una crescita sostenuta nel primo semestre (1.9% annualizzato in media) e da una decelerazione marcata nel secondo, a causa dell'aumento dell'IVA (ad ottobre) e dell'impatto delle avverse condizioni climatiche. La crescita media dell'anno è stata in linea con le nostre attese ad inizio 2019 e, all'1.0%, dovrebbe risultare decisamente superiore rispetto al 2018, grazie anche allo sforzo del governo nel mitigare gli effetti distorsivi dell'aumento della tassazione.

Per il 2020, l'approvazione ad inizio dicembre, del pacchetto fiscale pari a circa il 2% del PIL, dovrebbe smussare l'impatto negativo dell'aumento della tassa sui consumi, permettendo un rallentamento della crescita media limitata allo 0.8%. Il nostro scenario centrale incorpora un andamento poco dissimile della domanda interna rispetto al 2019, a cui dovrebbe aggiungersi una moderata ripresa della domanda estera netta grazie anche ai segnali di miglioramento dal settore hi-tech (GRAFICO 18) e dalla stabilizzazione del settore manifatturiero. La fine dei lavori in preparazione dei giochi Olimpici, che si svolgeranno nell'estate del 2020, dovrebbe invece pesare negativamente sugli investimenti residenziali.

L'inflazione ha invece sorpreso lievemente al ribasso nel 2019 con l'impatto dell'aumento dell'IVA più contenuto rispetto alle nostre attese e con un maggiore effetto di compensazione giunto dai tagli dei costi degli asili. Al di là di fattori *una tantum*, il trend inflazionistico sottostante resta dimesso, anche se escludiamo un ritorno della deflazione. Le aspettative di inflazione continuano a rimanere basse, mentre si è assistito ad un appiattimento della curva di Phillips (che mostra la relazione tra l'utilizzo delle risorse e l'inflazione) negli anni più recenti (GRAFICO 19).

Nonostante le successive revisioni al ribasso delle previsioni di crescita ed inflazione, la BoJ ha lasciato invariata la propria politica monetaria dall'inizio del 2019, modificando solo la "forward guidance" nella riunione di fine ottobre. Le poche munizioni a disposizione e l'impatto negativo dei bassi tassi di interesse sulla profittabilità delle banche (GRAFICO 20) hanno fatto pendere la bilancia verso l'inattività.

Tra i rischi al rialzo che pesano sulle nostre previsioni di crescita vi è la possibilità che il pacchetto fiscale abbia un impatto sulla crescita superiore alle nostre attese. La disputa commerciale tra USA e Cina continua a rappresentare invece uno dei principali rischi al ribasso.

GRAFICO 18

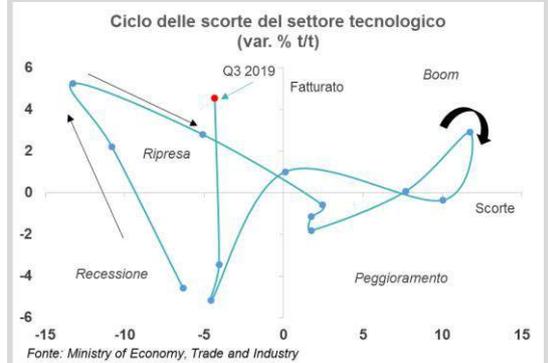


GRAFICO 19

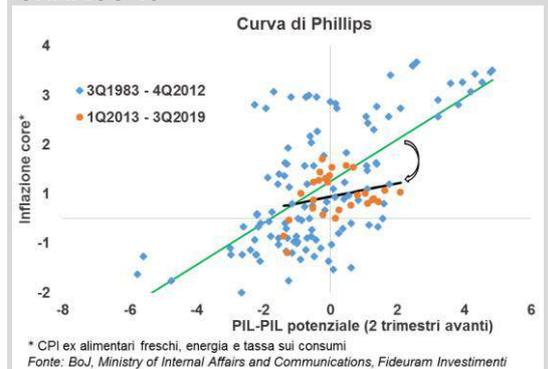
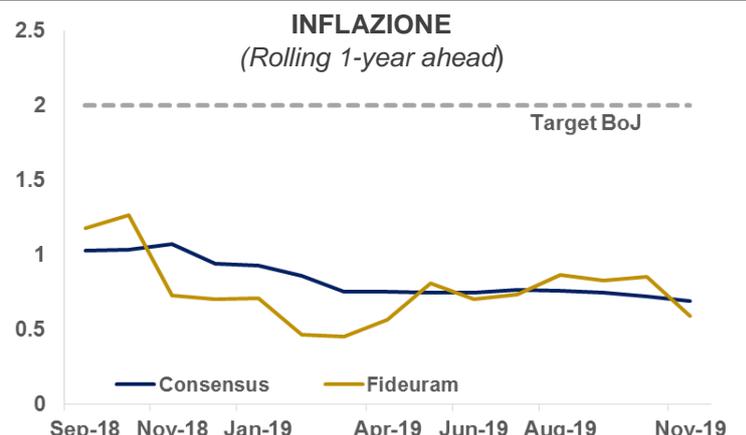
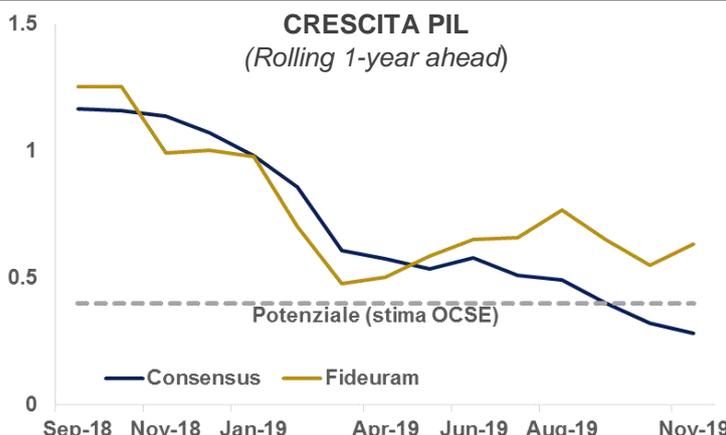


GRAFICO 20





# CINA – Tiro alla fune

Francesca Pini

Analista team Ricerca Macroeconomica di Fideuram Investimenti SGR

Il 2019 è stato un anno piuttosto complesso per l'economia cinese che ha dovuto affrontare, **da un lato, un rallentamento interno fisiologico e, dall'altro, l'escalation di una guerra commerciale il cui esito finale ancora è ignoto** (GRAFICO 21). La crescita media del PIL ha rallentato rispetto al 2018 a causa sia della decelerazione delle esportazioni sia dell'andamento debole degli investimenti e dei consumi (mentre ha tenuto il settore immobiliare, consentendo di evitare un rallentamento decisamente più brusco della crescita). Diversamente dalle previsioni, gli interventi di politica fiscale hanno avuto un effetto contenuto, mentre la politica monetaria è stata più cauta delle attese, al fine di evitare bolle sul mercato immobiliare e la compromissione della stabilità finanziaria.

**Per il 2020 ci attendiamo che la crescita del PIL rompa la soglia del 6% per la prima volta dal 1990 portandosi al 5.9%.** L'evoluzione della guerra commerciale con l'amministrazione USA sarà un tema fondamentale anche nel nuovo anno: al momento è un susseguirsi continuo di notizie positive e negative in merito ad una prossima conclusione della cosiddetta "fase 1", dopo l'annuncio di un possibile accordo a metà ottobre.

**La politica fiscale continuerà a sostenere la crescita**, principalmente tramite l'emissione di titoli obbligazionari dei governi locali, rivolti ad incentivare gli investimenti in infrastrutture, mentre sarà più contenuta rispetto a quest'anno la riduzione delle tasse (GRAFICO 22). D'altro lato, la politica monetaria proseguirà con l'atteggiamento graduale adottato finora, senza intervenire in maniera particolarmente espansiva.

**La principale sorpresa del 2019 è stata la forte accelerazione dell'inflazione**, dovuta all'aumento del prezzo della carne di maiale con l'ammontare delle scorte compromessa dalla diffusione della febbre suina. In base alle nostre stime, l'inflazione dovrebbe raggiungere un picco vicino al 5% a gennaio, mese del capodanno cinese, per poi rallentare gradualmente (GRAFICO 23). L'inflazione core dovrebbe invece rimanere stabile, come nel corso del 2019.

**Un mancato accordo commerciale con l'amministrazione USA rappresenta il principale fattore di rischio** per le nostre previsioni di crescita per il prossimo anno. In presenza di un accordo con gli USA, la relativa inerzia mostrata dalle autorità nell'intervenire a sostegno della crescita dovrebbe trovare conferma anche nel 2020. Un elemento di rischio è rappresentato anche dall'andamento del settore immobiliare che potrebbe subire una correzione pesando così negativamente sulla crescita.

GRAFICO 21

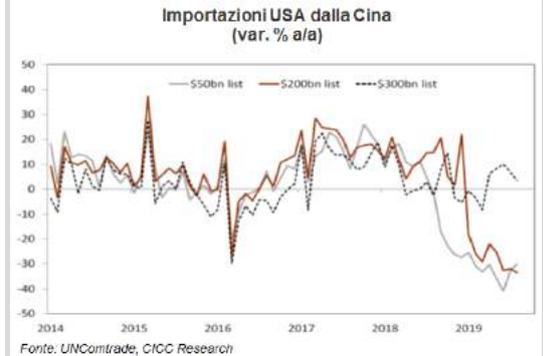
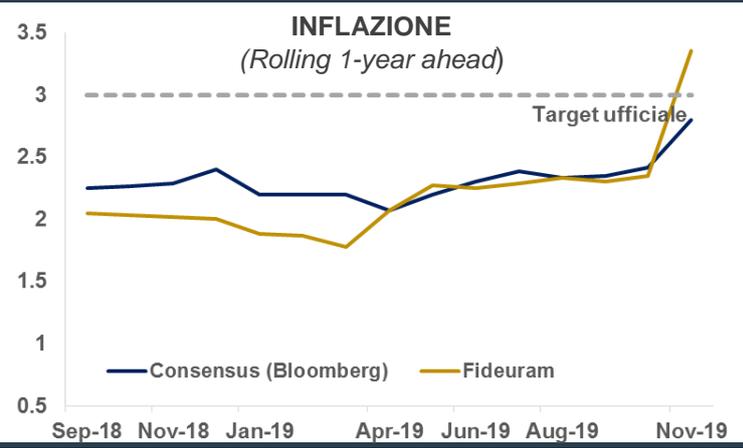
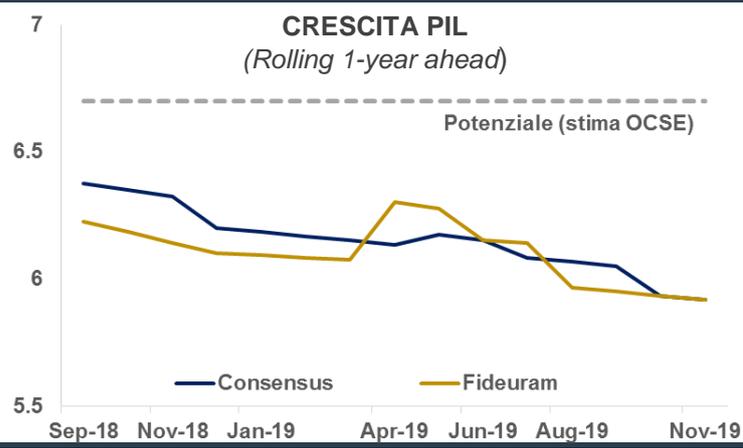


GRAFICO 22



GRAFICO 23



**PREVISIONI FIDEURAM INVESTIMENTI - PROFILO TRIMESTRALE**

		18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	2018	2019	2020
<b>PIL (reale)</b>												
<b>USA</b>	t/t ann.	1.1	3.1	2.0	2.1	<b>2.0</b>	<b>1.2</b>	<b>2.1</b>	<b>1.4</b>	2.9	<b>2.3</b>	<b>1.7</b>
	a/a	2.5	2.7	2.3	2.1	<b>2.3</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>			
<b>Area Euro</b>	t/t ann.	1.4	1.8	0.7	0.9	<b>0.5</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>0.7</b>	1.9	<b>1.2</b>	<b>0.9</b>
	a/a	1.2	1.4	1.2	1.2	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>	<b>0.9</b>	<b>0.9</b>			
<b>Giappone</b>	t/t ann.	1.0	2.6	2.0	1.8	<b>-4.9</b>	<b>3.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	0.3	<b>1.0</b>	<b>0.8</b>
	a/a	-0.3	0.8	0.8	1.9	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	<b>0.4</b>	<b>0.3</b>			
<b>Cina</b>	t/t ann.	5.9	6.7	6.0	5.5	<b>5.5</b>	<b>5.5</b>	<b>5.9</b>	<b>6.8</b>	6.6	<b>6.1</b>	<b>5.9</b>
	a/a	6.4	6.4	6.2	6.0	<b>5.9</b>	<b>5.6</b>	<b>5.6</b>	<b>5.9</b>			
<b>Inflazione</b>												
<b>USA</b>	a/a	2.2	1.6	1.8	1.8	<b>2.0</b>	<b>2.2</b>	<b>1.7</b>	<b>1.9</b>	2.4	<b>1.8</b>	<b>2.0</b>
<b>Area Euro</b>	a/a	1.9	1.4	1.4	1.0	<b>1.0</b>	<b>1.1</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	1.8	<b>1.2</b>	<b>1.2</b>
<b>Giappone</b>	a/a	0.9	0.3	0.8	0.3	<b>0.5</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	<b>0.7</b>	1.0	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>
<b>Cina</b>	a/a	2.2	1.8	2.6	2.9	<b>4.0</b>	<b>4.4</b>	<b>3.6</b>	<b>3.0</b>	2.1	<b>2.8</b>	<b>3.3</b>
<b>Inflazione CORE *</b>												
<b>USA</b>	a/a	2.2	2.1	2.1	2.3	<b>2.3</b>	<b>2.3</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	2.1	<b>2.2</b>	<b>2.3</b>
<b>Area Euro</b>	a/a	1.0	1.0	1.1	0.9	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>1.1</b>	<b>1.4</b>	1.0	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>
<b>Giappone</b>	a/a	0.9	0.8	0.8	0.5	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.5</b>	<b>0.6</b>	0.9	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>
<b>Cina</b>	a/a	2.1	1.7	1.6	1.1	<b>1.0</b>	<b>1.0</b>	<b>1.2</b>	<b>1.0</b>	2.2	<b>1.4</b>	<b>1.1</b>
<b>Tasso di politica monetaria</b>												
<b>USA</b>		2.13	2.38	2.38	2.38	<b>1.88</b>	<b>1.63</b>	<b>1.63</b>	<b>1.63</b>	2.38	<b>1.88</b>	<b>1.63</b>
<b>Area Euro</b>		0.00	0.00	0.00	0.00	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	0.00	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>Giappone</b>		-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	<b>-0.10</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.10</b>	<b>-0.10</b>	-0.10	<b>-0.10</b>	<b>-0.10</b>
<b>Cina</b>		4.35	4.35	4.35	4.35	<b>4.35</b>	<b>4.35</b>	<b>4.35</b>	<b>4.35</b>	4.35	<b>4.35</b>	<b>4.35</b>

Previsioni in grassetto corsivo. I dati sui tassi d'interesse si riferiscono alla fine del periodo. Per i tassi Fed punto medio dell'intervallo.

Inflazione core \*: ex alimentari e energia per USA e Area Euro, ex-alimentari freschi per Giappone, ex alimentari per Cina



## Le scelte di Asset Allocation

Luca Vaiani

Responsabile Investment Strategy di Fideuram Investimenti SGR

L'andamento favorevole dei mercati nel corso del 2019 è anche conseguenza di quello negativo dello scorso anno, perché la debolezza dell'ultimo trimestre 2018 aveva aperto una distanza tra valutazioni e fondamentali e forzato la risposta di politica monetaria da parte delle banche centrali (GRAFICO 24).

**L'allentamento delle condizioni finanziarie è stato il tema dominante dell'anno** che sta per terminare e l'elemento che più ha spiegato la *performance* positiva delle principali classi di attività (GRAFICO 25)

Per contro, i **rischi politici** (tariffe, Brexit) e **la decelerazione dell'economia globale hanno determinato alcuni momenti di debolezza dei mercati**, ma anche creato le condizioni per le banche centrali per abbassare i tassi e riattivare i programmi di *quantitative easing* (GRAFICO 26)

Sul fronte politico il rischio *no-deal* legato a Brexit appare scongiurato, ma **sulle tariffe e la relazione USA – Cina l'incertezza è maggiore** nonostante le discussioni appaiano meglio impostate di qualche mese fa. In un'ottica di più lungo periodo, con le elezioni americane a novembre, è prevedibile che un certo grado di incertezza politica possa continuare.

Dal punto di vista macro pensiamo che **nella prima parte dell'anno assisteremo ad una stabilizzazione del ciclo economico**, e che la crescita dei paesi principali per l'intero 2020 possa raggiungere livelli un po' più bassi rispetto a quest'anno, ma non contempliamo rischi recessivi a breve scadenza.

**Questo scenario è compatibile con una stabilizzazione dei tassi di interesse, quantomeno nella prima parte dell'anno**, perché le valutazioni delle obbligazioni governative di alta qualità scontano uno scenario macroeconomico peggiore del nostro di riferimento, e abbiamo una posizione di sottopeso sui titoli di stato.

Tuttavia, non crediamo nemmeno che il potenziale di rialzo dei rendimenti sia significativo, perché il ciclo economico è maturo, l'inflazione ancora sotto controllo e le banche centrali mantengono un atteggiamento accomodante.

**Le valutazioni delle classi di attività più rischiose, credito e azioni, sono mediamente alte in assoluto, ma ancora favorevoli in termini relativi rispetto ai titoli governativi.**

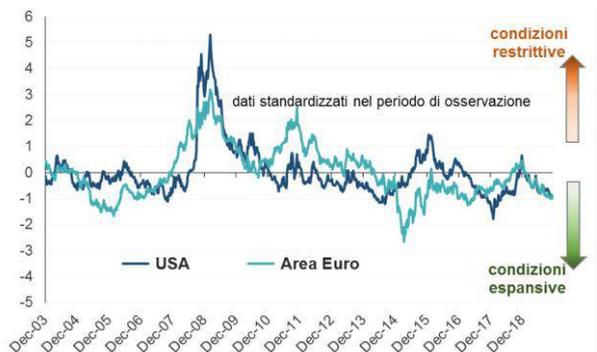
Gli **spread di credito** hanno stretto molto e hanno raggiunto livelli che già scontano progressi macro e gli effetti delle rinnovate iniezioni di liquidità. Ma con i tassi governativi in territorio negativo fino a scadenze intermedie, gli investitori appaiono disposti ad accettare valutazioni un po' in eccesso ai fondamentali.

**GRAFICO 24**  
Indice di attività e mercati azionari globali



Fonte: JP Morgan, Datastream, MSCI, Fideuram Investimenti

**GRAFICO 25**  
Condizioni finanziarie



Fonte: Bloomberg, Goldman Sachs, Fideuram Investimenti

**GRAFICO 26**  
Bilanci Banche Centrali e ritorni sul mercato del credito



Fonte: Bloomberg Barclays, Fed, ECB, BoJ, BoE, Datastream, Fideuram Investimenti

Questa idea di tolleranza di valutazioni a premio rispetto ai fondamentali non è un equilibrio di lungo periodo, ed è strettamente connessa alla continuità del quadro macro e alla persistenza di tassi negativi.

**In quest'ottica vediamo l'investimento nei titoli di stato italiani.** Stimiamo che l'attuale quotazione dello *spread* tra BTP e Bund sia inferiore a quella spiegata dal rischio di credito tra Italia e Germania (che valutiamo tra 170 e 180 punti base) e che dipenda dai rendimenti negativi sui titoli tedeschi e da un contesto macro nel complesso stabile. Ma in caso di rialzo dei tassi *core* vediamo gli *spread* allargare. (GRAFICO 27)

In generale, **abbiamo una posizione sostanzialmente neutrale sul rischio di credito**, ma il grado di convinzione sul settore si è ridotto. In parte a causa di alcuni segnali di debolezza nelle componenti più speculative del segmento *high yield*, ma anche perché riteniamo gli *spread* vulnerabili in caso di irripidimento delle curve dei tassi.

**Preferiamo le componenti più difensive delle obbligazioni societarie**, che in Europa beneficiano dei programmi di acquisto delle BCE, e gli emittenti finanziari. A questo punto di maturità del ciclo economico pensiamo sia meglio assumere rischi di subordinazione di emittenti di buona qualità che posizionarsi sui meriti di credito più bassi.

Tra le obbligazioni dei paesi emergenti, dopo aver preferito per gran parte dell'anno i titoli in valuta forte, raccomandiamo ora un graduale riposizionamento sulla componente in valuta locale perché l'evoluzione macroeconomica limita il potenziale di apprezzamento del dollaro e toglie pressione alle valute emergenti.

**Sul dollaro abbiamo una visione sostanzialmente neutrale.** Siamo stati positivi nel 2019 perché l'economia americana giova di un impulso derivante da tassi di interessi più bassi di quelli che sarebbero giustificati dai soli fondamentali domestici e il Treasury è, tra gli *asset* più sicuri, quello che rende di più. Ma **in ipotesi di stabilizzazione dei tassi di interesse e del ciclo globale, l'attrattività della divisa americana nel breve periodo si riduce**<sup>1</sup> (GRAFICO 28).

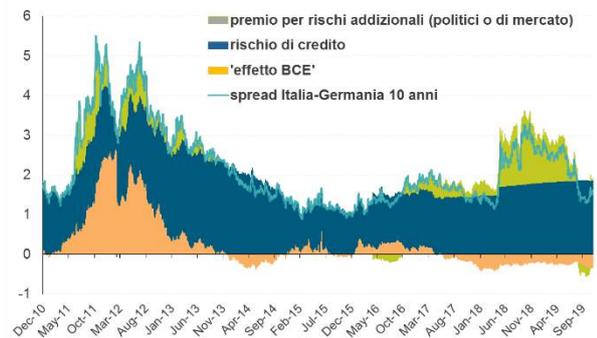
**L'euro, per contro, ha assunto caratteristiche di *funding currency* per via dei tassi monetari negativi** che rende attraente il finanziamento di investimenti in strumenti a più elevata remunerazione attraverso l'indebitamento nella divisa europea.

Per noi investitori denominati in euro significa che **la divisa comune tenderà a rafforzarsi in situazioni di debolezza dei mercati, rendendo l'esposizione valutaria meno efficace per la diversificazione del rischio.**

**Crediamo che nei prossimi mesi le azioni possano essere sostenute dalla combinazione di un contesto macro che suggerisce un miglioramento della crescita sequenziale degli utili e stabilità dei tassi** che favorisce un riposizionamento di *asset allocation* più favorevole al mercato azionario.

GRAFICO 27

Scomposizione dello spread Btp-Bund 10 anni



Fonte: Datastream, stime Fideuram Investimenti

GRAFICO 28

Price/Earnings USA vs resto del mondo



Fonte: Ibes, MSCI, Fideuram Investimenti

<sup>1</sup> È vero però che le dinamiche demografiche americane agiscono a favore del mantenimento di un gap di crescita tra USA e resto del mondo e questo in un'ottica di lungo periodo avvantaggia il dollaro.

La crescita degli utili nel 2019 a livello globale è solo marginalmente positiva e quasi tutta la *performance* dei mercati è venuta dall'espansione dei multipli. **Nei prossimi trimestri gli utili dovrebbero migliorare di qualche punto percentuale** in un intorno del 5%.

**Il posizionamento sul mercato azionario da parte degli investitori** è in fase di graduale ricostituzione, ma è **nel complesso ancora sotto la media**.

**Questo mix di stabilizzazione ciclica**, dinamica degli utili, condizioni finanziarie accomodanti, posizionamento basso ci **pare di supporto per i mercati** (in assenza di un deterioramento del quadro politico), **ma l'incertezza aumenta con l'allungarsi dell'orizzonte di analisi**.

Sul fronte macro per via della maturità del ciclo economico, e dal lato della profittabilità per elementi di vulnerabilità dei margini delle società americane che fanno riferimento alla crescita del costo del lavoro e alla possibilità di una modifica della politica fiscale in caso di vittoria democratica alle elezioni di novembre.

Riteniamo però che la *leadership* del mercato azionario possa in parte modificarsi.

Dopo qualche anno di sopra-performance degli USA e dei settori *growth*, **la nostra opinione sui tassi suggerisce un andamento più favorevole per le componenti più cicliche e value e, in termini geografici, di Giappone, Europa e paesi emergenti**.

Non pensiamo ad un cambio strutturale di regime, quanto piuttosto ad una opportunità tattica perché i fondamentali delle componenti più cicliche e *value* non si sono deteriorati, in termini relativi rispetto al resto del mercato, nella misura che è riflessa nelle valutazioni.

È difficile dire se si prospetta un anno a due facce, positivo all'inizio sulla scorta delle tendenze in essere descritte e più complesso più in là nel tempo. È però questo uno scenario possibile se l'aumento dell'esposizione azionaria che sta sostenendo i mercati porterà nei prossimi mesi le valutazioni ad un livello in cui i rischi non sono prezzati correttamente.

“ È difficile dire se si prospetta un anno a due facce, positivo all'inizio sulla scorta delle tendenze in essere descritte e più complesso più in là nel tempo. È però questo uno scenario possibile.

”

## Mercati Emergenti: America Latina



**Davide Perinati** - Senior Portfolio Manager team Asia & Emerging Markets Equities di Fideuram Asset Management Ireland

**Christian Caruso** - Senior Portfolio Manager team Global Bonds di Fideuram Asset Management Ireland

### America Latina: l'instabilità attuale può trasformarsi in un'opportunità futura

L'area dell'America Latina è al momento attraversata da diversi focolai di protesta, che stanno mettendo in dubbio la relativa stabilità politica di cui ha goduto (con l'eccezione del più tormentato Brasile) negli anni recenti.

**TABELLA 1**  
Performance da inizio anno e peso dei mercati nel MSCI EM<sup>2</sup>

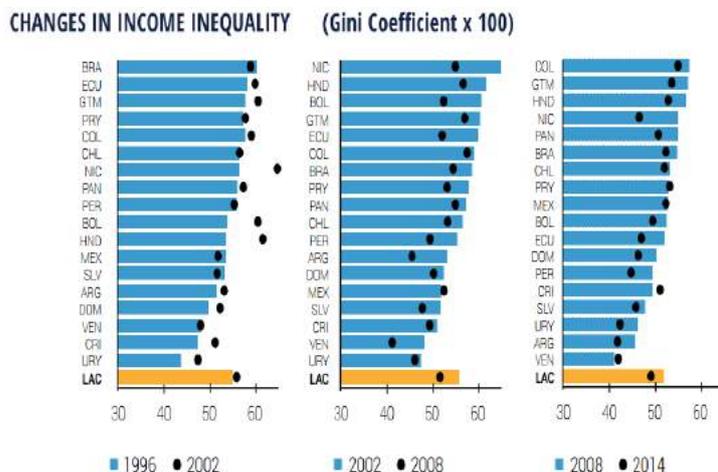
	Weight % MSCI EM	perf YTD price ret euro	perf YTD tot ret euro
<b>Brazil</b>	7.21%	12.49%	15.67%
<b>Mexico</b>	2.41%	7.48%	10.68%
<b>Chile</b>	0.76%	-23.37%	-21.88%
<b>Colombia</b>	0.39%	15.98%	19.29%
<b>Peru</b>	0.37%	2.58%	6.26%
<b>Argentina</b>	0.18%	-28.26%	-26.57%
<b>MSCI Latam</b>	11.32%	6.94%	9.95%

I disordini che stanno interessando **Cile**, **Bolivia** (oggetto di un golpe), **Colombia** ed **Ecuador** hanno avuto larga eco sui media internazionali, ma al momento appaiono sia circoscritti geograficamente (tutti riferibili alla regione andina), che di limitato impatto a livello economico e finanziario.

Essi rappresentano infatti solo una frazione dei benchmark investibili sia per l'asset class azionario che obbligazionario (TABELLA 1 per la componente azionaria).

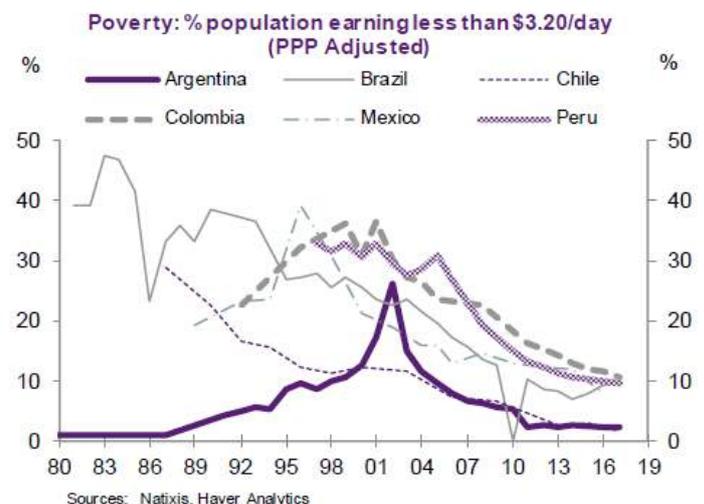
Le attuali manifestazioni di protesta trovano fondamento nella disuguaglianza sociale, che seppur in diminuzione nel corso degli anni, rimane ancora evidente (GRAFICO 29), nel livello di povertà assoluta che seppur in costante calo dagli anni '90 rimane elevata (GRAFICO 30) e nella percezione della corruzione che vede i paesi locali classificarsi tra i peggiori a livello globale (TABELLA 2).

**GRAFICO 29**  
Coefficiente di Gini<sup>3</sup>



Source: IDB, Harmonized Household Surveys from Latin America and the Caribbean

**GRAFICO 30**  
% popolazione reddito giornaliero inferiore 3.2 USD



Sources: Natixis, Haver Analytics

<sup>2</sup> Performance e pesi calcolati al 26 Novembre

<sup>3</sup> L'indice di Gini è utilizzato come misura di disuguaglianza. Ha valore zero se il reddito è egualmente distribuito e 100 se invece la disuguaglianza è massima

**TABELLA 2**  
Indice globale di percezione della corruzione

Perception of Corruption Index				
	2018		2012	
	PCI score	Ranking	PCI score	Ranking
Chile	67	27	72	20
Argentina	40	85	35	101
Colombia	36	99	36	93
Brazil	35	105	43	68
Peru	35	105	38	82
Mexico	28	138	34	104
G-20 median	49	58		
Total number of countries		179		162

source: Transparency International

Questa prima analisi delle dinamiche politico-sociali dell'area ci consente una prima considerazione.

È difficile individuare a livello macro-economico le cause del disagio sociale; tutte le dinamiche economiche principali dell'area sud-americana infatti hanno mostrato incoraggianti segnali di miglioramento negli ultimi vent'anni.

I motivi scatenanti vanno invece ricercati nella **legittimazione delle istituzioni democratiche che viene messa in discussione** da diversi settori sociali sia sul piano della distribuzione del reddito ancora troppo iniqua e sia sul piano della corruzione endemica.

Analizzeremo di seguito gli effetti che l'instabilità politico-sociale ha avuto, soltanto sui mercati dell'area che sono rilevanti a fini d'investimento sia per il mondo azionario che obbligazionario.

## Azionario

I mercati azionari dell'America Latina da inizio anno, seppur in un contesto volatile dominato dagli eventi descritti, mostrano una performance positiva.

Nonostante le perdite significative in Cile e Argentina, l'elevato peso di Messico e Brasile (che rappresentano oltre l'80% dell'indice MSCI Latin-America), spiega la performance per l'area vicina al 10% in Euro (TABELLA 1 sopra).

Le borse locali sono state trascinate da quella del **Brasile** ed un contributo marginale è giunto anche da Messico e Colombia.

In particolare, l'approvazione della riforma del welfare in Brasile è stato il catalizzatore principale per l'area. Essa consente un controllo della spesa pensionistica (prima fonte di spesa pubblica) e consolida le finanze pubbliche.

Inoltre, la politica monetaria espansiva della Banca Centrale Brasiliana ha ridotto (dell'1.5%) il costo del denaro (ora al livello record del 5%), portando i rendimenti reali ai minimi storici (GRAFICO 31) e favorendo anche un afflusso consistente di liquidità sul mercato azionario.

Inoltre la fase riformatrice aperta lascia ben sperare per la trasformazione del paese in un'economia di mercato, meno dirigista ed assistenzialista.

Il contributo del **mercato messicano** è giunto grazie ad un approccio più pragmatico del nuovo governo, che dopo l'iniziale diffidenza dei mercati ha saputo recuperare parzialmente la fiducia in seguito alla stabilizzazione della situazione debitoria dell'azienda petrolifera statale Pemex.

La **borsa colombiana** infine ha beneficiato del recupero del prezzo del petrolio che ha anche favorito l'apprezzamento della divisa locale.

**GRAFICO 31**  
Brasile, Rendimento reale a 10 anni



Fonte: Bloomberg, elaborazione dati FAMI

È importante fare alcune osservazioni sulla situazione in **Argentina** e sugli effetti che la crisi politica ha avuto sulla regione.

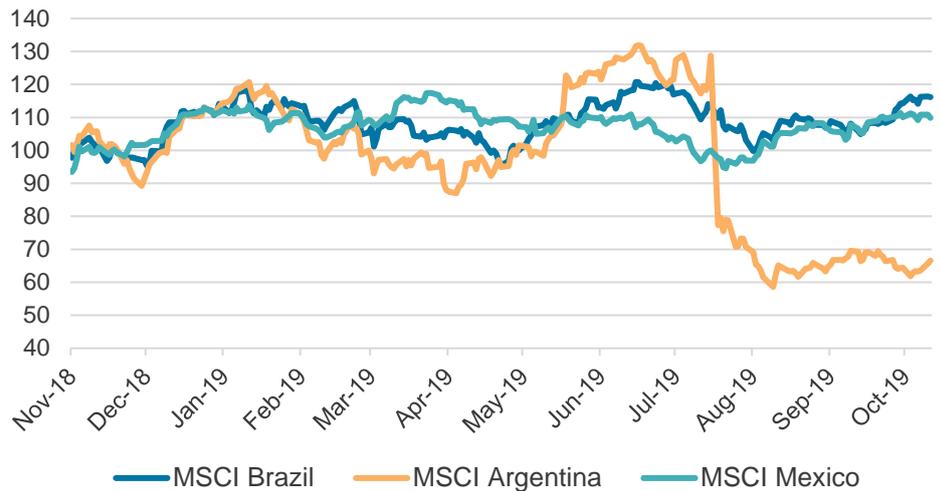
Le primarie presidenziali dell'agosto scorso, con la vittoria del candidato dell'opposizione Fernandez poi confermata alle elezioni di ottobre, sono state un terremoto politico per il paese.

Hanno innescato il deprezzamento del peso argentino (di un ulteriore 20%), un'uscita importante di capitali che ha messo sotto pressione le riserve valutarie, un aumento degli *spread* e del rischio paese ed infine un crollo del mercato azionario domestico (-50%).

L'ulteriore deterioramento macroeconomico che il cambiamento politico ha creato e l'impatto che esso ha avuto sul mercato obbligazionario, avrebbe potuto lasciar pensare ad un rischio contagio per l'intero continente a livello finanziario ed economico, o quantomeno ad un impatto sui principali partner commerciali come Brasile ed in parte Messico.

In realtà le borse principali dell'area (Brasile e Messico), dopo una iniziale fase volatile, hanno proseguito il loro trend al rialzo senza che l'evento idiosincratico avesse un impatto sistemico (GRAFICO 32). Così anche per le economie locali, l'impatto è stato contenuto.

**GRAFICO 32**  
Msci Brazil, Msci Mexico e Msci Argentina: il contagio resta limitato



Fonte: Bloomberg, elaborazione dati FAMI

In particolare per il Brasile (principale partner commerciale dell'Argentina), l'impatto della crisi sembra essere limitato ad un deprezzamento (contenuto) del real brasiliano. Come accennato in precedenza anche in **Cile** sono emerse ultimamente tensioni politiche e sociali inaspettate, legate al costo della vita.

Le autorità monetarie sono dovute intervenire per stabilizzare il deprezzamento della divisa locale (peso cileno). L'economia cilena è considerata la più stabile e fiorente dell'area, paragonabile ad un'economia avanzata, con il secondo reddito pro capite più alto nella regione dopo l'Uruguay. Attualmente attraversa una fase di crescita che seppur sotto potenziale e dovrebbe accelerare nel prossimo anno (GDP atteso 2020 +2.3%).

**GRAFICO 33**  
Msci Brazil Msci Mexico Msci Cile: anche in questo caso il contagio pare limitato



Fonte: Bloomberg, elaborazione dati FAMI

Di riflesso, il mercato azionario domestico ha storicamente trattato a valutazioni a premio rispetto alla media della regione, la qualità della *corporate governance* è superiore alla media ed i fondi pensione locali giocano un ruolo rilevante sul mercato dei capitali domestico come nelle economie più avanzate.

Anche in questo caso l'impatto della crisi politica sui mercati dell'area appare modesto. Infatti la borsa cilena, dal 18 Ottobre (data in cui si sono acuitizzati gli scontri), ha ceduto oltre il 20%, mentre i principali mercati Brasile e Messico hanno invece mostrato solo marginali prese di profitto (GRAFICO 33).

Nell'America Latina il **Brasile** presenta, nonostante il rialzo degli ultimi 18 mesi, i temi d'investimento più interessanti.

Se nel 2019 il mercato ha scommesso sul governo e l'approvazione della riforma del sistema pensionistico, nel medio lungo termine il focus sarà sulla prosecuzione dell'agenda di riforme (revisione del sistema fiscale a beneficio delle imprese, privatizzazione, investimenti in infrastrutture, recupero competitività).

**GRAFICO 34**  
**MSCI Brazil, rapporto prezzo utili per i prossimi 12 mesi**



Fonte: Bloomberg, elaborazione dati FAMI

La crescita economica è attesa in accelerazione ed i segnali di recupero sono confortanti (consumi in netto recupero, investimenti invece più lentamente).

Le valutazioni della borsa brasiliana (GRAFICO 34) tuttavia, al momento, non lasciano molto spazio a forti apprezzamenti soprattutto per quei settori che riflettono l'economia domestica che prezzano, almeno in parte, le aspettative di crescita per gli anni futuri.

Considerata la scarsa rilevanza dei mercati che al momento scontano un **rischio politico elevato** (quali **Cile e Colombia**) ed analizzata la reazione delle borse e l'impatto macroeconomico in seguito alle situazioni di crisi sviluppatesi, **tenderemmo ad escludere effetti di contagio sistemico alla regione quantomeno di natura finanziaria**.

Riconosciamo invece che, le interconnessioni commerciali ed il quadro incerto a livello globale pongono dei rischi significativi al ribasso sulla crescita dei paesi con un quadro politico instabile.

Nel caso la penalizzazione di questi mercati proseguisse e le valutazioni, già a sconto rispetto alla media storica, divenissero maggiormente attraenti, potremmo valutarli (Cile in particolare) quali opportunità interessanti d'investimento per il medio termine.

## Obbligazionario

Il focus degli investimenti nella regione si concentra su **Brasile, Messico, Cile, Peru, Colombia, Panama e Uruguay**.

Negli ultimi cinque paesi, gli spread hanno raggiunto livelli dai quali è difficile individuare ragioni per un'ulteriore e consistente compressione (GRAFICO 35).

Inoltre per molti di essi **la dipendenza dall'esportazione delle materie prime** potrebbe rappresentare un rischio in caso di rallentamento globale, in particolare per Colombia (petrolio) ma soprattutto per Cile (rame) e Perù (rame e metalli preziosi).

Per questi ultimi le materie prime rappresentano ancora il 20% o più delle esportazioni totali, concentrate in un solo o in pochi materiali, esclusivamente allo stato grezzo/non lavorato, aventi come destinazione principale la Cina.

**Le opportunità più interessanti di compressione degli spread nel medio-lungo termine vengono quindi dalle due economie più importanti e mature dell'America Latina: il Brasile e il Messico.**

Entrambi i paesi nell'ultimo lustro hanno subito una notevole volatilità nelle rispettive economie e nell'andamento del premio al rischio del debito estero, soprattutto a causa di eventi politici e di scandali nelle partecipazioni statali.

**Le Banche Centrali di Messico e Brasile tuttavia hanno raggiunto una solidità e una credibilità degne dei paesi sviluppati e le riforme in particolare in Brasile stanno andando a grandi passi verso la giusta direzione.**

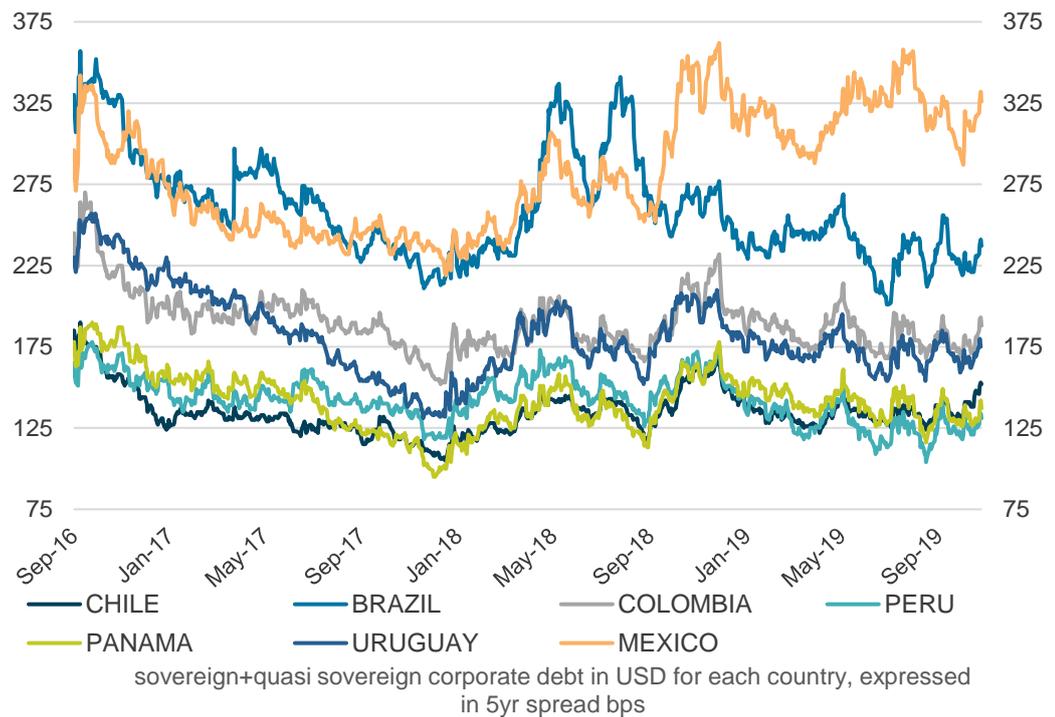
Lo spread del Messico ha fatto registrare un aumento della volatilità negli ultimi anni a causa dei rapporti difficili sul commercio con gli Stati Uniti e, successivamente, dell'elezione del presidente populista di sinistra Andrés Manuel López Obrado.

**A nostro avviso, le sorti del Messico sono particolarmente legate a quelle della Pemex, il gigante del petrolio.** L'azienda è completamente posseduta dallo stato ed è di gran lunga l'emittente corporate emergente col debito più alto al mondo (100 miliardi di dollari, metà dei quali in divisa estera).

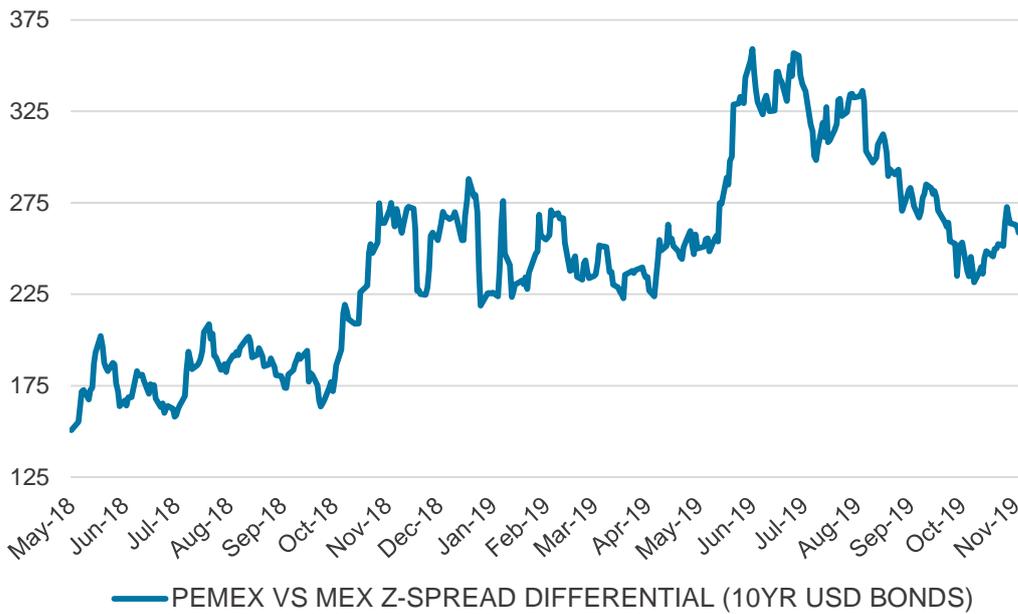
Essa ha visto la sua produzione di petrolio e la sua profittabilità scendere inesorabilmente negli ultimi quindici anni, fino a rischiare l'insolvenza nell'ultimo anno, quando il presidente si è mostrato contrario agli accordi di Pemex con le compagnie petrolifere estere.

**La società ha un'importanza strategica ed economica (in termini di royalties) fondamentale per lo Stato, che di fatto non può permettersi di farla fallire.** Lo spread fra il debito sovrano e il debito Pemex sulle curve in dollari a 10 anni si è allargato di recente.

**GRAFICO 35**  
**JPM Emerging Markets Bond Index Global Diversified**



Fonte: Bloomberg, elaborazione dati FAMI

**GRAFICO 36**
**Pemex, spread contro titoli governativi USA**


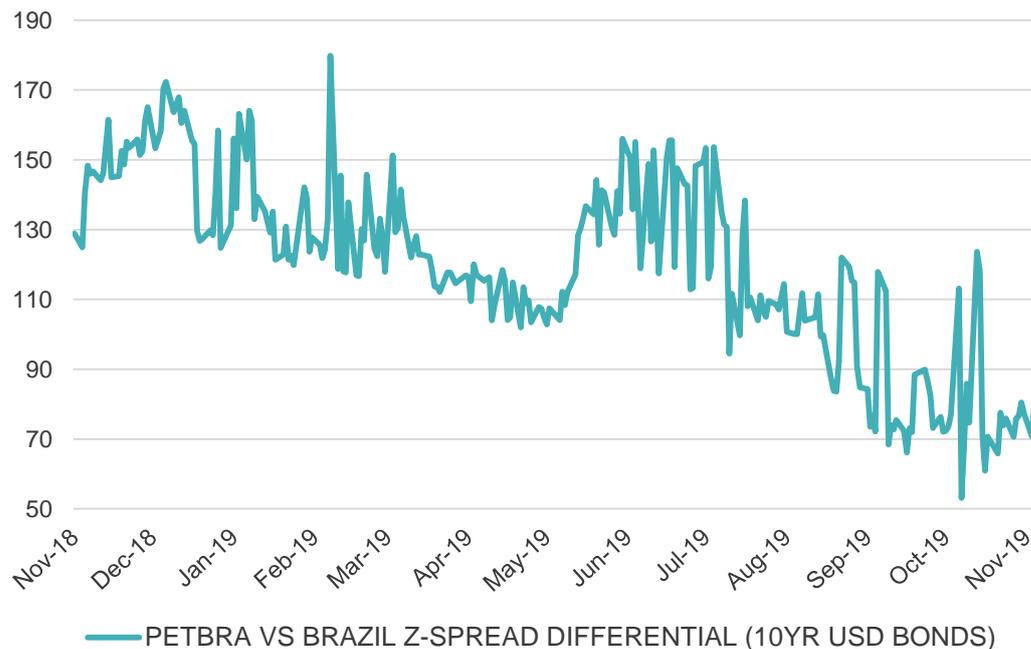
Fonte: Bloomberg, elaborazione dati FAMI

Il rischio di declassamento di Pemex sotto il livello di investment-grade rimane elevato, ma è altresì ampiamente scontato nei prezzi di mercato dei bond, dove peraltro la società sta adottando efficaci politiche di riacquisto del debito, molto apprezzate dal mercato e dalle stesse agenzie di rating.

Per quanto riguarda il **Brasile** l'elemento più importante e incoraggiante per l'investitore è che il **paese di Bolsonaro e la "nuova" Petrobras hanno davvero dimostrato di essersi incamminati in un sentiero virtuoso di lungo periodo, che potrebbe essere preso come modello da molti altri paesi emergenti.**

Due elementi su tutti guidano il cambiamento a livello di percezione del rischio e di spread: il percorso di riforme intrapreso e l'efficace e continuo processo di disinvestimenti e riduzione del debito da parte di Petrobras che abbasserà la sua leva finanziaria anche l'anno prossimo.

Lo spread del debito Petrobras sopra il debito sovrano (in dollari) si è dimezzato negli ultimi 12 mesi (GRAFICO 37).

**GRAFICO 37**
**Petrobras, spread del debito in dollari**


Fonte: Bloomberg, elaborazione dati FAMI

Al di là degli aspetti fondamentali in favore del Messico e del Brasile (e relative aziende analizzate), c'è anche un importante fattore tecnico a supporto degli emittenti in questione.

L'utilizzo crescente del debito in divisa locale per le operazioni di finanziamento, accompagnato da **continue operazioni di riacquisto del debito in dollari e di vendita di asset da parte degli emittenti, non può che favorire e accelerare la compressione degli spread del debito aziendale in America Latina.**

# Obbligazionario Europeo

A cura di Amundi Asset Management



## Selettività e liquidità saranno le priorità per gli investitori obbligazionari euro nel 2020

***Scenario per il mercato europeo del reddito fisso nel 2020:** l'incertezza è diminuita recentemente, ma i rischi saranno ancora presenti per il prossimo anno e riguarderanno fattori macroeconomici, politici e tecnici. Non prevediamo un forte aumento dei rendimenti obbligazionari dei Paesi core europei dai livelli attuali, dato il limitato potenziale di crescita e la scarsità degli strumenti rimasti a disposizione della BCE per stimolare l'economia. Pertanto, non prevediamo un forte aumento dei rendimenti dai livelli attuali. Se la situazione economica dovesse deteriorarsi, ci sarebbe spazio per un calo dei rendimenti, ma probabilmente non toccherebbero i minimi di fine agosto/inizio settembre.*

***Principali convinzioni di investimento per il 2020:** a nostro avviso, l'alpha deriverà principalmente dall'adozione di strategie tattiche sulla duration e sull'andamento della curva fino a quando segnali più chiari sulla direzione del mercato consentiranno di adottare una visione strategica. In uno scenario di bassa crescita, gli investitori che si aspettano un appiattimento della curva dei rendimenti dovrebbero trarre profitto. Inoltre, i titoli di stato dei Paesi che offrono un premio per il rischio dovrebbero rimanere interessanti. Le obbligazioni indicizzate all'inflazione sono convenienti e potrebbero offrire opportunità se l'inflazione complessiva dovesse salire. Nello spazio Euro Investment Grade (IG), privilegiamo le obbligazioni che beneficiano di carry positivo. A livello settoriale, privilegiamo le obbligazioni Coco e lower-Tier2. Siamo positivi sul segmento Euro High Yield (HY), ma con un focus sui nomi più forti. Siamo inoltre consapevoli della necessità di un maggiore controllo della liquidità nel 2020 per i settori a rendimento più elevato. Nel complesso, il reddito fisso europeo potrebbe portare diversificazione e stabilità in un contesto probabilmente più volatile.*

## Quali saranno, a vostro avviso, i principali driver per il mercato del reddito fisso europeo nel 2020?

I rischi geopolitici sono diminuiti recentemente, poiché il rischio di Hard Brexit si è ridotto, l'Italia ha un nuovo governo di coalizione con un approccio positivo verso l'UE e le probabilità di una tregua commerciale tra Stati Uniti e Cina sono aumentate. Tuttavia, tali rischi non sono stati completamente eliminati ed i mercati dovranno affrontare alcune incertezze nel 2020, sia a livello globale che locale. Tali incertezze comprendono fattori **macroeconomici, politici e tecnici** che potrebbero pesare sui mercati finanziari.

Sul **fronte macroeconomico**, le principali forze trainanti dei mercati nel 2020 saranno le notizie sull'economia cinese e sui futuri sviluppi delle controversie commerciali USA-Cina. Entrambi i fattori faranno da cornice al mercato obbligazionario globale per tutto il 2020 e svolgeranno un ruolo chiave nel modo in cui gli investitori allocheranno il rischio.

Da un **punto di vista politico**, la preparazione alle elezioni presidenziali statunitensi influenzerà gli sviluppi del mercato nel 2020. In Europa, l'attenzione si concentrerà sui prossimi passi della saga sulla Brexit e sulle imminenti elezioni anticipate del Regno Unito, insieme alle notizie su un'eventuale stabilizzazione dei governi di coalizione in Italia e in Spagna in contrapposizione con i possibili sviluppi che potrebbero portare a elezioni anticipate in questi Paesi. Infine, anche i **fattori tecnici** avranno un ruolo fondamentale nel 2020 per i mercati del reddito fisso. In seguito al riavvio del programma di acquisto di attività della BCE ed all'introduzione di un sistema a due livelli per la remunerazione delle riserve, nel 2020 i fattori tecnici saranno un driver chiave dei trend di mercato e richiederanno un attento monitoraggio.

## Ritenete che i rendimenti obbligazionari dei Paesi europei core abbiano toccato il fondo o vi aspettate che diminuiscano ulteriormente verso livelli senza precedenti e perché?

Dall'inizio di ottobre c'è stato un significativo rimbalzo dei rendimenti obbligazionari europei core che ora sembrano stabilizzarsi grazie ad un'economia stabile -- crescita di Eurozona in ripresa e riduzione dei timori di recessione -- ed al miglioramento della fiducia degli investitori.

Tuttavia, l'economia di Eurozona rimane esposta al rallentamento del commercio globale ed il suo potenziale di crescita è basso. Inoltre, sono rimasti pochi strumenti a disposizione della BCE per stimolare l'economia e pensiamo che la banca centrale non abbia molto spazio di manovra.

Pertanto, **non prevediamo un forte aumento dei rendimenti rispetto ai livelli attuali**. Se la situazione economica dovesse deteriorare, potrebbe esserci spazio per un calo dei rendimenti, ma probabilmente non ai minimi di sempre raggiunti a fine agosto/inizio settembre.

## Nell'ambito delle obbligazioni governative, quali strategie genereranno valore per gli investitori secondo voi?

“*Gli investitori che si aspettano un appiattimento della curva dei rendimenti dovrebbero trarre profitto.*”

Prima che il mercato abbia informazioni rilevanti sull'evoluzione del ciclo economico, riteniamo che **l'alpha possa essere generato dall'adozione di strategie tattiche sulla duration e sull'andamento della curva**. A seconda di quando emergeranno segnali più chiari sulla direzione del mercato, l'investitore dovrebbe implementare strategie tattiche prima di adottare una visione più strategica nel più lungo termine.

Attualmente lo scenario economico più probabile è quello di una crescita bassa per tutto il 2020. In tali circostanze e con il programma di acquisti della BCE in corso, gli investitori che si aspettano un appiattimento della curva dei rendimenti dovrebbero trarre profitto.

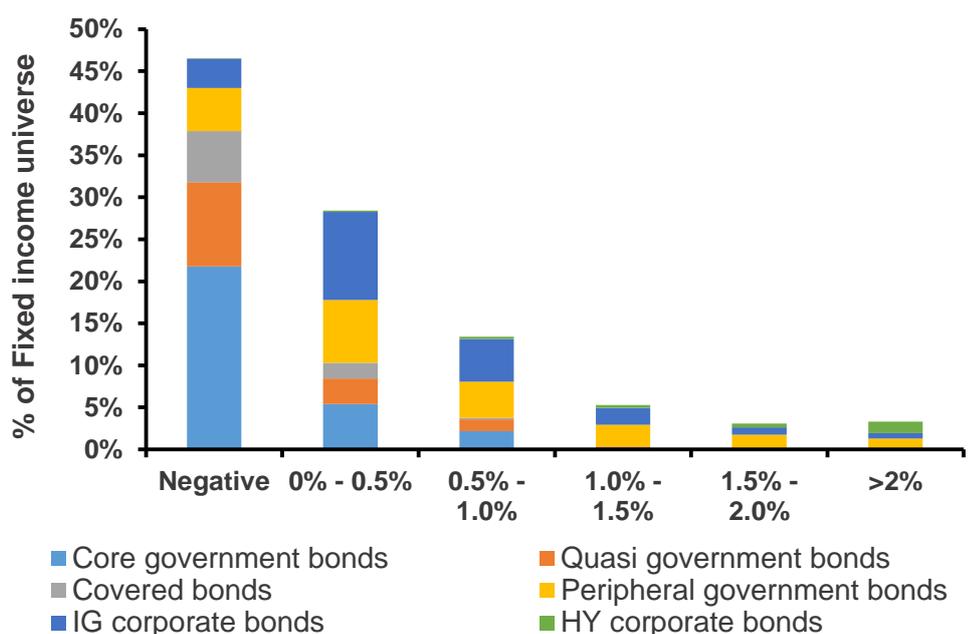
Inoltre, **una posizione positiva sugli spread di qualsiasi Paese** -- nei Paesi di Eurozona o nei Paesi non appartenenti ad Eurozona che emettono obbligazioni denominate in euro -- potrebbe essere interessante dove sia presente un premio.

**Le obbligazioni indicizzate all'inflazione sono convenienti**, poiché al momento non prezzano alcun premio per l'inflazione e riflettono solo l'attuale livello di inflazione complessiva, che dovrebbe salire nei prossimi mesi fino a raggiungere l'inflazione core.

**Se il mercato dovesse anticipare che la BCE è sulla buona strada per raggiungere il target di inflazione, le obbligazioni indicizzate all'inflazione potrebbero sovraperformare in modo significativo.**

GRAFICO 38

% di segmenti del mercato del reddito fisso per bucket di rendimento



Fonte: Bloomberg, Amundi. Dati al 18 novembre 2019.

## Passando al credito, qual è la vostra opinione sui segmenti Euro Investment Grade ed Euro High Yield? Dove vedete le opportunità più interessanti in termini di settori o rating /scadenze?

“ *La selettività sarà una priorità per gli investitori High Yield nel 2020, poiché la dispersione è elevata in questo segmento e la scelta dei nomi giusti sarà cruciale.* ”

In un contesto di bassi rendimenti, gli investitori tendono a favorire i pochi segmenti con rendimenti positivi del mercato obbligazionario di Eurozona. Pertanto investono in obbligazioni con spread interessanti rispetto ai titoli di Stato, ad esempio obbligazioni con beta elevati o obbligazioni a scadenza lunga (superiore a 10 anni) a scapito di titoli a breve termine.

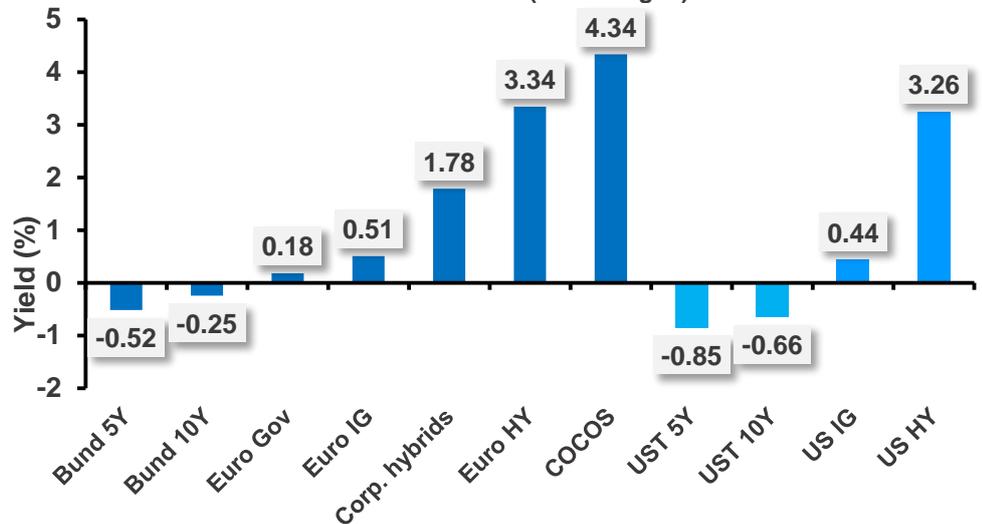
Nell'ambito dei titoli **Euro Investment Grade**, privilegiamo le obbligazioni che beneficiano di carry positivo, attualmente circa 50 pb per l'Euro Corporate Index.

A livello settoriale, gli investitori dovrebbero favorire le obbligazioni **Coco e lower-Tier2** nel settore finanziario ed **evitare i settori ciclici non finanziari**, preferendo comparti come **telecomunicazioni, energia, immobiliare e utilities**.

Siamo positivi sul segmento **Euro High Yield** dove ci concentriamo sui nomi più forti. La **selettività sarà una priorità assoluta per gli investitori High Yield nel 2020**, poiché la dispersione è elevata in questo segmento e la scelta dei nomi sarà cruciale.

GRAFICO 39

Yield-to-worst nell'universo del reddito fisso (euro hedged)



Fonte: Bloomberg, Amundi. Dati al 15 novembre 2019.

## Come valutate le condizioni della liquidità del mercato e in che modo affrontate i rischi di liquidità dal punto di vista del reddito fisso in euro?

“ *Gli asset manager dovrebbero adattare il loro stile di investimento per soddisfare le esigenze di liquidità del cliente, attraverso un approccio sia di tipo attivo, sia model-driven che buy-and-hold.* ”

La liquidità del mercato è cruciale per facilitare le normali operazioni e movimenti dei prezzi delle attività nei mercati finanziari. La valutazione delle condizioni di liquidità è una parte intrinseca della costruzione e della gestione di portafogli obbligazionari e dovrebbe essere parte integrante della filosofia di investimento di qualsiasi investitore obbligazionario.

Per valutare le condizioni di liquidità, è fondamentale condurre regolarmente il monitoraggio dei dati di trading disponibili. Nel dettaglio, gli investimenti a reddito fisso dovrebbero considerare i requisiti di liquidità del cliente.

Pertanto, gli asset manager dovrebbero adattare il loro stile di investimento per soddisfare le esigenze di liquidità del cliente, attraverso un approccio sia di tipo attivo, sia 'model-driven' che 'buy-and-hold'.

## Qual è il ruolo dell'obbligazionario europeo in un portafoglio obbligazionario globale diversificato?

Nell'oceano delle incertezze sopra descritte, il reddito fisso in euro rappresenta un'isola di relativa stabilità. I **livelli di crescita** che non sono né troppo forti né troppo deboli, i **fondamentali del credito** che non sono sovraesposti - con costi di finanziamento relativamente bassi - gli **aspetti tecnici** che dovrebbero portare una certa stabilità dei prezzi sul mercato (programma di acquisto del settore corporate della BCE e tiering della remunerazione delle riserve bancarie) e l'**attrattività dell'asset class** per gli investitori esteri, in particolare gli investitori asiatici, sono fattori interessanti.

Combinando questi elementi, riteniamo che il reddito fisso in euro apporti diversificazione e stabilità di portafoglio in un contesto probabilmente più volatile.

## Qual è il vostro messaggio principale per gli investitori per il prossimo anno?

I prossimi mesi vedranno probabilmente il proseguimento dei trend di mercato in corso, senza notizie entusiasmanti necessarie per ripristinare in modo significativo il contesto attuale.

**I rendimenti dei titoli di Stato probabilmente rimarranno stagnanti.**

Il prolungato stimolo monetario delle principali banche centrali sosterrà l'intero ambito del credito e gli investitori favoriranno il segmento europeo rispetto ad altre aree geografiche grazie ai suoi fondamentali e alle valutazioni migliori.

In termini di liquidità, è fondamentale **aumentare il controllo sulla liquidità** nel 2020 per i settori ad elevato rendimento.

# Obbligazionario USA

A cura di PIMCO

**PIMCO**

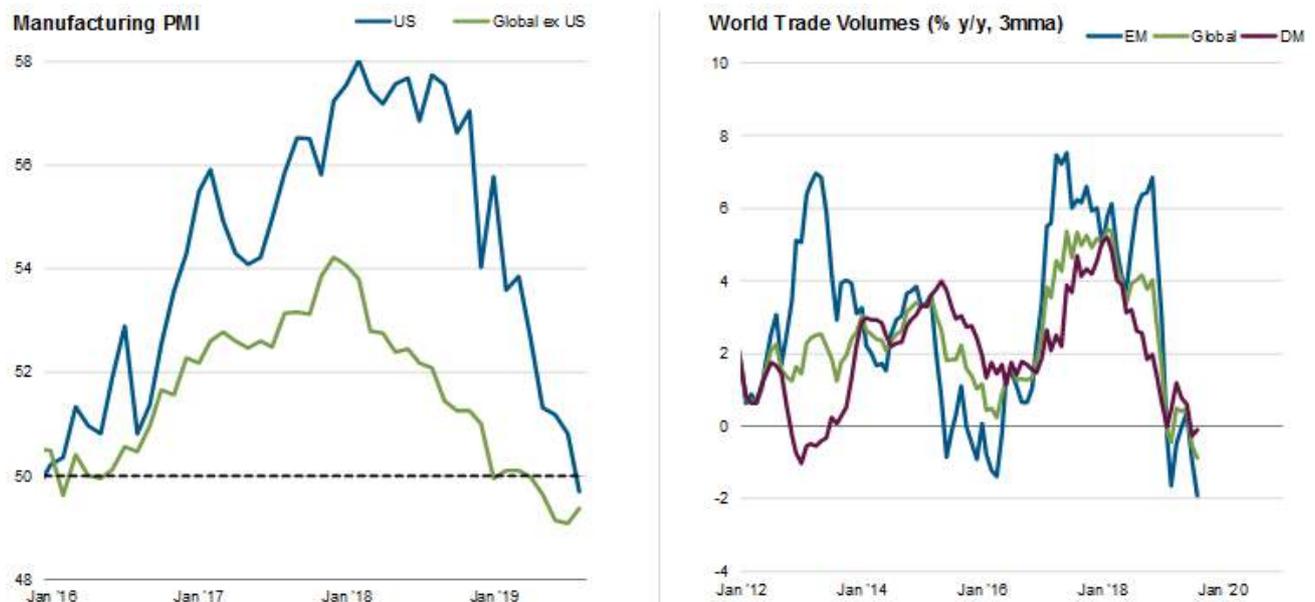
## “Fase di debolezza”

Il nostro scenario di base prevede un **ulteriore rallentamento della crescita del PIL mondiale** nei prossimi trimestri in quanto il protrarsi delle tensioni commerciali e l'elevata incertezza politica in diversi paesi continuano a frenare gli scambi internazionali, l'attività manifatturiera e gli investimenti delle imprese.

Benché il mercato del lavoro non abbia perso vigore e la spesa dei consumatori sia rimasta relativamente robusta in gran parte delle economie sviluppate, la contrazione del commercio globale e dell'attività manifatturiera (si veda il successivo GRAFICO 40) penalizza in modo sempre più marcato altri settori economici concretizzandosi in una flessione degli utili societari, una diminuzione delle assunzioni e un indebolimento degli investimenti aziendali.

**GRAFICO 40**

**Calo di PMI manifatturiero e volumi degli scambi internazionali**



Dati al settembre 2019

Fonte: Banca Mondiale, Haver Bloomberg, Deutsche, PIMCO.

Le conclusioni che abbiamo tratto dalle nostre analisi sono che l'economia mondiale è entrata in una "**fase di debolezza**", caratterizzata da bassa crescita, che a nostro avviso si protrarrà al 2020, e il cui esito, recessione o ripresa, è difficile da prevedere.

Durante questa fase di debolezza, ci sembra prudente concentrarci sulla conservazione del capitale, evitare un'eccessiva esposizione ai rischi macro top-down, adottare cautela sui mercati del credito societario e azionario e attendere maggiore chiarezza, cogliendo le opportunità che di volta in volta si presenteranno.

## Focus: gli Stati Uniti nell'economia globale

### Rallentamento alla velocità di stallo

Prevediamo che la **crescita del PIL statunitense dovrà accontentarsi di un misero 1%** nel primo semestre del 2020, in netto calo rispetto al 3% e al 2% registrati, rispettivamente, nel primo e nel secondo trimestre del 2019, avvalorando ulteriormente la nostra tesi di "Rallentamento sincronizzato" dell'economia statunitense rispetto al resto del mondo nel corso di quest'anno.

Prevediamo quindi sia per l'economia mondiale sia per quella statunitense l'ingresso in una finestra di debolezza a bassa crescita che le renderà più vulnerabili agli shock e il cui esito - ripresa o recessione - è difficile da stimare. Pur attribuendo **scarse probabilità a un'ipotesi di recessione**, ammettiamo che non ci voglia poi molto per destabilizzare un'economia che si muove a velocità di stallo.

### Scenari estremi positivi e negativi

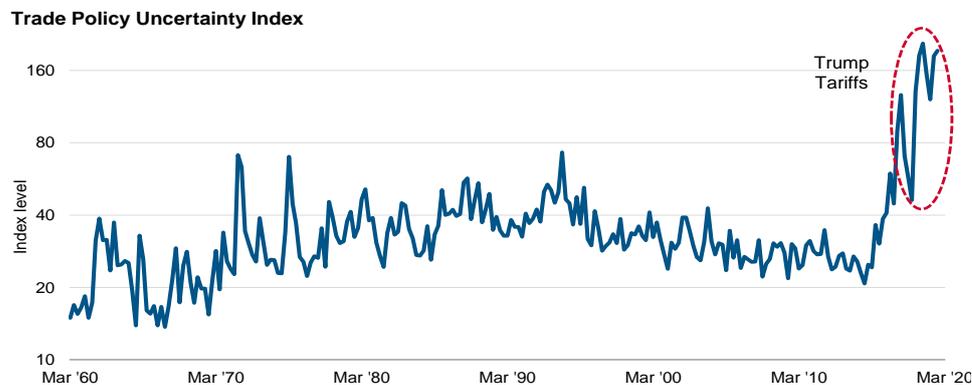
Il nostro scenario di base prevede che il periodo di vulnerabilità a bassa crescita dei prossimi trimestri sfoci in una **moderata ripresa della crescita statunitense e mondiale nel corso del 2020** a seguito di politiche fiscali generalmente favorevoli e ulteriore allentamento monetario sia nei mercati sviluppati sia in quelli emergenti.

Tuttavia, considerato il contesto di elevata incertezza politica e di possibili svolte estreme (sia positive che negative), lo scenario di base ci convince meno del solito. **A nostro parere sono due i principali catalizzatori** in grado di smentirlo, in meglio o in peggio.

Il primo fattore in grado di produrre una svolta in un senso o nell'altro è rappresentato dalla politica commerciale.

#### GRAFICO 41

Le tensioni commerciali covano ancora sotto la cenere e rischiano di esplodere



Dati al 10 settembre 2019

Fonte: Caldara, Dario, Matteo Iacoviello, Patrick Molligo, Andrea Prestipino e Andrea Raffo (2019) "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty", International Finance Discussion Paper, Board of Governors della Federal Reserve.

Da un lato, un'ulteriore escalation della guerra commerciale rischia di trascinare facilmente in recessione un'economia globale già rallentata. Dall'altro, un accordo commerciale esaustivo tra Stati Uniti e Cina che rimuova una parte considerevole degli aumenti dei dazi già imposti e di quelli prospettati potrebbe tradursi in una riaccelerazione sincronizzata della crescita globale nel 2020.

Tuttavia, pur contemplando la possibilità di un accordo commerciale circoscritto, il nostro scenario di base prevede verosimilmente il persistere delle tensioni tra Washington e Pechino in uno stato di lenta ebollizione anziché una distensione duratura

Le politiche monetarie e fiscali sono il secondo fattore capace di spingere l'economia e i mercati verso scenari estremi positivi e negativi. In linea di massima, crediamo che la Fed manterrà un approccio accomodante nei trimestri a venire, invertendo così la curva dei rendimenti dei titoli di Stato americani e riducendo i rischi di recessione.

Come ampiamente previsto, mercoledì 30 ottobre la Federal Reserve ha annunciato un altro taglio di un quarto di punto del tasso di riferimento (in calo a 1,50–1,75%) – il terzo in altrettante sedute – con parallela riduzione del tasso d'interesse sulle riserve in eccesso (IOER) all'1,55%. **L'approccio più restrittivo** emerso nelle parole di Jerome Powell, presidente della Fed, in conferenza stampa ha colto i mercati di sorpresa – lasciando intendere

che non siano necessari altri tagli per così dire precauzionali – e che un ulteriore accomodamento è ora condizionato a un peggioramento più concreto delle prospettive economiche.

Nonostante questa svolta restrittiva, nel complesso riteniamo la **probabilità di ulteriori tagli superiore a quella di nuove strette**, e che un periodo prolungato di rialzo dei tassi poggi su una prospettiva che ci sembra troppo ottimista.

Crediamo che un continuo indebolimento dei dati economici statunitensi possa indurre i funzionari della Fed a ridimensionare il loro ottimismo e i mercati a scontare un maggiore rischio di nuovi tagli dei tassi nei prossimi trimestri. Tuttavia, alla fine la crescita potrebbe ritrovare dinamismo non appena gli effetti ritardati dell'allentamento globale delle politiche monetarie e fiscali contribuiranno a farle ritrovare stabilità nel secondo semestre del 2020.

Al contrario, il **principale elemento che potrebbe imprimere slancio alla crescita economica**, oltre a un accordo commerciale completo ed esaustivo, è una **politica fiscale** più espansiva nelle principali economie.

Sebbene il nostro scenario di base preveda uno stimolo fiscale solo moderato nell'orizzonte ciclico, è possibile che un rallentamento della crescita e – in Europa e Giappone – rendimenti obbligazionari negativi e un "QE all'infinito" incentivino i governi a sostenere in modo più energico la crescita.

## Prospettive per l'obbligazionario statunitense

Riguardo alle implicazioni per gli investimenti della fase di debolezza dell'economia globale, rileviamo che i mercati mondiali dei tassi scontano già condizioni recessive, mentre in generale sembra che i mercati del credito societario e degli attivi rischiosi prezzino un maggiore ottimismo, in termini di prospettive macroeconomiche e/o di capacità delle banche centrali di continuare a tenere a bada la volatilità. In questa fase ciclica tardiva crediamo che abbia **ancora senso detenere un'allocazione core nelle obbligazioni statunitensi**, che offrono i **vantaggi di diversificazione** tanto necessari per sostenere le performance dei portafogli quando il ciclo invertirà la rotta. Inoltre, con tassi assoluti ai minimi storici le obbligazioni statunitensi sono una buona fonte di duration di qualità e offrono un **differenziale di rendimento positivo interessante** rispetto ad altre alternative globali.

Nell'argomentare a favore di una **gestione attiva** PIMCO trova una sponda in un contesto di incertezza dove il potenziale di rischio estremo si equivale nell'uno e nell'altro senso e la volatilità potrebbe aumentare con il passare del tempo. Pur mantenendo un generale sovrappeso sulla duration statunitense rispetto al resto del mondo, **monitoriamo attivamente possibili opportunità lungo la curva** per ottimizzare il nostro posizionamento. Alla luce dei vantaggi di roll-down e dei rendimenti confinati in un intervallo ristretto, attualmente prediligiamo il centro della curva, con un sottopeso sul tratto a lunga.

### **Tassi statunitensi**

Per quanto riguarda la duration, il livello dei rendimenti continua a sembrare troppo basso alla luce del nostro scenario di riferimento. Ciò detto, e a prescindere dal recente ritracciamento, in caso di aumento del rischio di recessione ravvisiamo una possibile continua ricerca globale di duration, probabilmente insensibile ai livelli di rendimento. I titoli di Stato americani sembrano essere ancora la migliore fonte di duration solida a copertura degli attivi rischiosi in portafoglio e offrono un margine di riduzione dei rendimenti maggiore rispetto alle curve dei rendimenti di altri mercati sviluppati:

### **Credito statunitense**

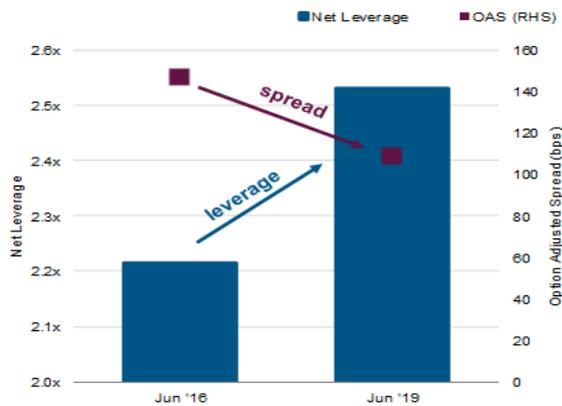
Confermiamo l'orientamento prudente sul rischio di credito societario in ragione sia delle valutazioni elevate in un momento di rischio di recessione superiore alla media sia dei nostri timori in merito alla struttura del mercato del credito. Monitoriamo con attenzione l'aumento delle emissioni di obbligazioni societarie e l'esposizione del settore degli investimenti al credito unitamente alla riduzione dei bilanci di negoziazione degli intermediari finanziari.

### GRAFICO 42

Credito societario - Evitare esposizioni generiche, concentrarsi sulla duration statunitense

#### Less compensation for more risk overall

- Non-financial corporate leverage has increased over the last three years, while spreads have tightened

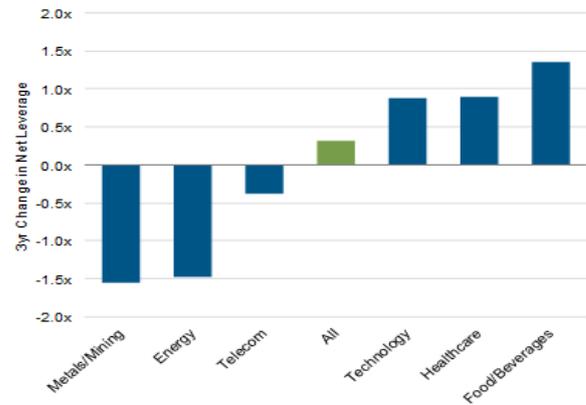


Dati al 30 settembre 2019

Fonte: PIMCO, JPM, Bloomberg Barclays.

#### But differentiation highlights opportunities

- Some companies are de-levering while factors like M&A have driven increased corporate leverage in others



Prediligiamo i titoli di società resilienti (a breve scadenza e a basso rischio d'insolvenza) e puntiamo a implementare le idee più convincenti formulate dal nostro team globale di gestori e analisti del credito. Ci asterremo tuttavia dall'assumere esposizioni al mercato generale delle obbligazioni societarie a valutazioni onerose. Restiamo convinti che i titoli strutturati, in particolare i titoli garantiti da ipoteca non-agency statunitensi e altri residential mortgage-backed securities (RMBS), offrano valutazioni relativamente interessanti e rappresentino una fonte più difensiva di rischio di credito, oltre che un settore poco affollato.

### MBS agency e TIPS statunitensi

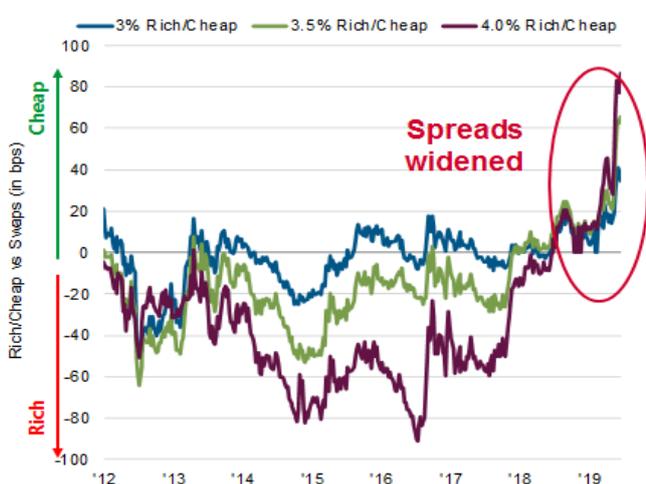
Crediamo che, dopo la deludente performance registrata ultimamente, i mortgage-backed securities di enti governativi (MBS agency) statunitensi offrano valutazioni e carry ragionevoli, e prevediamo di detenere un sovrappeso per tali titoli. A nostro avviso anche i TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities) statunitensi offrono valore, sempre in considerazione della recente sottoperformance, specialmente a fronte della nostra previsione di costante aumento dell'inflazione di fondo statunitense e di una Fed attualmente più preoccupata per i rischi di contrazione economica e di ribasso dei mercati che per il rischio di inflazione

### GRAFICO 43

MBS agency - Valutazioni interessanti e maggiore resilienza nelle fasi terminali del ciclo

#### Cheapest valuations in the past 10 years

##### Model Rich/Cheap vs. Swaps

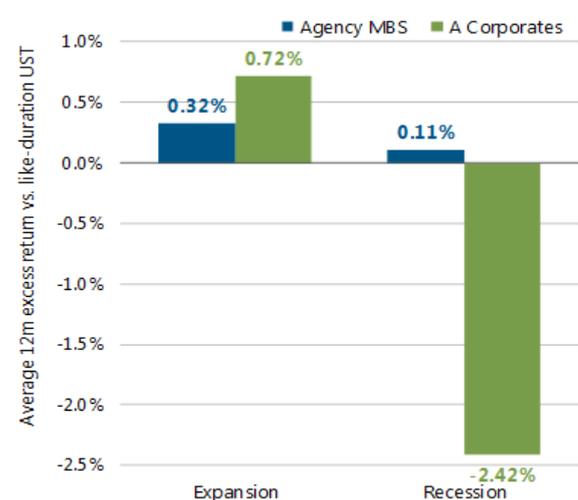


Dati al 30 settembre 2019

Fonte: PIMCO, Barclays.

#### Better resiliency in adverse environments

##### Performance in previous economic environments



# Obbligazionario Cinese

A cura di Eurizon SLJ Asset Management

## Overview 2020

*Il 2019 è stato un anno sfidante per la Cina, soprattutto a causa delle forti tensioni commerciali con gli USA, che hanno determinato la debolezza dello CNY. Tuttavia, i mercati obbligazionari in RMB hanno archiviato di nuovo un anno positivo, in EUR, dopo aver ottenuto una buona performance nel 2018. Lo scenario ci suggerisce, per il 2020, un ritorno nuovamente in positivo del rendimento complessivo del mercato, aspettandoci tuttavia in questa occasione che, sia lo CNY sia i bond sottostanti, contribuiscano positivamente.*

- I. La traiettoria a “L” dell’economia, che avevamo previsto già da fine 2017, ha effettivamente fornito una buona descrizione di come Pechino stia gestendo l’economia. A nostro avviso la Cina continuerà a evitare di introdurre misure di stimolo (sia monetario che fiscale) per buona parte del 2020. D’altro canto, siamo in attesa che le riforme finanziarie raggiungano un punto di svolta nel corso del 2020. Pertanto, la crescita economica dovrebbe stabilizzarsi a un livello inferiore al 6%, ma non troppo distante da tale soglia, con i rendimenti obbligazionari probabilmente in lieve calo.*
- II. I previsti afflussi di capitale sui mercati finanziari cinesi guideranno il corso dello CNY, sul quale abbiamo stime ottimistiche. A condizione che possano essere evitate forti sanzioni finanziarie da parte degli Stati Uniti, prevediamo ingenti afflussi di fondi istituzionali – pari a 300 miliardi di dollari o più – sui mercati obbligazionari e azionari della Cina nel 2020. Questo sosterrà lo CNY, poiché gli investitori globali approfitteranno quasi certamente della rara possibilità di partecipare alla fase iniziale della liberalizzazione dei mercati finanziari cinesi. Inoltre, i risultati prodotti dalle riforme a favore dell’economia reale (passaggio da settori industriali “sunset”, in declino, a settori “sunrise”, in crescita) dovrebbero contribuire a sostenere sia la produttività della Cina sia l’andamento dello CNY.*
- III. Lo scenario relativo all’euro è importante anche per i risparmiatori dell’Eurozona che investono sui mercati obbligazionari in RMB. A nostro parere, mentre le economie europee votate all’export si riequipaggiano e si sforzano di fare fronte agli elementi di disturbo alla filiera globale e ai cambiamenti tecnologici, la maggioranza dei paesi europei preferiranno poter contare su un euro debole. Il 2020 sarà inoltre probabilmente caratterizzato da una mancanza di “grandi temi” di carattere domestico (come lo furono per esempio le elezioni in Francia nel 2017). In assenza di particolari driver, non crediamo che l’EUR possa conoscere un forte rialzo nel 2020.*
- IV. Considerato quanto sopra, i rendimenti obbligazionari cinesi dovrebbero restare bassi e stabili nel 2020 e lo CNY dovrebbe apprezzarsi gradualmente, segnando una performance superiore a quella dell’EUR.*

## Un rapido sguardo al 2019

I bond in RMB rappresentano una categoria di attività che ha segnato performance eccezionalmente positive in periodi in cui altre attività hanno sofferto (2018), generando ritorni positivi anche in un anno in cui le attività di rischio hanno conseguito una forte crescita a livello globale (2019), nonostante la escalation delle tensioni commerciali tra gli Stati Uniti e la Cina.

Nel 2019 l’economia cinese ha effettivamente subito un graduale rallentamento, con un movimento simile a quello di una pallina da ping-pong che cade lentamente lungo una scalinata – una analogia che avevamo già utilizzato

l'anno scorso. Ci sono stati occasionalmente rimbalzi nei dati, ma la tendenza generale è stata verso il basso. Nel 4° trimestre 2019 il PIL cinese potrebbe registrare per la prima volta da quasi 30 anni un tasso di crescita trimestrale inferiore al 6,0%.

La crescita economica bassa e piuttosto piatta è dovuta principalmente a tre fattori.

In primo luogo, il tasso di crescita potenziale della Cina è calato, come riflesso del calo dei rendimenti di scala e del minore impatto sulla crescita complessiva del crescente ricorso alle grandi opere infrastrutturali.

In secondo luogo, a inizio 2018, la Cina ha dichiarato l'intenzione di abbandonare la politica perseguita negli anni successivi alla grande crisi finanziaria del 2008, affermando che sotto la guida di Liu He non si sarebbe più accordata alcuna preferenza a misure di stimolo Keynesiane, proattive e muscolari. Liu ha ritenuto insostenibile la strategia di perseguire una crescita economica alimentata dal debito e concentrata nel settore immobiliare.

Inoltre, ha abbracciato la convinzione che in assenza di un cambiamento fondamentale delle politiche economiche, la Cina sarebbe andata incontro allo stesso destino del Giappone nel 1990, quando le bolle createsi sui mercati immobiliari, degli investimenti e azionari scoppiarono dopo anni di crescita basata sul debito.

Queste scelte sono alla base del cambiamento degli obiettivi della politica economica, a vantaggio della qualità della crescita e non più del tasso di crescita complessivo.

Terzo, le riforme del settore finanziario, intraprese a inizio 2017, sono continuate a passo spedito, con una forte stretta sul fenomeno dello "shadow banking" e sull'indebitamento delle amministrazioni locali.

I tre fattori di cui sopra – una combinazione di "gravità" e di venti contrari autoimposti e dettati dalla politica – hanno contribuito alla regolare e definitiva decelerazione dei tassi di crescita della Cina nel 2018 e, a oggi, anche nel 2019.

Sul fronte esterno, la Cina si è trovata di fronte a sfide piuttosto difficili nel 2019, legate soprattutto alla sfera del commercio. Non ci dilungheremo troppo su questo aspetto molto dibattuto, se non per sottolineare che l'outsourcing globale (o la filiera globale) aveva già cominciato ad allontanarsi dalla Cina a metà degli anni 2010.

Questo è stato dovuto alla scelta della Cina di intraprendere una aggressiva campagna di "insourcing", alla crescita del costo del lavoro cinese che ha reso antieconomiche alcune produzioni di basso livello e alla nuova preferenza della Cina per attività ad alto contenuto tecnologico rispetto ad attività a basso valore aggiunto. Naturalmente, la escalation delle tensioni commerciali con gli USA ha accelerato l'esodo della produzione di bassa gamma dalla Cina, ma non ne è stato il fattore scatenante.

Comunque sia, la crescita delle tensioni commerciali non è certo stata di aiuto alla nazione più votata al commercio del mondo. Pertanto, il dollaro è salito contro lo CNY del 3,9% nei primi nove mesi del 2019.

Benché lo sfondamento di quota 7.00 da parte dell'USD/CNY sia stato uno shock psicologico, rileviamo che (1) da fine settembre il deprezzamento dello CNY contro il dollaro non è stato affatto estremo rispetto alla media globale: l'indice del dollaro USA è cresciuto del 3,3% e (2) è probabile che il cambio USD/CNY torni presto sotto la soglia a 7,00.

In ogni caso, la performance dei mercati obbligazionari in RMB nel 2019 è stata condizionata dal robusto sottostante, bilanciato in parte del deprezzamento dello CNY.

## **Tasso di crescita potenziale della Cina in continua decelerazione**

Al maturare di una economia, il suo reddito pro-capite tende a salire, a fronte di un calo del tasso di crescita. Si tratta di un fenomeno che abbiamo visto ripetersi con regolarità in tutto il mondo, con poche eccezioni tra cui Singapore e gli Emirati Arabi Uniti, che non sono riusciti in qualche modo a continuare a crescere a tassi elevati pur essendo già paesi ricchi.

Tuttavia, con il crescere della ricchezza è naturale attendersi un calo della crescita potenziale in Cina. La continua apertura di nuovi aeroporti, collegamenti ferroviari e autostradali produce meno valore aggiunto in termini di PIL, benché migliori le condizioni di vita della popolazione.

Inoltre, nel caso della Cina, possiamo dire che la traiettoria della produttività marginale del capitale è stata a “forma di dosso” negli ultimi decenni.

Quando i primi macchinari sono stati accoppiati con la vasta disponibilità di lavoro a basso costo, la produttività è cresciuta. La combinazione di un numero critico di macchinari e la forza lavoro cinese ha portato a un picco di produttività e crescita economica, dopodiché l'economia ha raggiunto il punto in cui hanno preso il sopravvento i rendimenti decrescenti. La Cina ha ora oltrepassato tale soglia.

Infine, anche le dinamiche demografiche hanno un peso. Nel 2015, la forza lavoro della Cina ha cominciato a contrarsi (come accadde in Giappone nel 1997, per esempio). Sono noti a tutti gli effetti che una forza lavoro in calo e l'invecchiamento della popolazione possono avere a livello di crescita economica potenziale, inflazione e tassi di interesse.

## **Le riforme finanziarie potrebbero raggiungere un primo obiettivo o un punto di flesso nel 2020**

L'anno prossimo saremo attenti a cogliere eventuali segnali che gli sforzi compiuti da Pechino a sostegno delle riforme possano aver portato all'ottenimento degli obiettivi individuati.

Lo “shadow banking” non è regolamentato e non esistono patrimoni di vigilanza per la copertura di situazioni estreme. Tuttavia, non si può neppure affermare che le dimensioni ottimali dello “shadow banking” siano zero. Per esempio, il fenomeno dello “shadow banking” ha attualmente un peso più grande negli Stati Uniti che in Cina.

L'interrogativo a cui ci troveremo di fronte nel 2020 è se, dopo quasi tre anni di de-risking e di riforme finanziarie, Pechino deciderà di sospendere alcune delle misure regolamentari alla luce dei buoni progressi conseguiti. Naturalmente, una certa tolleranza da parte dei regolatori tornerebbe a vantaggio della crescita economica.

## **Disputa commerciale USA-Cina in procinto di passare alla Fase 2**

A nostro avviso, la disputa commerciale tra gli Stati Uniti e la Cina conoscerà tre fasi principali.

La Fase 1 riguarda le tradizionali problematiche commerciali (per esempio restrizioni sull'export, dazi sulle importazioni, quote e licenze).

La Fase 2 verterà sulla tecnologia (tutela della proprietà intellettuale, sussidi).

La Fase 3 riguarderà invece gli aspetti più ideologici quali i diritti umani, le ideologie politiche e gli equilibri militari.

A oggi, nel 2019, le due più grandi potenze commerciali del mondo sono vicine a raggiungere un limitato accordo di Fase 1.

Nel 2020, tuttavia, le ragioni del contendere saranno più complesse e difficili da negoziare, a nostro parere. Questo non significa necessariamente che l'esito sarà negativo: molti dei migliori momenti della storia dello sport sono stati il risultato della rivalità tra atleti diversi. Pertanto, l'esito positivo o negativo della Fase 2 della disputa dipenderà dalla natura dello scenario di competizione tra i due paesi sul fronte della tecnologia.

## **Forti afflussi di capitali previsti verso la Cina, pari a 300 miliardi di dollari**

Il mercato obbligazionario in RMB vale oggi 13 trilioni di dollari, posizionandosi come secondo nel mondo per dimensioni, alle spalle di quello statunitense e sopravanzando il Giappone. Tuttavia, i bond cinesi hanno ancora un peso pari a zero in tutti gli indici obbligazionari internazionali tranne uno (Bloomberg-Barclays). Nel 2020, altri gestori di indici (tra cui JPM) cominceranno a includere il mercato cinese nei propri indici.

Riteniamo che questo consentirà agli investitori globali di cominciare ad allocare fondi in Cina, anche solo per adeguarsi ai nuovi benchmark. Abbiamo già trattato questo argomento in passato, ma il 2020 potrebbe rivelarsi un anno di forti afflussi di investimenti diretti ai mercati obbligazionari cinesi.

Una cifra attorno ai 300 miliardi di dollari potrebbe essere possibile, a patto che gli USA si astengano dall'imporre sanzioni finanziarie.

## **Lo CNY è una valuta strutturalmente forte**

Non condividiamo l'opinione dominante sul mercato secondo cui lo yuan è una valuta debole che dipende dal supporto della PBOC/SAFE per restare stabile, o che la Cina abbia ancora un approccio mercantilistico allo CNY, con la costante tentazione di svalutare la valuta. Al contrario, riteniamo che lo CNY verrà guidato dal conto capitale e non dalle partite correnti.

Da tempo argomentiamo che Pechino sta cercando di incoraggiare forti afflussi di investimenti esteri per bilanciare l'atteso deflusso dal settore privato cinese. Se è effettivamente questo l'obiettivo delle autorità di politica economica cinesi, una politica mercantilistica sullo CNY non sarebbe sostenibile. Anzi, è necessaria una politica diametralmente opposta (apprezzamento stabile e costante dello CNY).

Inoltre, siamo dell'avviso che la Cina stia implementando le giuste politiche economiche e finanziarie di lungo periodo per consentire al paese di intraprendere un percorso di crescita di elevata qualità. Da ciò dovrebbe conseguire una valuta forte.

Infine, nel contesto dell'accordo commerciale con gli USA, la Cina si è impegnata a cercare di prevenire la debolezza dello CNY.

## **Mercato obbligazionario RMB**

Il mercato obbligazionario RMB ha registrato una performance inferiore ad alcuni altri mercati obbligazionari quest'anno, ma ha sovraperformato la maggioranza dei mercati globali (sia obbligazionari che azionari) nel 2018.

Prevediamo per il mercato dei bond in RMB ritorni positivi anche nel 2020, con contributi positivi sia da parte del sottostante che da parte dello yuan.

Dal punto di vista degli investitori globali, il mercato obbligazionario cinese offre, come classe di attività, un profilo rischio-rendimento molto interessante, con rendimenti paragonabili a quelli dei paesi emergenti a fronte di una volatilità simile a quella dei mercati dei paesi sviluppati– soprattutto se paragonato ai rendimenti bassi o negativi dei bond europei. Questo mercato offre inoltre agli investitori globali benefici in termini di diversificazione, preziosi in un mondo in cui lo scenario macroeconomico e geopolitico si presenta molto incerto.

# Obbligazionario Mercati Emergenti

A cura di J.P.Morgan Asset Management

**J.P.Morgan**  
Asset Management

## Overview 2020

*Il nostro scenario di base prevede che l'economia globale eviti di poco la recessione e che prosegua la crescita, anche se a ritmi molto più lenti.*

*Il rallentamento dei Mercati Sviluppati offrirà alle Banche Centrali di alcuni Mercati Emergenti i margini necessari per ridurre i tassi di interesse. Prevediamo un forte impegno da parte loro per proteggere la crescita e per impedire che l'economia globale scivoli nella recessione. Allo stesso tempo, non riteniamo che i Mercati Emergenti possano sganciarsi del tutto dal rallentamento in atto nell'universo sviluppato.*

*Alla luce delle incertezze che aleggiano sugli sviluppi economici nel breve termine, prediligiamo il credito estero di alta qualità e la duration locale. Sebbene nel contesto attuale sia prevedibile una perdurante forza del Dollaro, alcune valute specifiche potrebbero presentare opportunità tattiche.*

*Continuiamo a preferire il credito di società con dinamiche positive e apprezziamo i tassi locali laddove ravvisiamo rendimenti interessanti e spazi per politiche più accomodanti.*

## Il premio di crescita dei mercati emergenti è destinato a salire

Nel 2020, in un contesto di crescente rischio economico, ci aspettiamo che la crescita dei Mercati Emergenti salirà dal 4,2% al 4,4%.

A nostro avviso, **le migliori prospettive di crescita in America Latina e in Europa dovrebbero compensare il costante rallentamento della Cina.** Se da un lato la guerra commerciale sta spingendo Pechino a rivedere le proprie priorità in termini di politiche, il rallentamento delle esportazioni sta determinando un aumento della capacità inutilizzata nell'economia cinese, creando tensioni nel sistema finanziario.

Dato che il mercato si attende un rallentamento sia negli Stati Uniti, sia tra i Paesi Sviluppati più in generale, il premio di crescita dei Mercati Emergenti dovrebbe aumentare (GRAFICO 44).

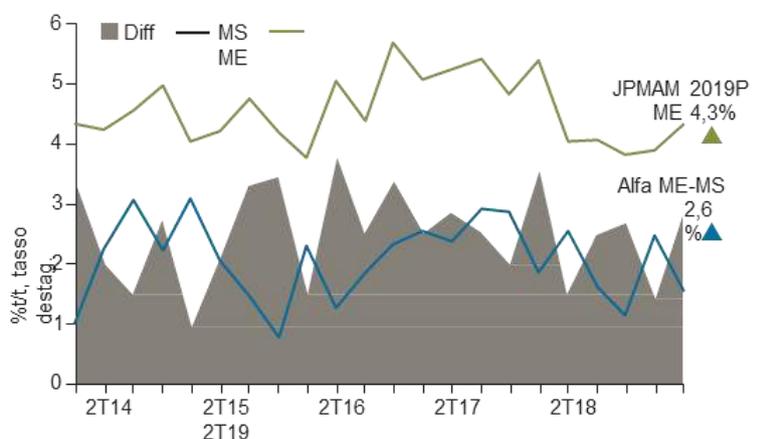
Riteniamo che difficilmente i Mercati Emergenti saranno in grado di sganciarsi completamente dal ciclo statunitense e che sia più probabile, invece, che eviteranno di poco la recessione, grazie alla presenza di tassi reali più elevati che offrono ad alcune Banche Centrali spazi sufficienti per tagliare rapidamente i tassi.

I Mercati Emergenti non costituiscono un insieme omogeneo, ma le Banche Centrali di questi Paesi in grado di adottare politiche più accomodanti potrebbero allontanare l'ago della bilancia dalla zona rossa.

I tassi reali più elevati offerti da alcuni Paesi Emergenti e la domanda moderata del Mondo Sviluppatto dovrebbero contenere le spinte inflazionistiche dell'universo emergente.

**Con il rallentamento della crescita dei Mercati Sviluppati, la differenza tra il PIL dei Mercati Emergenti e quello dei Mercati Sviluppati è di nuovo aumentata**

**GRAFICO 44**  
Crescita PIL reale, tasso trimestrale (%) (tasso ann. Destagionalizzato)



Fonte: J.P. Morgan Asset Management, J.P. Morgan, Bloomberg; dati aggiornati al 3 settembre 2019. Per l'Argentina, i dati relativi al secondo trimestre 2019 rappresentano una stima.

Escludendo il caso di un forte indebolimento delle valute, riteniamo che questo quadro inflazionistico relativamente benevolo continuerà a supportare la tesi del carry nelle valute locali dei Mercati Emergenti, che potrebbe addirittura migliorare qualora il Dollaro dovesse alla fine indebolirsi. Tuttavia, il nostro scenario di base continua a prevedere un Dollaro forte.

## L'escalation delle tensioni commerciali resta uno dei rischi principali

L'aumento delle tensioni commerciali tra Washington e Pechino sono il motivo alla base della forte correzione delle nostre aspettative, cioè una revisione al ribasso della crescita cinese dal 6,1% al 5,7%. A questo livello, il tasso di partecipazione della forza lavoro in Cina potrebbe iniziare a calare, rispecchiando forse un aumento della disoccupazione. Ci aspettiamo che le autorità cinesi reagiscano prestando maggiore attenzione agli sviluppi in corso, anche se temiamo che il sostegno in termini di politiche possa risultare inadeguato a compensare il rallentamento.

Non prevediamo che il governo di Pechino consentirà al Renminbi di fluttuare liberamente, ma potrebbe permettere alla moneta di scendere a quota 7,3 per Dollaro statunitense. A sua volta, l'efficacia di qualunque risposta politica potrebbe mettere alla prova la strategia della Cina al tavolo dei negoziati.

Riteniamo probabile un rallentamento dell'economia cinese nella prima parte del 2020, seguito da una ripresa nella parte finale dell'anno, quando si faranno sentire gli effetti delle politiche adottate.

Uno dei principali rischi di questa proiezione è l'allargamento della guerra commerciale, con il tentativo di coinvolgere altri Paesi, o blocchi, nel conflitto (ad esempio l'Unione Europea e il Giappone).

Siamo inoltre dell'avviso che le autorità cinesi continueranno a utilizzare gli stessi metodi, o metodi analoghi, per sostenere l'economia nel periodo, ricorrendo all'espansione della liquidità e al supporto del credito, puntando anche al consolidamento di alcuni dei segmenti più deboli del sistema bancario. Secondo noi, i rischi del sistema bancario cinese per il momento restano gestibili, poiché le banche più grandi dispongono di un eccesso di capitale sufficiente a coprire tensioni potenzialmente molto più forti.

Le aspettative che Cina e Stati Uniti possano finalmente accordarsi sul fronte commerciale sembrano eccessivamente rosee, considerato che alcune richieste di Washington sono ritenute irricevibili da Pechino.

Gli Stati Uniti, ad esempio, chiedono una maggiore apertura dell'economia cinese, mentre un altro dei principali nodi da sciogliere è il coinvolgimento dell'esercito nell'economia. Riteniamo che la risposta cinese consisterà in una prosecuzione del dialogo, poiché un innalzamento dei toni potrebbe causare maggiori problemi. Un primo risultato potrebbe essere un accordo provvisorio, ma non ci attendiamo una soluzione completa nel breve termine. Di conseguenza l'economia cinese, che è principalmente orientata alle esportazioni, si trova ora ad affrontare un prolungato rallentamento degli scambi commerciali con l'estero e questo, a sua volta, è fonte di problemi interni in termini di disoccupazione e possibili difficoltà per il sistema bancario.

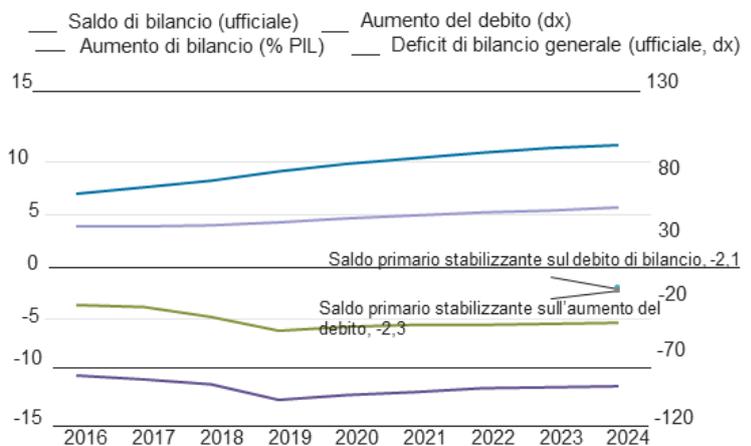
Il maggior ricorso della Cina alla leva finanziaria è un altro sintomo della guerra commerciale. L'aumento del debito pubblico ha raggiunto l'80% del PIL e sembra destinato a superare il 100% nei prossimi cinque anni (GRAFICO 45).

I rilevamenti del Fondo Monetario Internazionale (FMI) indicano che le riserve cinesi sono attualmente adeguate, nonostante il trend palesemente negativo.

**Il debito pubblico cinese è in crescita: ha già raggiunto l'80% del PIL e in base alle proiezioni è destinato a superare il 100% nei prossimi cinque anni**

**GRAFICO 45**

**Livelli di indebitamento e saldo di bilancio della Cina**



Fonte: Fiscal Monitor del Fondo Monetario Internazionale, aprile 2019.

Un simile andamento limita in una certa misura le politiche, in particolare con il progredire dei negoziati commerciali. Riteniamo che sul fronte valutario, il cambio Renminbi/ Dollaro statunitense si attesterà nella fascia compresa tra 7,05 e 7,30, anche se in caso di ulteriore peggioramento dell'economia potrebbe scendere a quota 7,70.

## **La crescita dei mercati emergenti dovrebbe mantenersi resiliente**

La diversità si conferma un aspetto fondamentale dei Mercati Emergenti. Mentre la guerra commerciale mette in difficoltà la Cina, numerosi Paesi Emergenti continuano a offrire agli investitori tassi reali relativamente più alti rispetto ai Paesi Sviluppati.

Il minore indebitamento pubblico e il buon andamento della crescita locale consente ancora alle Banche Centrali dei Mercati Emergenti di ricorrere a metodi tradizionali per gestire il rischio ciclico. Abbiamo rilevato un aumento dei Paesi che di recente hanno ridotto i tassi, un fattore che potrebbe conferire una certa resilienza alla crescita emergente.

Detto questo, non tutte le economie dei Paesi Emergenti stanno registrando un andamento positivo. Nei tre mesi successivi al nostro rapporto strategico sul debito dei Mercati Emergenti, l'elettorato argentino ha sferrato un duro colpo al presidente Macri durante le primarie di agosto, provocando un disordinato ribasso sui mercati che ha schiacciato il Peso e fatto precipitare il valore dei titoli di Stato argentini in valuta forte.

È vero, il Paese sta negoziando un possibile taglio del debito con il Fondo Monetario Internazionale, ma riteniamo che il futuro immediato ci riservi altre notizie negative.

Solo alcune settimane fa, l'Argentina era generalmente sovrappesata dagli investitori i quali ora temono invece che la debolezza del Peso possa compromettere ulteriormente la capacità del Paese di servire il debito. Data la natura idiosincratICA dei problemi dell'Argentina e considerando che nel benchmark del debito sovrano il peso di questo mercato è inferiore al 3%, siamo dell'avviso che la crisi attuale non presenti alcun rischio sistematico capace di scatenare un contagio su ampia scala in caso di insolvenza.

Se da un lato l'Argentina soffre guai idiosincratICI, dall'altro è possibile suddividere l'universo dei Mercati Emergenti in due categorie distinte: i Paesi con fondamentali in miglioramento (Brasile, Indonesia) e i Paesi con fondamentali in deterioramento (Messico, Sudafrica).

I nostri analisti hanno rivisto al rialzo le attese per diversi Paesi del nostro universo, tra cui India (+0,07 a 6,5%), Brasile (+0,05% a 2,0%) e Turchia (+0,13% a 1,2%).

A queste revisioni se ne sono aggiunte altre che compensano quelle al ribasso relative alla Cina, per un'aspettativa di crescita complessiva per il 2020 pari al 4,36%, in leggero miglioramento rispetto al 4,24% del 2019.

Rispetto ad altri nutriamo un maggiore, seppur contenuto, pessimismo sulla crescita per il 2019 e le nostre aspettative sono più prudenti di quelle del FMI.

## **La recessione globale sarà (forse) sfiorata**

Secondo il nostro scenario di base, l'economia globale dovrebbe evitare la recessione, ma riteniamo che le probabilità di una recessione a livello mondiale siano sufficientemente alte da costituire l'elemento preponderante del nostro scenario ribassista.

Crediamo che le probabilità fra i due possibili esiti si stiano avvicinando al punto di equivalenza, anche se una leggera recessione statunitense difficilmente ne scatenerà una a livello globale.

La chiusura del gap lascia l'economia più in generale esposta a sorprese o shock negativi.

Di conseguenza, monitoriamo attentamente eventuali segnali di stress all'interno del sistema finanziario statunitense.

Secondo le nostre previsioni, nonché altre previsioni sui fondamentali, nel primo trimestre la crescita globale scenderà a livelli prossimi a una recessione, diventando uno dei principali argomenti all'attenzione degli investitori.

Durante la nostra riunione strategica trimestrale, abbiamo esaminato l'impatto di un rallentamento statunitense sui diversi Mercati Emergenti da noi coperti.

Non riteniamo che l'universo emergente possa sganciarsi del tutto da una frenata degli Stati Uniti, ma crediamo che l'impatto sui diversi Paesi sarà differente (GRAFICO 46).

In che misura una eventuale recessione negli Stati Uniti inciderà su questo o quel Paese Emergente varia in base alla portata dell'evento, al grado di apertura del Paese interessato e ai livelli di correlazione reciproca.

Il grado di dipendenza dal finanziamento estero costituisce un elemento importante dell'equazione sulla sensibilità. I Paesi più dipendenti da questo tipo di finanziamento, infatti, presenteranno una maggiore sensibilità al costo del capitale.

Nell'eventualità di una recessione, riteniamo che la crescita dei Mercati Emergenti sarà circa 120 punti base in meno rispetto a quella del nostro scenario principale, con ripercussioni diverse sui vari Paesi.

La diversità da sempre costituisce uno dei principali punti di forza dei Mercati Emergenti in quanto classe di attivo. In questo caso si manifesta nella diversa distribuzione delle possibili conseguenze. Il Brasile e i Paesi dell'Europa orientale, ad esempio, sembrano più resilienti rispetto al Messico e alla Turchia.

La vulnerabilità agli sviluppi delle condizioni macro potrebbe influenzare le autorità e, di conseguenza, la loro credibilità agli occhi del mercato.

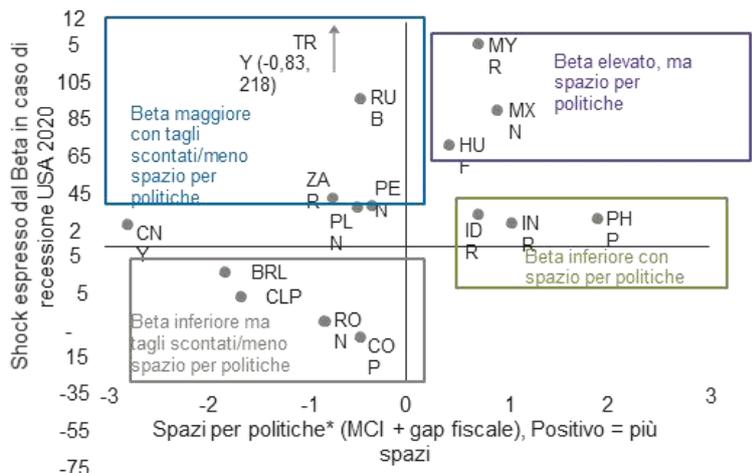
## Nel 2020 ci aspettiamo una performance del 6-8%

Ipotizzando che si realizzi il nostro scenario di base a bassa crescita, ci aspettiamo una performance del 6-8% dagli attivi dei Mercati Emergenti per il 2020.

Nell'eventualità di una leggera recessione globale, i risultati potrebbero calare all'1-4%. Tale previsione si basa sul fatto che negli Stati Uniti le condizioni di stress finanziario sono relativamente ridotte (GRAFICO 47 e GRAFICO 48).

**“I Mercati Emergenti non possono sganciarsi del tutto da una recessione negli Stati Uniti, tuttavia alcuni presentano una sensibilità relativamente ridotta mentre parecchi altri hanno margini sufficienti per una risposta sul fronte delle politiche”**

**GRAFICO 46**  
Sensibilità a una recessione negli Stati Uniti e spazi per politiche

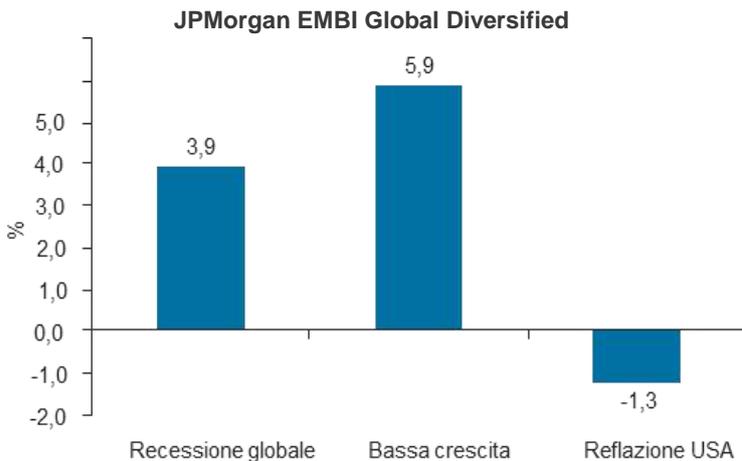


Fonte: J.P. Morgan Asset Management, Bloomberg, Fondo Monetario Internazionale.

\*MCI è la somma ponderata delle variazioni dei tassi di interesse reali e del tasso di cambio reale effettivo (REER) di ciascun Paese. TRY = Lira turca, RUB = Rublo russo, ZAR = Rand sudafricano, PEN = Sol peruviano, PLN = Zloty polacco, CNY = Renminbi cinese, BRL = Real brasiliano, CLP = Peso cileno, RON = Leu romeno, COP = Peso colombiano, MYR = Ringgit malese, MXN = Peso messicano, HUF = Fiorino ungherese, IDR = Rupia indonesiana, INR = Rupia indiana, PHP = Peso filippino.

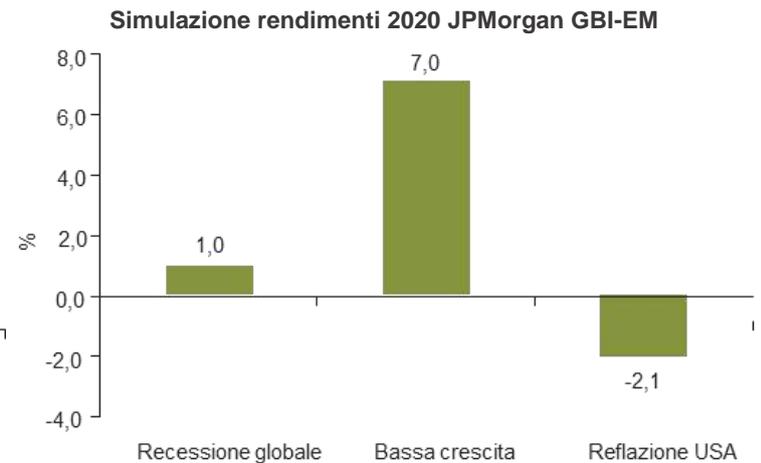
La bassa crescita resta lo scenario migliore per la performance mentre la reflazione negli Stati Uniti quello più difficile

GRAFICO 47



Fonte: J.P. Morgan Asset Management. GBI-EM = indice obbligazionario dei Mercati Emergenti.  
Le previsioni non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri.

GRAFICO 48



Fonte: J.P. Morgan Asset Management. GBI-EM = indice obbligazionario dei Mercati Emergenti.  
Le previsioni non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri.

In base al nostro scenario di base di crescita ridotta per il 2020, ci aspettiamo una crescita del PIL pari al 4,3% per l'universo emergente, vale a dire un premio di crescita di 2,7 punti percentuali rispetto al tasso di crescita previsto per i Mercati Sviluppato.

Nel caso di una recessione globale, riteniamo che la crescita dei Mercati Emergenti scenderà al 3,2%, cioè un premio di crescita del 2,5% rispetto al mondo sviluppato.

Se negli Stati Uniti si verificasse una reflazione, la crescita dei Paesi Emergenti potrebbe arrivare al 3,9%, ma il premio di crescita scenderebbe (TABELLA 3).

Nonostante la guerra commerciale, l'Asia continua a registrare il tasso di crescita più elevato, mentre America Latina ed Europa orientale denotano una maggiore sensibilità alle tendenze economiche globali.

**Nel secondo semestre 2020, la crescita nei Mercati Emergenti dovrebbe riprendere, nonostante il rallentamento della Cina**

TABELLA 3

Scenari di simulazione economica per il 2020

In %	Base 2019	Recess. globale	Bassa crescita	Reflazione USA	Ponder. prob.
Crescita PIL reale ME	4,1	3,2	4,3	3,9	3,8
Alfa crescita ME-MS	2,5	2,5	2,7	1,9	2,6

Fonte: J.P. Morgan Asset Management. ME = Mercati Emergenti.  
TWREER = tasso di cambio reale effettivo ponderato per l'interscambio.

## Il debito dei mercati emergenti dovrebbe continuare a ricevere un buon supporto

L'offerta limitata dovrebbe contribuire alla tesi d'investimento a favore del debito dei Mercati Emergenti.

I rendimenti reali e un programma di emissioni gestibile ci sembrano creare una combinazione favorevole. Le modeste emissioni previste per il 2020 e oltre, dovrebbero supportare la classe di attivo.

Fra i titoli di Stato, ci aspettiamo che le nuove emissioni rimangano invariate nel corso dell'anno.

Per chi investe nel debito governativo, prevediamo che la maggior parte delle nuove emissioni provverrà dall'Africa e dai Paesi del Consiglio di cooperazione del Golfo.

Per il segmento delle obbligazioni societarie le previsioni sono simili.

La quantità di nuove emissioni attese nel periodo è modesta anche se, escludendo l'Asia, prevediamo che l'indebitamento societario calerà di USD 29 miliardi per l'effetto combinato di ammortamenti, offerte e cedole (GRAFICO 49).

La domanda rimane robusta.

Dalla crisi finanziaria globale, la fame di reddito del mercato ha fornito supporto al debito dei Mercati Emergenti.

Siamo ora entrati in una nuova fase.

L'interesse del mercato verso fonti alternative di reddito varia in funzione delle opportunità che trova nei Paesi Sviluppati.

La caccia al rendimento può spingere gli investitori verso il reddito relativamente elevato ancora offerto dai Mercati Emergenti, a tutto vantaggio della classe di attivo.

Nel segmento dei Mercati Emergenti, gli investitori si sono mossi in chiave maggiormente tattica. La compressione degli spread tra gli attivi in valuta forte dei Paesi Emergenti ha indotto alcuni investitori a non allontanarsi troppo nella ricerca di opportunità e ad assumere un orientamento più positivo nei tassi e nelle valute locali. In entrambi i casi, gli investitori restano ottimisti.

## Titoli di stato in valuta forte: valutazioni più care, ma non mancano le opportunità

Tra le principali classi di attivo del segmento dei Mercati Emergenti, quella dei titoli di Stato in valuta forte ha ricevuto gli afflussi più consistenti negli ultimi trimestri e si conferma la destinazione preferita dagli investitori globali che desiderano esporsi al debito di questi Paesi. Per questo motivo, il mercato ha ricevuto un ampio supporto da un numero crescente di sostenitori.

Le poche emissioni in programma non facilitano certo la ricerca di opportunità da parte dei gestori.

A nostro avviso, i titoli di Stato dei Paesi Emergenti in valuta forte offrono opportunità a chi, come noi, preferisce non rincorrere dinamiche eccessivamente favorevoli.

La nostra preferenza generale va agli emittenti Investment Grade e ad alcuni emittenti BB selezionati. Scorgiamo opportunità in due ambiti strategici.

Il primo è costituito da Paesi che ci consentono di sfruttare l'appiattimento della curva dei rendimenti mentre il secondo sono opportunità selezionate con rating BB nel segmento a lungo termine della curva.

Per quanto riguarda l'appiattimento della curva, l'opportunità riguarda la possibilità di sfruttare la sensibilità all'economia statunitense e al mercato dei Treasury statunitensi.

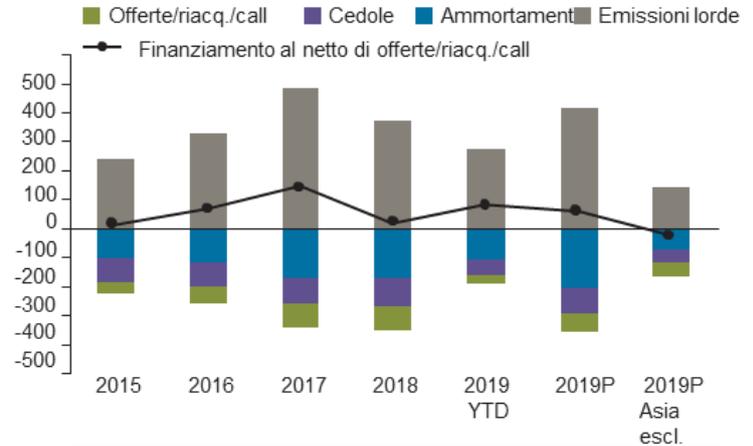
Poiché la compressione dello spread dei titoli decennali con rating B è a livelli quasi record, intendiamo sfruttare la fase favorevole dell'economia attraverso obbligazioni a più lunga scadenza e con prezzi più bassi.

A parte Paesi come l'Argentina, i fondamentali dei titoli di Stato si confermano robusti e attirano afflussi finalizzati a un'ottimizzazione dei rendimenti. Pertanto, il segmento Investment Grade del mercato che offre reddito e una maggiore duration potrebbe nascondere opportunità tattiche.

Comprensibilmente, agli occhi degli investitori, i 175 punti base in più rispetto ai Treasury non costituiscono un valore eccessivo.

*"I Mercati Emergenti non possono sganciarsi del tutto da una recessione negli Stati Uniti, tuttavia alcuni presentano una sensibilità relativamente ridotta mentre parecchi altri hanno margini sufficienti per una risposta sul fronte delle politiche"*

**GRAFICO 49**  
Finanziamento societario netto (Asia esclusa)



Fonte: J.P. Morgan Asset Management, Deutsche Bank, Barclays.

Tuttavia, notiamo che i rendimenti prospettici a tre mesi del benchmark con un punto d'ingresso (spread) di 175 punti base possono generare una performance positiva, in particolare se i Treasury forniscono una direzione e i fondamentali dell'High Yield iniziano ad avere problemi.

La tendenza è già osservabile nel mercato dove gli investitori sono restii a esporsi ulteriormente a titoli con rating B e ricercano valore in emittenti con rating A o superiore.

## **Obbligazioni societarie dei mercati emergenti: in balia del contesto macro?**

Se inquadrriamo le nostre aspettative sulle obbligazioni societarie dei Mercati Emergenti in un contesto macro in peggioramento osserviamo che alcuni emittenti industriali stanno entrando nella fase di consolidamento del ciclo. La conseguenza è un graduale aumento dell'indebitamento netto.

Gli emittenti dei Paesi Emergenti continuano a dimostrare di saper gestire il capitale in modo rigoroso, avendone già limitato l'espansione davanti all'appiattimento della crescita dei margini.

Nel complesso, la crescita degli utili probabilmente rallenterà, anche se ciò sarà dovuto soprattutto a una manciata di emittenti di maggiori dimensioni. Il ricorso alla leva non ha raggiunto proporzioni pericolose.

Il segmento delle obbligazioni societarie dei Mercati Emergenti non è omogeneo.

In Asia si sta delineando all'orizzonte un picco delle scadenze: il debito in scadenza quest'anno è pari a USD 79 miliardi che diventeranno USD 102 miliardi nel 2020 e USD 125 miliardi nel 2021. Moody's stima che il 39% delle società asiatiche necessitano di un accesso al mercato, dove 92 emittenti High Yield su 102 sono cinesi.

Se la guerra commerciale dovesse limitare l'accesso delle società cinesi al mercato, questa bolla delle scadenze potrebbe costituire un problema, sia per gli emittenti che per gli investitori, poiché rischierebbe di spingere il tasso di insolvenza al 2,3% e, nel caso del tasso di insolvenza implicito nel mercato, a livelli ancora più alti.

Osservando le valutazioni, gli investitori si pongono un interrogativo cruciale e cioè se l'attuale premio dell'High Yield sull'Investment Grade costituisca una trappola.

Riteniamo che l'aumento degli spread oltre la media a un anno stia rendendo il mercato più attento al rischio di un'evoluzione negativa, attribuibile agli sviluppi macro e alla guerra commerciale. Di conseguenza, le valutazioni potrebbero attirare gli investitori a caccia di rendimento e gli eventuali afflussi potrebbero determinare un rischio di rialzo.

Desideriamo orientare le nostre posizioni verso obbligazioni Investment Grade a più lunga scadenza, prediligendo settori più difensivi. Lo sconto del rischio di insolvenza potrebbe creare opportunità.

Per quanto riguarda il rischio macro, non tutti i crediti risulteranno insolventi. Pertanto, un ribasso potrebbe mettere in luce notevole valore.

## **Valute locali: le valute emergenti rispecchiano un trade azzeccato sulla duration?**

In termini di valute locali, le opportunità tattiche non sono sempre in linea con le convinzioni strategiche.

In questo momento il mercato offre alcune opportunità tattiche, ma tutto sommato preferiamo mantenere il nostro orientamento difensivo nelle posizioni dove abbiamo una posizione di duration lunga.

Prevediamo una rotazione in favore di alcune opportunità selezionate, ma in vista del rafforzamento del Dollaro non desideriamo assumere una posizione diretta lunga nelle valute locali. Detto questo, contiamo comunque di sfruttare il beta delle valute locali dove, a nostro avviso, saremo adeguatamente ricompensati per il rischio.

Dato che i fattori di supporto per il Dollaro statunitense sembrano destinati a perdurare, intendiamo concentrarci sulla differenziazione tra tassi locali, poiché contiamo di esporci a Paesi che offrono opportunità in termini di fondamentali e politiche.

Riteniamo che i paesi con tassi stabili, politiche credibili e spazio per proteggere la crescita attraverso l'implementazione di politiche specifiche offriranno il rapporto rischio/rendimento più appetibile.

La maggior parte dei Mercati Emergenti ha margini sufficienti per tagliare i tassi, ma quelli posizionati meglio sono Brasile, Russia e Messico.

Il rischio di questo posizionamento è rappresentato dalla debolezza della valuta che può complicare le opzioni a disposizione della rispettiva Banca Centrale.

La reazione di una valuta a una recessione varia in funzione della vulnerabilità e della sensibilità alle esportazioni. Le valute di numerosi Mercati Emergenti hanno dato prova di costante resilienza, ma molte stanno raggiungendo un livello in cui risultano esposte al rischio delle politiche.

Il Real brasiliano e il Peso cileno si stanno avvicinando a questi livelli, seguiti a breve distanza da altre valute.

Le opportunità valutarie presenti a livello locale variano in funzione delle notizie negative scontate nel prezzo. Per una conferma continuiamo a fare riferimento ai prezzi delle materie prime.

Da quando la Federal Reserve ha assunto un orientamento più accomodante, abbiamo osservato un aumento della correlazione tra la performance delle valute locali e del rame.

Ciò indica la possibilità che in un futuro non distante potrebbe presentarsi un'interessante opportunità growth.

## Financial Credit Bond

A cura di Algebris Investments



Nel 2019, gli ibridi finanziari hanno avuto un'ottima performance, grazie al contesto tecnico favorevole e alla solidità dei fondamentali.

Nella prima metà dell'anno, abbiamo assistito a una generale ripresa degli attivi di rischio, all'indomani delle dislocazioni di mercato subite nel 2018.

Il recupero è proseguito durante l'estate, in risposta all'impegno delle banche centrali per ulteriori misure accomodanti di politica monetaria.

Il trimestre in corso è stato positivo sinora, con il rialzo nei tassi più che compensato dal restringimento degli spread.

Gli spread per gli AT1 europei si sono contratti di circa il 35% rispetto ai massimi di dicembre 2018 e si collocano al momento a 402pb. Nonostante la forte ripresa da inizio anno, la tesi d'investimento per gli AT1 europei resta decisamente valida. Gli spread sono circa il 70% più ampi rispetto ai minimi storici di febbraio 2018 e i rendimenti ancora attraenti, in uno scenario di mercato dove il ~ 30% degli attivi di reddito fisso globali ha rendimenti negativi e il 90% offre rendimenti inferiori al 3%. A nostro avviso, si tratta della classe di attivo con il profilo di rischio/rendimento più interessante nello spazio degli ibridi finanziari e rispetto agli altri mercati del credito.

**GRAFICO 50**  
Media Spread AT1 Europei (pb)



Fonte: Bloomberg, Algebris (UK) Limited. Dati al 11.11.2019

I fondamentali delle banche europee restano solidi e in continuo miglioramento.

Il capitale – come espresso dai coefficienti CET1 - è triplicato rispetto ai livelli pre-crisi, salendo oltre al 14%, grazie all'effetto combinato di riserve di capitale più ampie in termini assoluti e di bilanci più piccoli e più leggeri.

La leva finanziaria è scesa di ~30%, poiché le banche si sono concentrate sulla riduzione del rischio e sul raffinamento dei propri standard per la concessione dei prestiti, così come su un'allocazione più attenta delle risorse di capitale ad aree più produttive.

Gli NPL continuano a diminuire: il rapporto rispetto ai finanziamenti lordi è sceso al 3% – il dato più basso raggiunto dalla prima pubblicazione delle statistiche di supervisione bancaria nel secondo trimestre del 2015, nonché di molto inferiore al picco di 6.5% toccato a dicembre 2014.

Infine, i modelli delle agenzie di rating cominciano a tener conto dei miglioramenti sostanziali nei fondamentali delle banche, comportando una prima ondata di aggiornamento dei rating al rialzo. Ci aspettiamo che questa tendenza continui nel 2020, e specialmente che un'ampia porzione di AT1 ottenga rating investment grade.

Sono migliorati anche gli utili: in media, negli ultimi tre anni gli RoTE sono triplicati, giacché le banche hanno lavorato per adattare i propri modelli di business all'attuale panorama di tassi d'interesse negativi prolungati.

**GRAFICO 51**  
**Banche Europee – Capitale Adeguato e Qualità dell'Attivo**



Prevediamo che gli AT1 continuino a trarre beneficio da un contesto tecnico favorevole. Per anni, le banche europee sono state di fatto costrette ad emettere AT1, con lo scopo di soddisfare requisiti patrimoniali più elevati. Ne sono risultate emissioni nel primario con cedole e reset spread attraenti, e pertanto con rischio di estensione trascurabile. Inoltre, le nuove regole sui requisiti patrimoniali bancari (CRR2 / CRD5) implicano una squalifica del ~25% degli AT1 in circolazione nei prossimi sei anni, rimuovendo così ulteriormente il rischio di estensione.

**TABELLA 4**  
**Banche Europee – Emissioni AT1s di Qualità**

Anno di Emissione	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Coupon Medio</b>	6.8%	6.7%	7.6%	6.0%	6.2%	6.5%
<b>Reset Medio (pb)</b>	494	536	667	527	436	527

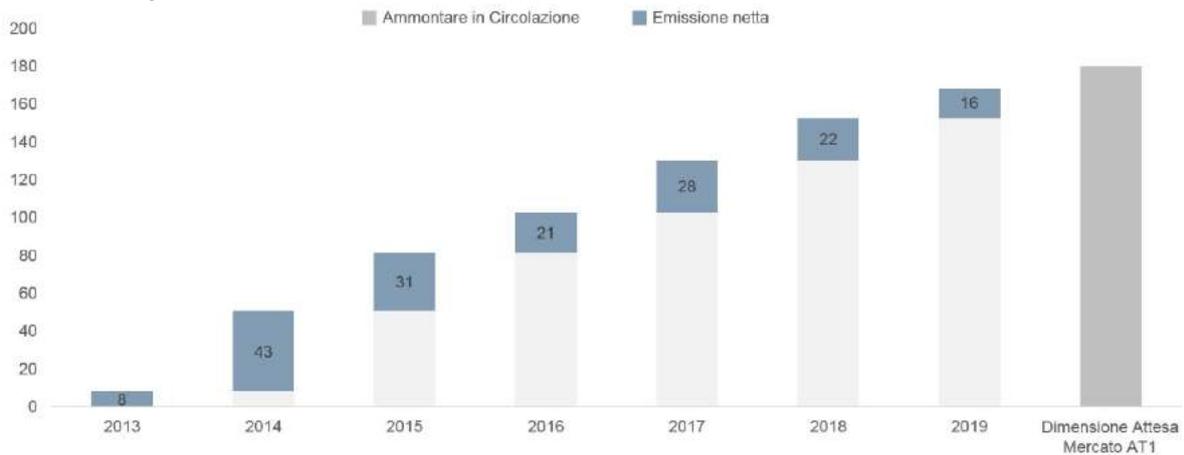
Fonte: Bloomberg, Algebris (UK) Limited. Dati al 30.08.2019

Il divario tra domanda e offerta va pian piano colmandosi.

Le ultime emissioni hanno portato il numero complessivo di AT1 in circolazione a €175mld, soltanto ~€5/10mld sotto il requisito stimato per le principali banche europee con accesso al mercato. Pertanto, l'offerta netta futura sarà limitata, con la maggior parte delle prossime emissioni atte al prefinanziamento di rimborsi imminenti.

Guardando al futuro, riteniamo che l'esaurirsi della nuova offerta contribuirà alla compressione degli spread, analogamente a quanto già avvenuto nel mercato dei preferred statunitensi.

Intanto, gli AT1 attualmente in circolazione pagheranno ~€15m in cedole aggregate nei prossimi 12 mesi. I fondamentali del credito rimangono solidi: una maggiore patrimonializzazione si è tradotta in riserve più ampie per i pagamenti delle cedole, diminuendo al tempo stesso il rischio di trigger.

**GRAFICO 52**
**Banche Europee – Emissioni AT1**


Fonte: Bloomberg, Algebris (UK) Limited. Dati al 31.10.2019

La liquidità del mercato si conferma buona sia in termini assoluti che in paragone agli altri mercati del credito, sostenuta da una base di investitori sempre più diversificata e orientata a lungo termine.

Il contesto normativo vigente continua a giovare al credito finanziario.

Per controbilanciare il taglio dei tassi di 10pb di settembre, la BCE è intervenuta con un pacchetto di misure, che includono tiering dei depositi e condizioni più blande per il prossimo round di TLTRO, al fine di sollevare la pressione sui margini netti da interesse.

La profittabilità delle banche resta al cuore delle priorità normative e cresce l'enfasi rispetto alla sostenibilità e alla viabilità dei modelli di business. A tal proposito, il nuovo Responsabile della Vigilanza alla BCE, Andrea Enria, ha dichiarato di recente che le banche sono divenute più resilienti e le aspettative normative si stanno stabilizzando, così rafforzando la nostra opinione che i requisiti patrimoniali non aumenteranno oltre in futuro. Inoltre, l'impatto di Basilea IV dovrebbe risultare meno oneroso del previsto in termini di attivi ponderati per il rischio (RWA), nota positiva sia sotto il profilo dei fondamentali (capitale più elevato), che sotto quello tecnico (nuova offerta netta inferiore).

Nel 2020, le iniziative delle banche centrali rimarranno al centro dell'attenzione, specialmente dopo il cambio ai vertici della BCE.

Nell'Eurozona, ci si aspetta che i tassi restino ai livelli correnti almeno fino al 2021 e che non ritornino positivi sino al 2025.

Tutte le principali banche centrali hanno assunto posizioni decisamente accomodanti (sia la BCE che la Fed hanno riavviato i programmi di quantitative easing) e abbassato i tassi.

Questa nuova iniezione di liquidità, atta ad agevolare le condizioni di finanziamento e a sostenere le valutazioni degli attivi, dovrebbe estendere il ciclo ulteriormente.

Le obbligazioni bancarie sono state escluse dai programmi di QE globali, lasciando gli spread incontaminati dalle azioni dirette delle banche centrali. Questo, unito al riconoscimento degli sforzi compiuti, al rialzo dei rating e a uno scenario tecnico favorevole, porterà a un'ulteriore compressione degli spread d'ora in avanti, mentre gli investitori continuano a sforzarsi nell'incessante ricerca di rendimento, muovendosi nel deserto di rendimenti che il QE ha generato.

# Obbligazionario Convertibile Globale

A cura di MAN GLG



## Uno sguardo al 2019

Le obbligazioni convertibili globali hanno registrato risultati solidi nel 2019 poiché le incertezze commerciali e i timori di recessione sono stati accantonati dalle politiche monetarie accomodanti delle banche centrali.

Su base regionale, le convertibili americane hanno avuto, non sorprendentemente, la performance migliore, data la forza del mercato azionario sottostante. Il delta azionario medio (ovvero la sensibilità del prezzo di un'obbligazione convertibile alle variazioni del prezzo azionario sottostante) di questi titoli è aumentato, poiché l'opzione call incorporata è entrata più *in the money*. Le convertibili americane hanno quindi partecipato in proporzione maggiore al rialzo del mercato azionario di riferimento. All'altra estremità dello spettro, le convertibili giapponesi hanno fortemente sottoperformato il rispettivo mercato azionario poiché per la maggior parte hanno profili altamente difensivi con basso delta.

Esaminando le valutazioni, dopo aver trascorso gran parte del 2018 in territorio "ricco", le convertibili europee sono diventate più *cheap* verso fine anno e sono rimaste appena al di sotto del *fair value* per gran parte del 2019. Anche le valutazioni americane hanno registrato una tendenza al ribasso rispetto al *fair value* nel corso del 2019 e, assieme alle convertibili asiatiche, rimangono oggi la regione più *cheap* rispetto al *fair value*. Le valutazioni giapponesi sono aumentate costantemente quest'anno e attualmente si collocano leggermente al di sopra del *fair value*.

In termini di dimensioni del mercato, questo rimane dominato dagli Stati Uniti e, in misura minore, dall'Europa. Il mercato giapponese, una volta la regione più importante per i convertibili, ha continuato a ridursi costantemente; l'universo dei titoli con rischio bilanciato ha a sua volta subito un declino, poiché gli investitori cercano tutti di mantenere esposizione a un sottoinsieme di emittenti (aumentando le valutazioni, come discusso sopra). Pur non avendo raggiunto livelli estremi come in Giappone, l'universo dei titoli bilanciati in Asia è a sua volta abbastanza ridotto: al momento un gran numero di convertibili segue il comportamento della parte obbligazionaria. Contrariamente a quelli giapponesi, tuttavia, i convertibili asiatici hanno ancora un ragionevole grado di sensibilità azionaria e offrono rendimenti più interessanti.

**Il mercato primario delle obbligazioni convertibili è stato estremamente attivo nel 2019**, aiutato da livelli molto elevati di emissioni in agosto e settembre, tradizionalmente mesi abbastanza tranquilli per le nuove emissioni. L'emissione del 2019 è sulla buona strada per superare gli 80 miliardi di dollari - poco meno degli 84 miliardi stampati nel 2018, che ha rappresentato il record dal 2014. Negli Stati Uniti, le nuove emissioni del 2019 hanno già superato i massimi del 2018 con 51 miliardi di dollari, sebbene manchi oltre un mese alla fine dell'anno. Nonostante i tassi in calo siano in genere un ostacolo per le emissioni convertibili - poiché le società ritengono che il debito puro sia relativamente più interessante - l'emissione è stata sostenuta dalle imprese che hanno capitalizzato il calo dei tassi subito dopo l'estate e il successivo rialzo delle attività a rischio.

## Outlook di mercato per il 2020

Come ampiamente documentato, **la guerra commerciale USA-Cina** è stata uno dei principali motori dei mercati nel 2019 e **rimane una preoccupazione fondamentale per gli investitori per il 2020**.

Con l'avvicinarsi delle elezioni americane che si terranno alla fine del 2020, **Trump potrebbe cercare di calmare i toni** per ottenere più voti, con impatto positivo sulle attività a rischio. In combinazione con il progressivo allentamento monetario e politiche fiscali favorevoli, **è probabile che in questo scenario i mercati prezeranno un rischio di recessione più basso e quindi continueranno a muoversi al rialzo durante l'anno**.

**Al contrario, tuttavia, se Trump dovesse tornare alle sue tattiche di massima pressione, riaccendendo inevitabilmente la guerra commerciale, i timori di recessione aumenteranno e i mercati saranno sotto pressione.**

Le recenti inversioni della curva dei rendimenti suggeriscono che **alcuni partecipanti al mercato stanno già prezzando una recessione nel breve termine.**

In **Europa**, il presidente entrante della BCE deve affrontare una dura sfida poiché le aspettative di inflazione regionali rimangono al di sotto del livello obiettivo e il presidente uscente Draghi ha già annunciato un ampio pacchetto di stimoli a settembre.

Negli **Stati Uniti**, a meno che non si osservi un significativo deterioramento dei dati economici, è improbabile che si verifichi un quarto taglio dei tassi prima della fine del 2019. Nell'ultima riunione, il presidente della Fed Powell ha fortemente suggerito che il taglio più recente è stato l'ultimo di tre "tagli preventivi". Tuttavia, con i dati macro che difficilmente miglioreranno nel breve termine, è possibile che si verifichi un ulteriore taglio dei tassi nel primo trimestre del 2020.

Tenendo conto di quanto sopra, **entriamo nel 2020 in una nuvola di incertezza sui mercati.**

Vi sono buone ragioni per ritenere che il mercato rialzista più lungo della storia abbia ancora margini per un rialzo, ma allo stesso modo ci sono molti elementi critici che hanno il potenziale per gettare l'economia globale nella recessione, con conseguenze gravi per le attività a rischio.

Gli ultimi risultati della BAML Fund Manager Survey suggeriscono che gli investitori rimangono divisi su se e come terminerà la controversia USA -Cina: il 45% ha dichiarato che sarà risolta prima delle elezioni del 2020, il 40% ha dichiarato che non sarà mai risolta e il restante 15% pensa che passeranno almeno 2 anni prima di una soluzione finale.

## **Outlook per le convertibili 2020**

### ***Un'asset class che trae beneficio dall'incertezza e dall'aumento della volatilità***

**L'opportunità di investimento per le obbligazioni convertibili nel 2020 è estremamente favorevole.**

Infatti **queste combinano le caratteristiche sia dei titoli azionari sia dei titoli a reddito fisso, offrendo agli investitori una fantastica opportunità di mantenere un'esposizione ai rialzi azionari, gestendo al contempo i rischi di ribassi.** In particolare, a causa della loro convessità, le convertibili hanno storicamente partecipato maggiormente ai movimenti al rialzo delle azioni rispetto a quelli al ribasso, una caratteristica estremamente attraente nel contesto attuale di fine ciclo.

Inoltre, poiché il mercato è in generale in costante rialzo, i livelli complessivi di volatilità sono attualmente relativamente bassi, il che significa che l'opzione call incorporata di un'obbligazione convertibile ha un prezzo più economico rispetto al passato.

Le convertibili saranno un chiaro beneficiario di qualsiasi aumento della volatilità rispetto agli attuali livelli, eventualità che riteniamo plausibile date le prospettive incerte discusse in precedenza.

Se invece la volatilità rimarrà bassa e i mercati continueranno a salire costantemente, prevediamo che le obbligazioni convertibili rimarranno più competitive nei confronti delle azioni rispetto alle obbligazioni ad alto rendimento, come è accaduto generalmente in passato.

***Le convertibili hanno una performance forte in un contesto di tassi in aumento, pur rimanendo interessanti quando i tassi sono bassi***

Se la guerra commerciale USA-Cina viene risolta e i timori di una recessione globale regrediscono, potremmo vedere un'inversione della politica monetaria accomodante mentre le banche centrali acquisiscono fiducia nella loro capacità di ricominciare ad alzare i tassi.

In tale scenario, con il miglioramento della crescita globale, ci aspettiamo che le obbligazioni convertibili sovraperformino i titoli a reddito fisso tradizionali, beneficiando di una duration inferiore e dell'esposizione ai rialzi azionari. Quando i tassi sono in aumento, l'incremento del valore dell'opzione azionaria incorporata in un'obbligazione convertibile (che aumenta maggiormente quanto più i mercati azionari si muovono al rialzo) compensano le perdite sul lato obbligazionario.

Ciò non significa che le obbligazioni convertibili non siano appetibili in contesti di tassi bassi / in calo. Se i tassi rimarranno bassi nel 2020, i titoli convertibili possono ancora ottenere buoni risultati data la loro esposizione ai mercati azionari, che vengono sostenuti proprio da questa politica monetaria accomodante.

### ***È in arrivo un'inversione dei flussi tra asset class rispetto al 2019?***

Dato che quest'anno i tassi sono diminuiti, abbiamo assistito a flussi record dalle azioni verso il reddito fisso.

Secondo Goldman Sachs, al momento della stesura di questo documento abbiamo assistito a più di 550 miliardi di dollari di afflussi in obbligazioni (il miglior anno registrato, a livello annualizzato) e 230 miliardi di dollari di deflussi da azioni (il peggior anno registrato, a livello annualizzato).

Nonostante ciò, gli indici azionari sono ancora ai massimi storici.

Con le obbligazioni convertibili ben posizionate come passo intermedio tra azioni e reddito fisso, e date le dimensioni relative del mercato obbligazionario convertibile, una piccola rotazione dal reddito fisso in convertibili (piuttosto che direttamente in azioni) sarebbe estremamente positiva per il mercato.

Gli investitori nel reddito fisso potrebbero voler fare ciò al fine di diversificarsi da una classe di attività affollata e acquisire ulteriore alfa qualora le azioni continuino a salire, mentre altri potrebbero voler aggiungere obbligazioni convertibili per mantenere l'esposizione azionaria ma con la protezione al ribasso offerta dai questi titoli, in particolare nell'attuale fase di fine ciclo.

### ***Le convertibili hanno rendimenti solidi durante l'ultima fase del ciclo economico, supportate da una maggiore attività di fusione e acquisizione***

La fase conclusiva del ciclo economico è caratterizzata da livelli più elevati di attività di fusione e acquisizione, poiché le imprese guardano a fonti esterne di crescita.

Questo è doppiamente positivo per le convertibili:

- è più probabile che le imprese raccolgano fondi tramite convertibili per pagare queste transazioni (aumentando la pipeline primaria)
- i detentori di convertibili emessi dalla società acquisita ricevono rendimenti maggiorati grazie al *ratchet*, che aumenta il rapporto di conversione durante un'acquisizione

Nel complesso, i rendimenti per i detentori di obbligazioni convertibili in un'acquisizione sono generalmente più in linea con quelli dei detentori di azioni - e in genere molto più elevati rispetto agli investitori in reddito fisso tradizionale.

### ***Prospettive sul mercato primario***

Prevediamo che il mercato primario rimarrà attivo nel 2020, dopo due anni consecutivi di livelli di emissione forti, superiori a 80 miliardi di dollari.

**Prevediamo che l'offerta netta rimarrà favorevole**, con livelli decenti di scadenze attese e put/call, mantenendo così sotto controllo la crescita complessiva netta del mercato e prevenendo un eccessivo calo dei prezzi delle obbligazioni esistenti, garantendo nel contempo che il mercato rimanga in buone condizioni. **Un aumento della volatilità realizzata** nel mercato in generale **fungerà da catalizzatore per le imprese nel raccogliere fondi e cercare di emettere debito con cedole più basse**.

Per gli investitori, le nuove emissioni sono anche un meccanismo attraverso il quale possono accedere a convertibili con un rischio bilanciato, che presentano le caratteristiche più interessanti di una convertibile. Ciò è

utile quando grandi movimenti del mercato hanno creato un universo di investimento con troppi nomi eccessivamente sensibili alla componente azionaria o creditizia.

In linea con le tendenze a lungo termine, **negli ultimi anni i mercati regionali si sono evoluti in termini di dimensioni in quanto i volumi delle nuove emissioni hanno superato o posticipato i volumi di rimborso.** Ad esempio, il Giappone era una volta il più grande e importante mercato convertibile, ma nel 2019 ci sono stati meno di 500 milioni di dollari di carta nuova e una serie di grandi scadenze.

Di conseguenza, oggi il Giappone rappresenta solo il 10% circa del mercato complessivo in base al valore di mercato. Prevediamo che questa tendenza continuerà fino al 2020 poiché i tassi di interesse ultra bassi continuano a ostacolare l'emissione e diverse grandi emissioni si avvicinano alla scadenza.

Sviluppi positivi sulla guerra commerciale USA-Cina e un aumento della volatilità azionaria possono portare a un miglioramento dei livelli di emissione in Giappone, tuttavia, poiché l'interesse per la regione riprende a crescere.

**In Asia, l'emissione è stata supportata da società cinesi con titoli azionari statunitensi, in particolare nel settore tecnologico.**

La **Cina** sta inoltre incoraggiando le imprese a effettuare *debt-to-equity swaps* tramite titoli convertibili e, sebbene ciò sia stato finora ampiamente domestico, prevediamo che i livelli di emissione all'estero aumenteranno, dato che le autorità cinesi hanno espresso il desiderio di maggiori investimenti stranieri (come dimostrato dal London e Hong Kong Stock Connects).

Infine, le riforme della proprietà che consentono agli investitori privati di ottenere esposizione alle imprese statali tramite obbligazioni convertibili hanno già favorito l'emissione in settori come energia e utility; questa attività può continuare a sostenere il mercato primario della regione.

Per quanto riguarda l'**Europa**, i volumi di nuove emissioni sono diminuiti sostanzialmente nel 2018, poiché i tassi di interesse sono diminuiti e le società hanno evitato le convertibili a favore del debito diretto. Mentre il mercato primario in Europa è migliorato quest'anno, i volumi complessivi stanno registrando circa il 25% del totale delle emissioni globali rispetto al 30-40% prima del 2018.

Con la BCE che rimane altamente accomodante, **non prevediamo un aumento sostanziale delle emissioni dall'Europa nel 2020.**

Infine, le **emissioni statunitensi** sono rimaste estremamente solide nel 2019 e hanno superato i 51 miliardi di dollari di emissioni del 2018 (il più alto dal 2008). L'emissione è stata supportata da società che cercano di capitalizzare una combinazione di periodi di maggiore volatilità dei titoli e valutazioni ricche.

Anche i nuovi emittenti rimangono attratti dal mercato e ciò ha contribuito a diversificare ulteriormente l'universo investibile. Riteniamo che **il mercato degli Stati Uniti continuerà a guidare i volumi complessivi di nuove emissioni nel 2020**, anche se dobbiamo essere consapevoli del fatto che una buona quantità di emissioni proviene da società cinesi che emettono sul mercato americano.

I volumi delle emissioni del 2020 potrebbero in tal senso dipendere da ciò che accade con le relazioni commerciali USA-Cina.

# Obbligazionario Inflation Linked

A cura di M&G Investments



## Uno sguardo al 2019

L'inflazione globale ha registrato un declino costante nel corso dell'ultimo anno, ma siamo convinti che ci siano diversi fattori in grado di innescare un'inversione di tendenza nei prossimi mesi del 2019 e oltre.

Le nuove misure di stimolo messe in campo sia dalla Federal Reserve che dalla Banca centrale europea dovrebbero contribuire a contrastare l'effetto della crescita mondiale rallentata e a sostenere l'inflazione. C'è anche la prospettiva di un incremento degli stimoli fiscali, soprattutto negli Stati Uniti dove il presidente Trump vuole dare impulso alla crescita in vista delle elezioni del 2020.

La tendenza verso politiche commerciali più protezioniste è un'altra possibile fonte di pressione inflazionistica. In particolare, l'escalation delle tensioni fra Stati Uniti e Cina potrebbe comportare l'adozione di nuove tariffe doganali e il conseguente aumento dei prezzi al consumo.

Di seguito mettiamo in evidenza alcuni temi di rilievo legati all'inflazione che stiamo osservando nelle diverse Regioni.

### Stati Uniti

Sebbene l'economia statunitense sia tuttora robusta e vicina alla piena occupazione, la Federal Reserve ha messo in campo nuove misure di stimolo per tutto il 2019, tra cui vari tagli dei tassi d'interesse e il rilancio del programma di acquisti di obbligazioni.

#### GRAFICO 53

**More job openings than unemployed persons**  
The US labour market is the strongest it has ever been



Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: DB Global Research, Bloomberg, 31 ottobre 2019.

Considerando che la politica monetaria, in genere, produce effetti con un ritardo variabile fino a 18 mesi, è possibile che il mercato dei titoli indicizzati stia sottovalutando l'impatto inflattivo di queste politiche pro-cicliche.

Intanto negli Stati Uniti i salari continuano a crescere a ritmo costante, con gli indicatori anticipatori che puntano a ulteriori aumenti man mano che il mercato del lavoro diventa ancora più teso (GRAFICO 53). I redditi in ascesa dovrebbero, a loro volta, sostenere i consumi, che restano il principale motore dell'economia statunitense.

### Eurozona

La BCE ha sottolineato ripetutamente l'impegno a perseguire l'obiettivo di inflazione del 2%, dimostrando quest'anno la disponibilità a effettuare ulteriori tagli dei tassi d'interesse e mettere in campo nuove misure di QE per raggiungere questo traguardo.

L'inflazione nell'Eurozona dovrebbe essere sostenuta in qualche misura anche dalla recente debolezza dell'euro, che ha perso circa il 3% contro il dollaro USA nel 2019, mentre è plausibile che il tasso di disoccupazione tuttora in declino abbia un effetto positivo, contribuendo alla crescita dei salari.

D'altro canto, resta evidente la carenza di crescita in Europa, dove le pressioni inflazionistiche di fondo si confermano scarse. Per questo non ci aspettiamo un aumento significativo dell'inflazione europea nel breve termine, anche se non è esclusa una risposta più aggressiva della BCE in un orizzonte di medio periodo.

## Regno Unito

Nel breve termine, ci aspettiamo che l'inflazione nel Regno Unito continui a dipendere in larga misura dai movimenti della sterlina. La valuta ha fatto registrare un deciso rimbalzo negli ultimi due mesi circa, con il sostanziale tramonto della temuta ipotesi di una Brexit senza accordo.

Una sterlina più forte dovrebbe ridurre le pressioni inflattive attraverso i prezzi all'importazione più bassi, ma la situazione politica resta altamente incerta ed è bene tenere d'occhio l'evoluzione, vista la possibilità di un nuovo periodo di debolezza per la valuta britannica nei prossimi mesi.

## Valutazioni dei titoli indicizzati all'inflazione

### GRAFICO 54

#### Performance levers: Inflation expectations

The cost of getting inflation protection: inflation breakevens

10y inflation breakeven rates for the UK, US and Germany



Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: DB Global Research, Bloomberg, 31 ottobre 2019.

## Stati Uniti ed Eurozona

Con i tassi di breakeven statunitensi ed europei vicini al limite inferiore dell'intervallo tipico, continuiamo a rilevare un buon livello di valore nei titoli globali indicizzati all'inflazione. Negli Stati Uniti, il PIL è cresciuto a un ritmo costante dell'1,9% nel terzo trimestre, contribuendo ad attenuare i timori di una recessione imminente nel Paese, mentre continua l'aumento sostenuto dei salari. Vista la disponibilità della Fed a fornire ulteriore sostegno monetario, riteniamo ampiamente possibile una sorpresa al rialzo sul fronte dell'inflazione statunitense nei prossimi mesi, che tuttavia non è un'ipotesi attualmente scontata dai mercati dei titoli indicizzati americani.

I tassi di breakeven europei si sono mossi verso l'alto negli ultimi due mesi, con i mercati dei linker che hanno risposto positivamente all'annuncio delle nuove misure di stimolo da parte della BCE a settembre.

Tuttavia, crediamo che quest'ultimo round di interventi non avrà un impatto significativo sull'inflazione. In assenza di qualsiasi segnale di accelerazione dei prezzi in Europa, nel complesso ci sembra che i titoli indicizzati statunitensi offrano più valore. Pertanto, i tassi di breakeven europei sono tuttora bassi in termini storici e assicurano una copertura economica contro eventuali rialzi futuri dell'inflazione europea.

## Regno Unito

Dopo il brusco declino dei tassi di breakeven britannici in ottobre, attualmente stiamo rilevando più valore nelle obbligazioni indicizzate del Paese. Manteniamo comunque un posizionamento cauto in quest'area del mercato, nella convinzione che la sterlina sia ancora esposta al rischio di volatilità vista l'incertezza persistente sul fronte politico e su quello della Brexit.

Siamo particolarmente prudenti riguardo ai linker britannici a scadenza più lunga (nello specifico, quelli rimborsabili dopo il 2030), in quanto le possibili variazioni dell'indice dei prezzi al dettaglio (RPI) non trovano ancora riflesso nelle quotazioni di questi strumenti.

Il rallentamento della crescita mondiale e i prezzi petroliferi sottotono hanno determinato un declino costante dei tassi di breakeven sia negli Stati Uniti che in Europa, per gran parte dell'anno scorso.

Fino a poco tempo fa, il Regno Unito aveva mostrato una tendenza opposta, con la sterlina debole che aveva spinto verso l'alto le aspettative di inflazione, anche se il rimbalzo della valuta durante il mese di ottobre ha fatto di nuovo arretrare i tassi di breakeven britannici nell'ultimo periodo (GRAFICO 54).

## Azionario USA

A cura di Wellington Management

WELLINGTON  
MANAGEMENT®

### Saranno i consumatori ad affrontare il raffreddamento dell'economia globale?

Le tensioni commerciali sono da tempo il tema dominante sui mercati finanziari USA e globali, ma visto l'elevato grado di imprevedibilità che ruota intorno a questo tema, specialmente nel breve termine (0 – 6 mesi), preferiamo focalizzare le nostre stime in base a variabili più consistenti quali l'andamento dell'economia globale, gli sviluppi di politica monetaria e l'analisi delle valutazioni dei titoli finanziari.

Detto ciò sulla nostra view di lungo periodo continuiamo a considerare che l'incertezza legata alla guerra dei dazi dovrebbe continuare a deteriorare il clima di fiducia delle imprese e quindi sugli investimenti. Nel medio termine invece (6-12 mesi) il nostro outlook è maggiormente ancorato agli indici manifatturieri (di produzione), che riteniamo siano già in recessione, e quindi il rischio che alla fine siano i consumatori a farne le spese.

A nostro avviso, non mancherà il sostegno delle banche centrali, anche se a nostro avviso le misure di allentamento monetario non saranno ai livelli attesi dai mercati e quindi vi è un'elevata possibilità di disappunto. In un simile scenario, raccomandiamo agli investitori di posizionare il portafoglio con un'inclinazione moderatamente difensiva.

Gli Stati Uniti rappresentano l'area geografica che preferiamo tra i mercati azionari globali, poiché vantano l'economia più solida. Riteniamo sia opportuno mantenere un sovrappeso a fattori difensivi, quali ad esempio qualità e sicurezza, che possono essere trovati in un ampio spettro di settori tradizionali.

### È in atto un rallentamento dei fondamentali globali

In base a numerosi indicatori economici previsionali, siamo convinti che **l'economia continuerà a decelerare**.

La debolezza è più evidente nel settore industriale (GRAFICO 55) e il nostro timore è che più a lungo durerà, maggiori saranno le probabilità che i consumatori ne subiscano gli effetti.

#### GRAFICO 55

##### La crescita globale si sta deteriorando

Indice PMI (Purchasing Managers' Index) del settore manifatturiero globale e offerta di moneta M1 ponderata per il PIL<sup>1</sup>



<sup>1</sup>L'offerta di moneta M1 ponderata per il PIL comprende Stati Uniti, Europa, Giappone e Cina | Fonti: Bloomberg, Markit, Wellington Management | Dati del grafico: luglio 1997 - agosto 2019. L'intervallo della scala dell'asse X va da gennaio 1998 a febbraio 2020 a causa dell'aspettativa M1 a 6 mesi. I dati M1 vanno da luglio 1997 ad agosto 2019 (vale a dire, il primo dato rappresenta luglio 1997 e il dato finale rappresenta agosto 2019). I dati PMI si riferiscono da gennaio 1998 - agosto 2019.

Se l'amministrazione Trump deciderà di applicare i dazi doganali alla quarta e ultima categoria di beni importati dalla Cina, che riguarda soprattutto i beni di consumo, a risentirne sarebbero direttamente i consumatori americani.

Finora gli indici di consumo, particolarmente negli Stati Uniti, hanno rappresentato una delle pochissime note positive a supporto dell'andamento dell'economia globale, e siamo preoccupati che un peggioramento di tali indici ne rallenterebbe ulteriormente il trend.

Con il protrarsi della guerra commerciale tra Stati Uniti e Cina, riteniamo che sempre più imprese inizino a rivedere i propri piani di sviluppo e che eventuali accordi bilaterali probabilmente avranno vita breve. Secondo noi, l'incertezza che ne deriva potrebbe rallentare gli investimenti di capitale per diversi trimestri.

Nonostante le banche centrali continueranno ad offrire sostegno attraverso forme di allentamento monetario, portando un po' di sostegno ai mercati, riteniamo che gli spazi di manovra siano ridotti e che le aspettative dei mercati deluse, e dunque non abbastanza da sostenere in modo sostenibile una crescita generale dei mercati azionari.

## I fondamentali dei mercati azionari USA

Continuiamo a mantenere una posizione moderatamente positiva sull'azionario americano.

### GRAFICO 56

#### L'incertezza commerciale grava sulle imprese statunitensi

Indice di incertezza della politica commerciale degli Stati Uniti e Indice PMI (Purchasing Managers' Index) per il settore manifatturiero degli Stati Uniti (ISM)



Fonti: Baker, Bloom & Davis, Institute for Supply Management, Bloomberg | Dati grafici: dicembre 1995 - agosto 2019

Riteniamo che i consumi continueranno a sostenere la crescita economica oltreoceano, pur dovendo affrontare i rischi legati alle guerre commerciali e ad una possibile impennata dei prezzi del petrolio.

Nel frattempo, il settore manifatturiero degli Stati Uniti continua a soffrire dell'impatto dei dazi.

Finché l'incertezza non sarà superata, prevediamo un ulteriore indebolimento della produzione (GRAFICO 56), che a sua volta potrebbe riflettersi sulla spesa dei consumatori negli Stati Uniti.

## Sarà l'anno delle elezioni presidenziali caratterizzato da una rotazione?

Nel contesto attuale, crediamo che il rischio di rotazione meriti più attenzione da parte degli investitori.

Ne abbiamo avuto un assaggio con l'improvviso rimbalzo ad inizio settembre: il 9 e il 10 settembre i titoli americani *value* sono cresciuti del 6%, mentre i titoli americani *momentum* hanno perso l'8,5%<sup>4</sup>.

Questa fase di rivalutazione del rischio ha interessato diverse regioni e asset class, con un rimbalzo di settori e segmenti di mercato che in precedenza avevano registrato i risultati peggiori.

Riteniamo che questa breve rotazione sia stata in gran parte tecnica, considerata la ridotta esposizione al beta di mercato della maggior parte degli investitori in quel momento.

In prospettiva, il segreto di una rotazione sostenuta verso gli asset più rischiosi potrebbe essere una significativa attenuazione delle tensioni commerciali. Il Presidente Trump potrebbe essere motivato a spingere la sua agenda politica in questa direzione per evitare che un ulteriore deterioramento degli indici di apprezzamento per il suo

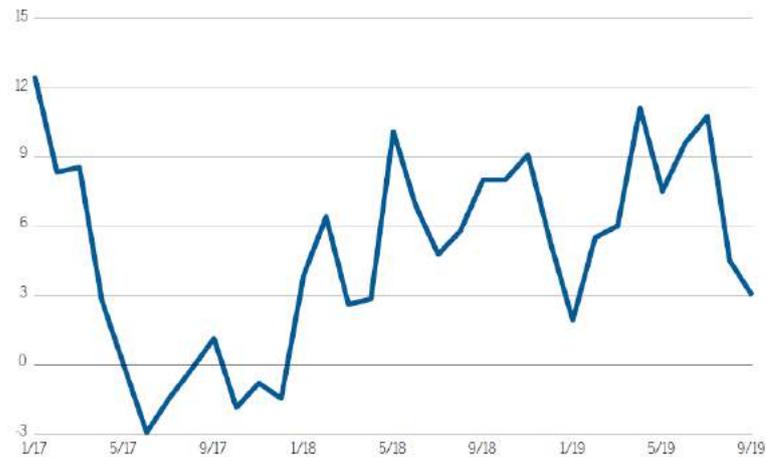
<sup>4</sup> L'indice Dow Jones US Thematic Market Neutral Momentum ha perso l'8,43%, mentre il Dow Jones US Thematic Market Neutral Value è aumentato del 6,09%.

operato sull'economia americana possa in qualche modo essere di intralcio alle sue aspettative di rielezione il prossimo anno (GRAFICO 57).

#### GRAFICO 57

##### La vulnerabilità di Trump sull'economia

Rating di approvazione del presidente Trump sull'economia  
Approvazione - disapprovazione (%)



Fonte: Real Clear Politics

Per il processo ci vorrà tempo e in questa fase una condanna da parte del Senato sembra improbabile, ma il possibile aumento delle probabilità di avere un Presidente democratico progressista potrebbe comportare un rischio di ribasso per i mercati azionari.

## Internet e tecnologie emergenti

Di seguito riportiamo le previsioni di Brian Barbetta, analista per il settore tecnologia, una delle aree in cui riteniamo vi siano opportunità di investimento particolarmente interessanti.

“L’innovazione sta trasformando molte più imprese di quanto comunemente si pensi. Personalmente mi incuriosiscono soprattutto le possibili opportunità create dalle tecniche di apprendimento automatico (*machine learning*), dal modo in cui stanno cambiando le preferenze dei consumatori, e dagli sviluppi nell’ambito della tecnologia finanziaria (*fintech*).

Ritengo che per investire con successo in aziende altamente innovative, bisogna innanzitutto capire dove si avrà un cambiamento non lineare, ovvero in quali segmenti il futuro sarà molto diverso rispetto al passato.

La risposta del mercato al cambiamento non lineare spesso è inadeguata, perché troppo ottimista o eccessivamente pessimista. Quello che faccio è provare ad identificare questi cambiamenti, quali sono le aziende che hanno la capacità di uscirne vincitori, e monitorare con pazienza che arrivi il momento giusto per investirci.

Cerchiamo soprattutto di capire quando le aziende iniziano a mostrare tassi di crescita che ne giustificano il prezzo.

Non esiste una “check list” per verificare empiricamente quali sono le società giuste, serve più che altro capacità di giudizio. Ed è a questo che servono l’esperienza e una profonda conoscenza del settore.

Esiste tuttavia un modello comune alle aziende che fanno innovazione e che hanno un management incline al cambiamento.

Il segno distintivo di un management che abbia il giusto approccio mentale e culturale è dimostrato dal continuo tentativo di trovare nuovi modi per servire la clientela e la disponibilità a investire in quella direzione.

Detto questo, come già sottolineato non possiamo ancorare le nostre scelte di investimento su ipotesi di quelle che saranno le prossime mosse del Presidente degli Stati Uniti in merito alla guerra commerciale con la Cina.

La reazione della Cina a un’eventuale proposta di accordo da parte di Trump, d’altro canto, è altrettanto difficile da prevedere. Ma la Cina sarebbe disposta a fare concessioni per raggiungere un accordo? La risposta potrebbe dipendere anche dalla considerazione su chi il governo di Pechino preferirebbe avere alla Casa Bianca dal 2021 tra Trump o un Presidente democratico.

Ad alimentare ulteriormente l’incertezza contribuisce anche la richiesta formale di impeachment per il Donald Trump.

Per quanto riguarda le tecniche di apprendimento automatico delle macchine (computer), la tecnologia che inizialmente aveva guidato la crescita delle imprese internet sta iniziando a trovare sviluppo in alcuni fornitori di servizi software, particolarmente quelli specializzati nell'assistenza ai clienti.

In questo ambito, il machine learning è in grado di aiutare le aziende a capire quando inizia ad aumentare la probabilità che un cliente decida di cambiare le sue scelte di acquisto o se è pronto ad acquistare nuovi servizi.

I modelli di spesa dei consumatori si stanno modificando con uno scivolamento delle preferenze dalle "cose" alle "esperienze", come viaggi, concerti, ristoranti, avventura.

Cerchiamo opportunità di investimento in società disposte ad innovare per soddisfare questa crescente domanda. Crediamo che anche il settore fintech offra grandi opportunità, migliorando sia l'accesso ai servizi finanziari sia il modo in cui i consumatori interagiscono con essi.

Le società di pagamento digitale, che permettono di acquistare online con un solo click, stanno cambiando le nostre abitudini spesa. Riteniamo che questa innovazione sia solo agli inizi e che possa continuare a generare per decenni possibili opportunità di investimento.

## Azionario Europeo

A cura di Aberdeen Standard Investments



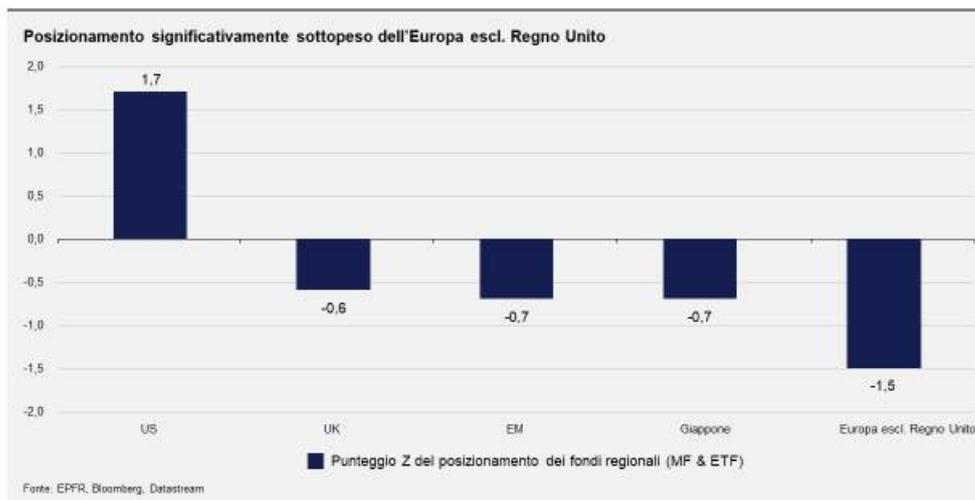
I titoli azionari europei rimangono un'asset class trascurata, un sottopeso notevole per gli investitori globali, che nel corso del 2018 e del 2019 hanno visto deflussi per un valore di circa \$150mld.

Gli investitori hanno scelto di concentrarsi sugli scarsi dati macroeconomici, data l'ormai evidente vulnerabilità dell'Europa alla debolezza dei volumi del commercio globale, e sui rischi politici connessi a eventi come la Brexit e le elezioni in Italia e Spagna.

### GRAFICO 58

Gli investitori hanno una posizione di sottopeso in Europa

Sottopeso consensuale dei titoli azionari europei



Tuttavia, i più coraggiosi che hanno pensato di investire all'inizio del 2019 sono stati ben ricompensati da una crescita dell'indice MSCI Europe superiore al 20% da inizio anno a fine ottobre.

Questo a dispetto del rallentamento dell'economia globale, delle persistenti preoccupazioni legate ai conflitti commerciali e delle previsioni di consensus sulla crescita degli utili per il mercato europeo, scese quest'anno a un mero 0,2% dopo aver sfiorato il 10% all'inizio dell'anno.

Guardando al 2020 abbiamo una prospettiva un po' più prudente per i rendimenti dei mercati azionari europei, ma una visione entusiasta delle prospettive per le società di alta qualità che, a nostro parere, dovrebbero registrare una costante sovraperformance in un contesto di bassa crescita, bassa inflazione e bassi tassi di interesse con periodi di maggiore volatilità.

In un'economia di questo tipo, l'attenzione alle società con modelli di business forti, bilanci e flussi di cassa solidi, unitamente a un'economia di settore interessante, una gestione di talento e una buona gestione dei rischi ESG, continuerà ad avere successo.

Da un lato il mercato in questo momento sta scontando una sospensione del conflitto commerciale tra USA e Cina nonché un esito relativamente positivo della Brexit.

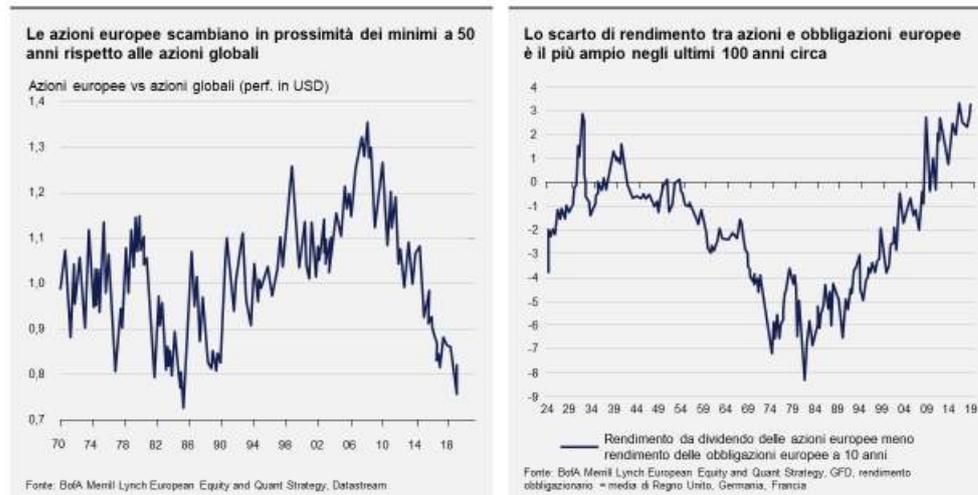
Dall'altro, il 2019 ha anche visto un progressivo allentamento della politica monetaria, con il triplo taglio dei tassi di interesse da parte della Fed e il riavvio del programma di quantitative easing da parte della BCE, mentre paesi come l'Olanda e la Germania hanno fornito un modesto sostegno fiscale.

Tutto questo ha iniziato a produrre dati economici migliori, oltre a una stabilizzazione degli indicatori del sentiment della produzione industriale.

L'Europa è inoltre ampiamente reputata un mercato poco oneroso. Il risultato è stato un livello modesto di afflussi nei titoli azionari europei, che rappresenta una gradita inversione di tendenza degli ultimi due anni potenzialmente favorevole all'asset class.

### GRAFICO 59

Le azioni europee sono poco onerose rispetto ad altre asset class  
**Poco onerose rispetto ad altri mercati azionari e al credito**



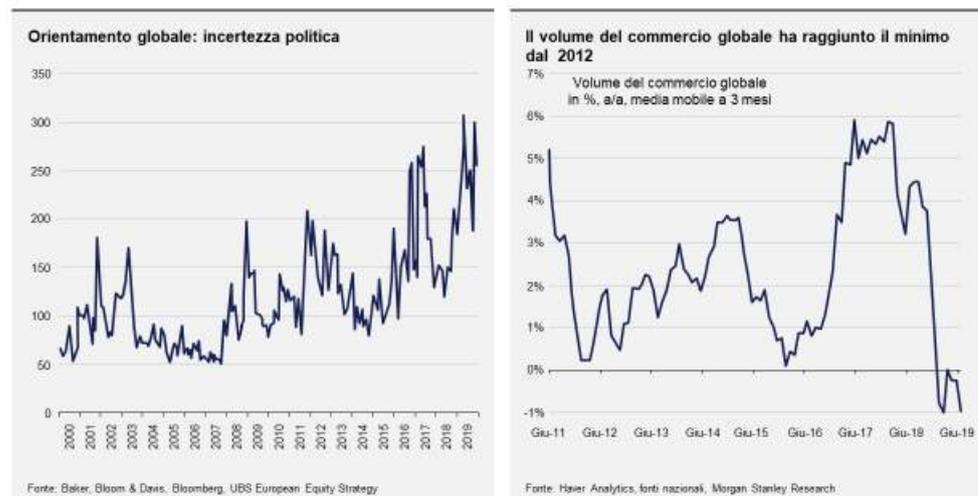
Riteniamo che la previsione di un modesto rimbalzo degli utili europei nel 2020 sia ragionevole.

Tuttavia l'opinione generale, basandosi sulle speranze di una netta ripresa economica, prevede ancora una crescita del 10%, ipotesi, a nostro avviso, eccessivamente ottimistica.

Per contro, siamo fiduciosi che il portafoglio possa generare una crescita degli utili quasi a doppia cifra nel 2020 e oltre, favorendo le prospettive del portafoglio di generare rendimenti sostenuti a prescindere dalle condizioni economiche.

### GRAFICO 60

Un contesto politico incerto  
**Consequente calo nell'attività commerciale**



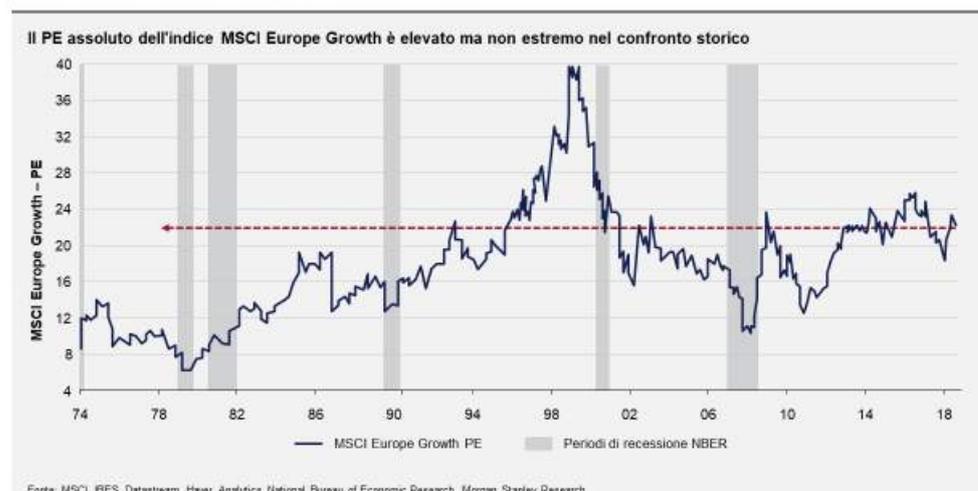
Ad ogni modo, riteniamo che chi sceglie di sottopesare i titoli azionari europei sulla base delle previsioni macroeconomiche e dei timori politici rischi, ancora una volta, di lasciarsi sfuggire delle opportunità.

In primo luogo, il legame tra la performance del mercato azionario europeo e la crescita del PIL della UE è meno forte di quanto si possa pensare.

Inoltre, se si guarda a livello di singoli settori e società, sono numerose le realtà con un'esposizione molto limitata all'economia europea.

### GRAFICO 61

La crescita sostenibile presenta un premio di valutazione  
**Ma non è così onerosa nel confronto storico**



In secondo luogo, l'apparente complessità del mercato europeo è in realtà un grande vantaggio per lo stock picker esperto e competente che sa individuare le opportunità sottovalutate e trascurate.

Infine, i portafogli attivi consentono di investire solo in società che offrono rendimenti interessanti.

Basta possedere un piccolo sottoinsieme del mercato e non l'intero indice, un sottoinsieme che può offrire rendimenti molto diversi da quelli del benchmark, e le valutazioni per questo tipo di società rimangono ragionevoli nel confronto storico.

Rimaniamo pertanto ottimisti sulle prospettive delle società della migliore qualità nel mercato europeo, che offrono una combinazione interessante di upside capture e protezione dai ribassi.

La partecipazione al rialzo deriva dal fatto che la loro crescita futura poggia sulla notevole solidità dei temi strutturali, come ad esempio i cambiamenti demografici della popolazione globale, la digitalizzazione dell'industria e il valore duraturo dei marchi di alta gamma.

Questi fattori trainanti del profitto sono molto più sostenibili del semplice supporto alla performance dell'economia europea più in generale, che nello scorso decennio si è dimostrata a lenta crescita e ciclica.

Fermo restando che nessuna società può sfuggire del tutto al ciclo economico, selezionando realtà con modelli di business solidi che possono continuare a prosperare anche in condizioni economiche difficili, questo tipo di società può registrare una performance nettamente superiore rispetto al ciclo economico.

Dal 2011 tali società hanno messo a segno un'interessante crescita degli utili per azione, in un periodo in cui il mercato azionario europeo più in generale non ha registrato praticamente nessuna crescita degli utili.

Sul piano della protezione dai ribassi, la particolare attenzione alla solidità dei bilanci, alla gestione dei rischi ESG e a modelli di business sostenibili conferisce resilienza agli utili e permette di sostenere le società in condizioni di mercato sfavorevoli.

Riteniamo che queste siano caratteristiche particolarmente auspicabili nell'attuale mercato incerto che, a causa di eventi politici come le elezioni presidenziali negli Stati Uniti e i vari conflitti commerciali, potrebbe essere caratterizzato da periodi di forte volatilità.

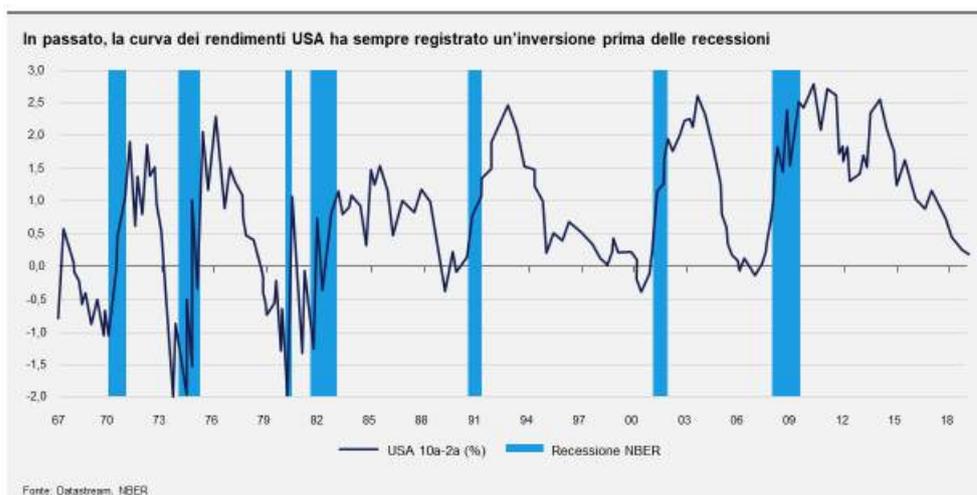
L'Europa rimane un mercato perfetto per gli stock picker esperti di tipo bottom-up; un mercato profondo, complesso e incompreso, che permette a investitori esperti di scovare opportunità di investimento interessanti e spesso mal valutate, che i deflussi dalla regione continuano a lasciarsi sfuggire.

A nostro parere gli investitori si concentrano troppo sulla performance politica ed economica dei singoli Paesi e non tengono conto del fatto che le società quotate in quei mercati possono avere opportunità potenziali molto diverse.

L'Italia è una fonte particolarmente ricca di esempi di società europee di primo piano che troviamo interessanti e che negli ultimi anni hanno saputo prosperare nonostante le sfide economiche e politiche che il Paese ha dovuto affrontare. Le prospettive per le società che vendono su scala internazionale beni di lusso, dispositivi medicali o alcolici di alto livello hanno ben poco a che fare con il PIL italiano, e molto di più con le forti tendenze demografiche e patrimoniali globali a lungo termine.

## GRAFICO 62

La curva dei rendimenti USA indica che ci troviamo in una fase finale del ciclo  
Le società di elevata qualità possono offrire resilienza in questa fase del ciclo



Altri ottimi esempi di società di livello mondiale in Europa si possono ravvisare in tutti i settori, ma sono particolarmente abbondanti in settori come la sanità, la tecnologia e i beni di consumo di base. Anche in settori come i finanziari e gli industriali si possono trovare società leader, a condizione che si sia particolarmente selettivi.

La volontà di gestire portafogli concentrati e realmente attivi è fondamentale per un orientamento bottom-up alla selezione dei titoli e per un ulteriore allontanamento dei rendimenti potenziali sia dal PIL europeo sia dai mercati azionari europei più in generale.

Un portafoglio concentrato non deve necessariamente investire nelle centinaia di società quotate in borsa sul mercato in generale.

Al contrario, deve investire in un sottoinsieme molto più ridotto. Concentrare il capitale solo su quelle società che offrono le migliori opportunità di rendimento permette una gestione realmente attiva.

I dati indicano che gli investitori attribuiscono troppo peso alla macroeconomia e alle turbolenze politiche, e non abbastanza alla performance specifica delle società. Per il gestore di investimento esperto, competente e attivo l'Europa rimane un terreno di caccia ricco di opportunità se si desidera investire in società di livello mondiale capaci di prosperare anche nella difficile congiuntura economica attuale.

Crediamo che il nostro approccio possa offrire sia resilienza ai ribassi sia partecipazione alle opportunità di crescita disponibili. Nell'attuale fase finale del ciclo, caratterizzata da bassa crescita e bassa inflazione, è pertanto un approccio interessante.



## Azionario Svizzero

A cura di Marc Vifian

Fund manager di ISPB Suisse Morval



INTESA SANPAOLO  
PRIVATE BANK SUISSE  
Morval

Dopo la contrazione subita nel 2019, dal 2,8% allo 0,9% (dato di previsione), nel 2020 l'economia svizzera dovrebbe registrare un rimbalzo dell'1,5% circa.

**I dati provenienti dall'economia elvetica evidenziano un ulteriore peggioramento, soprattutto nel settore industriale e manifatturiero**, dove l'utilizzo della capacità continua a diminuire sulla scorta del persistente indebolimento dello scenario internazionale. **Il clima di forte incertezza, la debolezza dell'economia internazionale e il recente apprezzamento del franco svizzero avranno un impatto negativo su ampi settori dell'industria nazionale.**

Nel **settore engineering**, il volume dei nuovi ordinativi è ancora debole.

“ *Il clima di forte incertezza, la debolezza dell'economia internazionale e il recente apprezzamento del franco svizzero avranno un impatto negativo su ampi settori dell'industria nazionale.* ”

Il **settore farmaceutico**, tradizionalmente immune alle fluttuazioni del ciclo economico, farà registrare una temporanea diminuzione dei margini di profitto, a causa dell'impossibilità di adeguare i prezzi dovuta alla regolamentazione dei prezzi da parte del governo e alla concorrenza internazionale.

Nonostante questi ostacoli, **i consumi e il mercato occupazionale sono solidi e dovrebbero rimanere tali.**

La politica estremamente accomodante della BNS, pronta a tagliare nuovamente i tassi d'interesse in caso di ulteriore apprezzamento del CHF, consente alle imprese svizzere di ottenere condizioni di

finanziamento molto interessanti.

Diversamente dal IV trimestre 2018, quando le loro previsioni erano positive, oggi le imprese sono più pessimiste sul futuro e hanno conseguentemente ridotto la loro capacità di offerta. I livelli delle scorte sono bassi e una stabilizzazione dello scenario internazionale determinerebbe rapidamente un aumento della capacità di produzione nel 2020.

Nel 2020 le tensioni sulla Brexit e sul Commercio Internazionale dovrebbero allentarsi, creando uno scenario più favorevole per l'economia svizzera. Pertanto, per il prossimo anno ci attendiamo un rimbalzo dell'economia elvetica all'1,5%.

**Le Azioni svizzere sono tornate ai massimi del range delineatosi da inizio anno** con uno straordinario rendimento del 22,6% per lo SMI. Con una crescita dell'EPS 2019E dell'8%, finora abbiamo assistito a un re-rating del mercato. Anche se il posizionamento prudente suggerisce che molti rischi sono già stati scontati, i fondamentali devono migliorare da qui alla fine dell'anno e nel 2020 per rassicurare gli investitori e soddisfare le attuali aspettative di un EPS 2020E del +9%.

**Nel 2020 lo scenario dovrebbe confermarsi favorevole per le Azioni svizzere**, ma non prevediamo un ulteriore re-rating del mercato elvetico. La BNS e le banche centrali manterranno una politica espansiva nel 2020 e la liquidità dovrebbe rimanere abbondante. Gli stimoli monetari e la resilienza dei consumi dovrebbero sostenere l'economia e, a nostro avviso, esiste il rischio di un possibile rialzo se le tensioni Commerciali e sulla Brexit dovessero allentarsi ulteriormente.

“ *Nel 2020 lo scenario dovrebbe confermarsi favorevole per le Azioni svizzere.* ”

**Le Azioni sono resilienti ma prive di attrattiva e hanno registrato un rimbalzo**, nonostante l'indebolimento dei fondamentali e l'assenza di flussi in entrata rilevanti. Gli investitori hanno utilizzato il rally messo a segno da inizio anno per ridurre il rischio e incrementare gli investimenti in beni rifugio, obbligazioni e liquidità.

I disinvestimenti dalle azioni globali registrati negli ultimi 12 mesi ammontano a un significativo 3% del patrimonio gestito, quasi la metà dei disinvestimenti registrati nel corso dell'ultima recessione.

Recentemente, i macro hedge fund/fondi CTA/vol targeting fund hanno ridotto le posizioni short, ma non hanno assunto posizioni long aggressive, e gli indicatori del sentiment sono prudenti.

Tuttavia, non tutti si attendono un ribasso, poiché gli annunci di nuove operazioni di buy-back restano costanti e il settore retail statunitense è ancora investito in azioni.

I beni rifugio sono costosi. Nell'ultimo decennio, i titoli di Crescita hanno sovraperformato quelli di Valore pressoché costantemente, sulla scorta di EPS straordinariamente elevati e rendimenti obbligazionari in diminuzione.

Tuttavia, la sovraperformance registrata da inizio anno dai titoli di Crescita è dovuta soprattutto al re-rating del P/E ed è stata rafforzata dalla fuga verso gli investimenti sicuri.

Secondo l'opinione comune, il settore sarà utilizzato come una copertura di fine ciclo recessiva, ma noi non siamo d'accordo. Al contrario, riteniamo che posizionamento affollato, valutazioni estreme e ciclicità degli utili rendano i titoli di Crescita/Qualità più vulnerabili a una recessione rispetto a quelli di Valore.

La stabilizzazione dei rendimenti obbligazionari sostiene il Valore. Poiché il mercato obbligazionario in apparenza sta scontando molte notizie negative sul fronte macro e l'allentamento politico, **a nostro avviso i rendimenti obbligazionari toccheranno presto il punto di minimo.**

Un aumento significativo dei rendimenti sembra improbabile, ma una stabilizzazione potrebbe essere sufficiente per una prosecuzione della rotazione verso il Valore.

**Manteniamo un'allocazione settoriale su due componenti**, una sui titoli **value** nel lungo termine e una più su titoli **growth**.

Recentemente, i titoli ciclici hanno messo a segno un rimbalzo, ma il divario fra i tassi obbligazionari e un indicatore anticipatore del ciclo, come l'indice dei direttori degli acquisti, non si è colmato e neppure le valutazioni sembrano compresse.

**Manteniamo un posizionamento neutrale sui ciclici.** Recentemente i titoli di crescita hanno registrato una brusca contrazione, ma teniamo una posizione di sovrappeso nel 2020, poiché tali titoli traggono beneficio dai cambiamenti strutturali, che caratterizzeranno anche il prossimo anno.

Inoltre, **abbiamo una posizione di sovrappeso in finanziari, materiali ed energia.**

Le valutazioni elevate dei **titoli dei beni di consumo** ci inducono ad essere prudenti per il 2020 e, pertanto, **abbiamo una posizione di sottopeso come anche per il settore healthcare.**

Se consideriamo i parametri di valutazione più comuni (P/E 12mesi e EV/EBITDA), le quotazioni del mercato svizzero appaiono corrette (SMI a 15.9x e 13.5x), ma i tassi d'interesse bassi lo rendono relativamente interessante rispetto a liquidità e obbligazioni.

Prevediamo un andamento del mercato svizzero maggiormente in linea con la crescita dell'EPS nel 2020.

Il rischio principale per questo scenario è legato ai timori di fine ciclo negli Usa, in Europa e in Cina e alle incertezze politiche.

## Azionario Cinese



**Luca Castoldi** - Portfolio Manager team Asia & Emerging Markets Equities di Fideuram Asset Management Ireland



**Giovanni Da Ros** – Responsabile team Asia & Emerging Markets Equities di Fideuram Asset Management Ireland

### Il quadro generale

**Nel 2019 l'economia cinese ha rallentato**, pur mantenendo ritmi elevati con una crescita del PIL dal 6.6% nel 2018 al 6% nel terzo trimestre dell'anno.

I motivi principali sono da ricercarsi in una contrazione dell'attività industriale per la guerra commerciale tra Cina e Stati Uniti e nell'impatto differito del restringersi delle condizioni finanziarie avvenuto nel 2018. Questi fattori hanno portato a minori investimenti privati e ad un rallentamento della domanda interna, in particolare per le vendite di automobili. Il settore delle auto copre circa il 15% dei consumi, considerando anche l'indotto, e viene da un periodo vivace negli anni scorsi a seguito di incentivi creati nel 2016.

Il mercato azionario cinese ha vissuto una prima fase dell'anno brillante, sull'aspettativa di una tregua con gli Stati Uniti e di un supporto sia monetario che fiscale da parte del governo cinese; tali attese man mano si sono indebolite con il passare dei mesi, portando il mercato a consolidare in una banda orizzontale di oscillazione.

Guardando al prossimo anno, alcuni rischi ed incertezze rimangono ancora sul tavolo, con possibilità di sorprese sia in positivo che in negativo.

“ È ragionevole aspettarsi ulteriori misure a sostegno dell'economia da parte del governo (sia in termini di politica monetaria che fiscale).

In particolare **non riteniamo sia prudente dare per certa la risoluzione della guerra commerciale.**

**Qualora dovesse inoltre permanere la recente contrazione del settore manifatturiero, potrebbe materializzarsi anche un ulteriore rallentamento dei consumi.**

Viceversa, è **ragionevole aspettarsi ulteriori misure a sostegno dell'economia** da parte del governo (sia in termini di politica monetaria che fiscale) ed una pur moderata ripresa delle vendite di auto, in modo da **poter centrare**

l'obiettivo decennale di raddoppio del PIL entro il 2020, con base 2010.

In questo quadro di incertezza di breve periodo, il governo cinese continua a focalizzarsi su obiettivi di medio termine, ovvero la crescita economica ma ad un ritmo più contenuto e di migliore qualità: il cosiddetto **piano strategico decennale “Made in China 2025”** che dovrebbe portare a realizzare prodotti e servizi ad alto valore aggiunto e che si focalizza su dieci settori chiave: macchine a controllo numerico/robotica, information technology, veicoli a risparmio energetico, efficienza energetica, aerospazio, nuovi materiali, navale/off shore, bio-pharma e dispositivi medicali, ferroviario e macchinari agricoli.

“ Il governo cinese continua a focalizzarsi su obiettivi di medio termine, ovvero la crescita economica ma ad un ritmo più contenuto e di migliore qualità: il piano strategico decennale ‘Made in China 2025’.

”

## Le opportunità del mercato domestico

**La maggiore apertura del mercato dei capitali** con l'inclusione delle A-shares, che rappresentano il mercato cinese domestico, nell'indice MSCI **offrirà l'opportunità di investire in settori con incoraggianti ritmi di crescita attesi anche nel prossimo decennio**, quali il settore dei consumi, della tecnologia ed automazione, educazione e salute.

Bisogna considerare per altro che **la popolazione lavorativa cinese ha raggiunto i massimi** nel 2010, intorno ad un miliardo, **e si stima che diminuirà** di almeno il 10% nei prossimi 25 anni; **per questo motivo automazione e nuove tecnologie saranno fondamentali per sostenere la crescita economica.**

“  
*La popolazione lavorativa cinese ha raggiunto i massimi nel 2010 e si stima che diminuirà di almeno il 10% nei prossimi 25 anni; per questo motivo automazione e nuove tecnologie saranno fondamentali per sostenere la crescita economica.*  
”

L'indice A-shares appare inoltre ben diversificato, in misura superiore rispetto ad altri indici tradizionalmente usati per il mercato cinese. Le A-shares vantano quindi un premio di valutazione per la presenza di società con un maggiore potenziale di crescita; altri indici sono infatti più concentrati su società legate alla old economy, con prospettive di crescita minori, maggiore ciclicità, più inefficienze e ritorno sul capitale inferiore.

Un'importante caratteristica del mercato domestico è inoltre data dal fatto che circa l'85% degli investitori è rappresentato da **investitori privati**, ovvero non istituzionali, anche se che questa proporzione potrebbe diminuire nei prossimi anni con l'ingresso di investitori istituzionali stranieri. Questa tipologia di investitori **è meno attenta alle valutazioni, e tende a seguire maggiormente temi speculativi**, avendo grande fiducia nel governo cinese e nei temi che lo stesso governo sostiene. **Questo ha il potenziale di creare maggior volatilità e maggiori opportunità.**

## I rischi da monitorare

Guardando alla Cina è importante non trascurare i rischi che riguardano la sua economia. Infatti, rispetto ai cicli passati, **la capacità del governo di stimolare l'economia è ora limitata dall'elevato debito già accumulato** (dalle imprese e in misura minore dalle famiglie) **e da un settore immobiliare che continua a crescere a ritmi sostenuti.**

Partendo dal debito, esso è ad un livello piuttosto elevato ed è circa 160% del PIL per quanto riguarda le società private ed oltre 270% del PIL considerando anche lo stato e le famiglie. Bisogna precisare tuttavia che due terzi del debito delle imprese è rappresentato da società di proprietà dello stato, il che implica una sorta di implicita garanzia da parte dello stato stesso; al netto inoltre della liquidità disponibile, il debito delle imprese scende a circa 90% del PIL, un livello sempre alto ma meno preoccupante.

**La velocità di crescita del debito e la sua sub-ottimale allocazione** (in progetti con basso ritorno sul capitale) **sono elementi** a nostro avviso **più rischiosi rispetto all'ammontare totale del debito stesso.** Proprio con questa consapevolezza, **il governo cinese ha intrapreso a partire dal periodo 2015-2016 un processo di riduzione della capacità produttiva in settori con eccessiva capacità**, così da migliorare la redditività per le imprese e contenere il rischio di fallimenti che condizionerebbero negativamente la fiducia nel sistema.

“  
*La capacità del governo di stimolare l'economia è ora limitata dall'elevato debito già accumulato (dalle imprese e in misura minore dalle famiglie) e da un settore immobiliare che continua a crescere a ritmi sostenuti.*  
”

Per quanto riguarda le modalità di finanziamento, il governo ha iniziato nel 2017 anche un processo di riduzione della quantità di credito erogato da canali meno trasparenti e più rischiosi (sistema bancario ombra o shadow banking), che offrivano garanzie implicite di rimborso ed esponevano così la collettività a rischi di comportamenti troppo disinvolti da parte dei prenditori di credito.

**Questo restringimento delle condizioni finanziarie ha ridotto il rischio di sistema legato allo al sistema bancario ombra, ma allo stesso tempo ha portato al ridimensionarsi di un canale importante di finanziamento per le imprese private** (che costituiscono circa il 60% del PIL) **e per i consumatori.**

**Anche il debito delle famiglie è aumentato in modo significativo** negli ultimi tre anni, passando da circa il 40% del PIL nel 2015 al 55% attuale. Esso rappresenta inoltre circa l'85% del reddito disponibile delle famiglie, un livello paragonabile a quello dei principali paesi sviluppati.

Un altro rischio significativo per l'economia cinese deriva dal **settore immobiliare**, che rappresenta un'area dove è investita una fetta importante della ricchezza delle famiglie. In particolare riteniamo che l'attuale livello della domanda di immobili non sia sostenibile nel medio periodo e quindi **un rallentamento nell'attività di costruzioni ci sembra inevitabile.**

Infine per quanto riguarda la bilancia dei pagamenti, il saldo positivo della bilancia commerciale lascia ancora qualche spazio di azione, ma la crescita attesa dei consumi potrebbe comprimerlo ulteriormente e addirittura portare ad un deficit di partite correnti. Per questo motivo **il rischio di fughe di capitali va monitorato attentamente.**

In realtà, su quest'ultimo punto, **i flussi in conto capitale per i prossimi due o tre anni dovrebbero beneficiare di una maggiore apertura a capitali esteri e un ruolo di maggiore rilievo dello yuan** negli scambi globali. **L'effetto netto quindi è incerto.**

In sintesi possiamo dire che **un'accelerazione ciclica dell'economia cinese è possibile e non è ancora scontata dal mercato.**

**Lo spazio di manovra del governo è però più limitato che in passato** e deve confrontarsi sia con i rischi derivanti dalla crescita del debito che con un mercato immobiliare su una traiettoria difficilmente sostenibile nel lungo termine.

“ *Un'accelerazione ciclica dell'economia cinese è possibile e non è ancora scontata dal mercato.*

*Lo spazio di manovra del governo è però più limitato che in passato e deve confrontarsi sia con i rischi derivanti dalla crescita del debito che con un mercato immobiliare su una traiettoria difficilmente sostenibile nel lungo termine.* ”

# Azionario Mercati Emergenti

A cura di Fidelity International



## Mercati emergenti: guardare oltre le turbolenze di breve termine

Nel corso del 2019, i mercati azionari dei mercati emergenti hanno dovuto affrontare una volatilità crescente (GRAFICO 63), con una serie di fattori a trainare il sentiment degli investitori, tra cui si annoverano le preoccupazioni macroeconomiche per l'indebolimento della crescita, il deterioramento delle prospettive economiche e il protrarsi di negoziati commerciali apparentemente tesi.

**GRAFICO 63**  
Indice YTD MSCI Emerging Markets (rendimento complessivo)



Fonte: Bloomberg, 13 novembre 2019, dati riportati a 100 al 31 dicembre 2018

In generale, la performance dell'asset class riflette una tendenza più ampia emersa nel 2019; di fatto, gli investitori mettono in discussione la futura direzione e la sostenibilità della globalizzazione che, fino ad oggi, è stata uno dei principali elementi alla base della crescita dei Paesi in via di sviluppo.

Ciononostante, soprattutto nella seconda metà del 2019, sono emersi diversi fattori potenzialmente in grado di sostenere l'economia e il sentiment per il futuro.

Uno di questi è l'**allentamento sincronizzato della politica monetaria** da parte delle banche centrali sia nei mercati sviluppati che in quelli emergenti.

L'orientamento accomodante della Fed ha ridotto le pressioni rialziste sul dollaro USA, consentendo a sua volta ad alcune banche centrali dei ME di allentare le proprie politiche monetarie e offrire un certo sostegno alle economie. Molte economie emergenti hanno avviato anch'esse programmi di riforma positivi:

L'**India** ha ridotto le imposte sulle società nel tentativo di stimolare la crescita e gli investimenti, mossa accolta con favore dagli investitori. Il **Brasile** ha continuato a compiere progressi a livello di riforme pensionistiche.

In prospettiva futura, l'asset class è destinata a gestire una situazione di incertezza alla fine del 2019, sia dal punto di vista economico sia da quello geopolitico.

Come già affermato, molte banche centrali dei mercati emergenti hanno cercato di sostenere l'economia mediante l'allentamento della politica monetaria. Mentre i tassi reali sono sempre elevati, con ulteriori margini di manovra per ridurre i tassi (GRAFICO 64), il dollaro USA rimane un dilemma.

A fronte di una maggiore volatilità, il dollaro statunitense continua a essere percepito come un asset "sicuro", rappresentando un potenziale ostacolo per l'asset class.

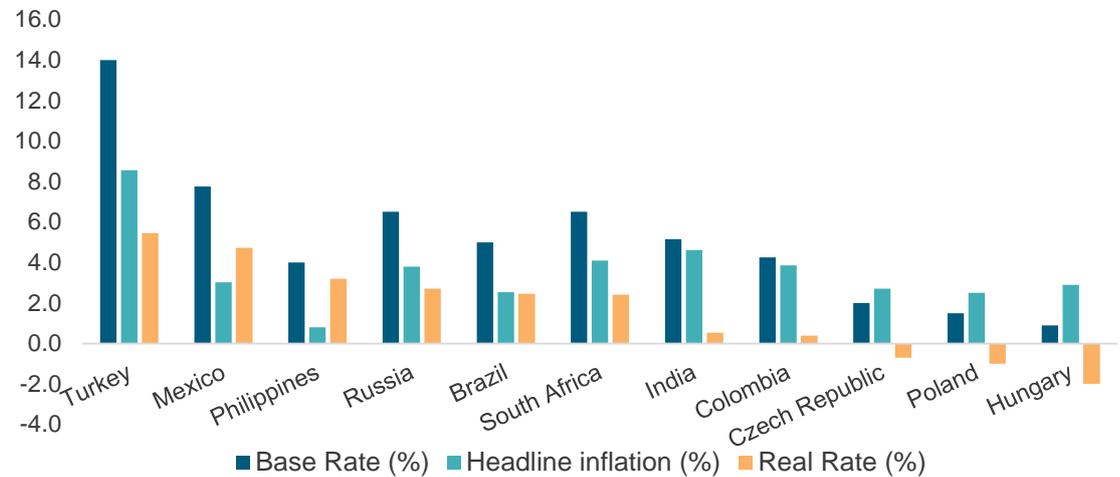
Tuttavia, gli Stati Uniti continuano a registrare deficit gemelli che dovrebbero favorire un dollaro più debole nel lungo periodo.

Le tensioni commerciali e l'imposizione di dazi doganali sulle merci continueranno a determinare ondate di volatilità nel prossimo futuro: poiché il 50% della produzione globale e il 25% del commercio mondiale dipendono dagli Stati Uniti e dalla Cina, l'importanza della guerra commerciale non può essere ignorata.

**GRAFICO 64**

**Alcune banche centrali dei ME possono ricorrere a ulteriori misure di allentamento visti i tassi reali più elevati (ad eccezione dell'Europa centro-orientale)**

A causa dell'elevato livello di interconnessione mondiale, i dazi doganali possono colpire sia la domanda sia le filiere in generale, e nemmeno il "vincitore" della guerra, gli Stati Uniti, rimarrà immune dalle ripercussioni.



Fonte: Fidelity International, Bloomberg al 14 novembre 2019

Nonostante il contesto sempre più difficile, il segmento consumer cinese rimane un terreno fertile per un'oculata selezione dei titoli.

Se dalla guerra commerciale scaturirà un deterioramento della domanda di alcuni prodotti e servizi, le società che operano in categorie in crescita continueranno a raccogliere quote di mercato e a innovare. In presenza di una solida domanda strutturale e di una favorevole struttura settoriale, permangono opportunità di crescita pluriennale.

Anche il programma di riforma delle singole economie emergenti è destinato a stimolare il sentiment degli investitori.

Sebbene l'**India** stia indubbiamente rallentando, è importante ricordare che presenta ancora uno dei tassi di crescita più rapidi al mondo. Anche se il Paese ha ancora molto lavoro da fare per stimolare la spesa in conto capitale e rinvigorire l'economia, può ancora mostrare tassi di crescita interessanti, grazie ai solidi dati demografici e a una continuità imprenditoriale. Come accennato in precedenza, gli annunciati tagli delle imposte sulle società costituiscono certamente un passo nella direzione giusta.

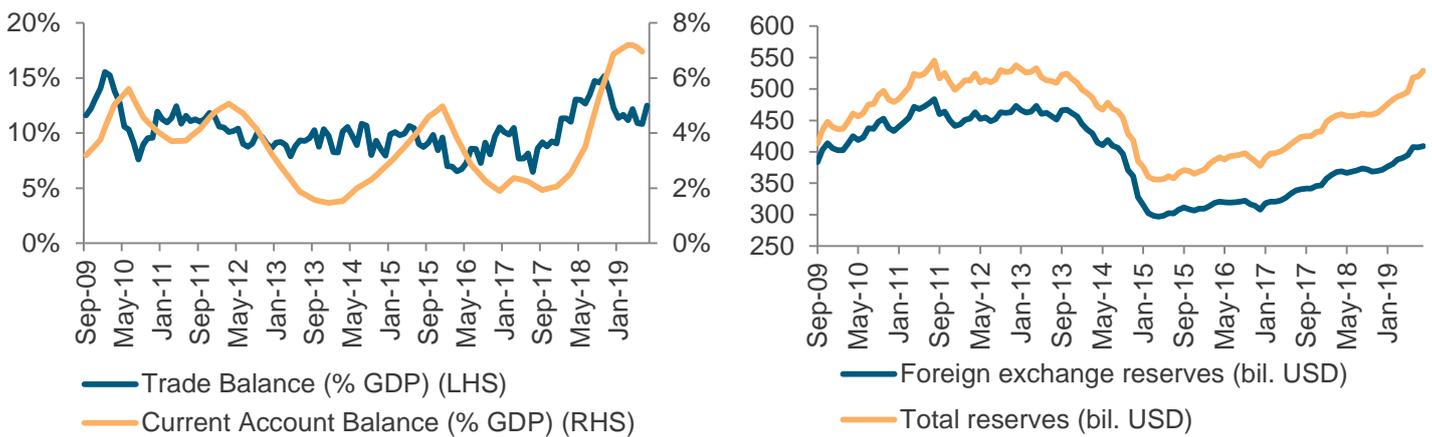
Il **mercato brasiliano** ha destato grande interesse dopo la vittoria elettorale di Bolsonaro nel 2018, che ha proseguito a ritmi sostenuti le necessarie riforme. Dopo l'enorme recessione economica che ha colpito il Paese negli ultimi anni, gli sforzi del Presidente sono stati in qualche modo ripagati dal mercato, anche se al prezzo di valutazioni più costose.

Per quanto riguarda il **Messico** rimaniamo prudenti: il Presidente AMLO ha rivelato la sua inclinazione populista, il che ha portato a un rapido de-rating.

All'interno della regione EMEA, la **Russia** rimane estremamente conveniente, ma mai senza rischiare ulteriori sanzioni. L'economia rimane in buona salute, nonostante una crescita più modesta nel 2019. Il Paese presenta livelli relativamente elevati di riserve internazionali e continua a registrare avanzi gemelli nei saldi delle partite correnti e di bilancio (GRAFICO 65).

**GRAFICO 65**

**L'economia russa rimane in buona salute**



Fonte: Jonathan Anderson al 31 agosto 2019

In **Sudafrica** l'economia rimane stagnante, con un elevato rapporto debito/PIL e deficit gemelli. La situazione è ulteriormente aggravata dalla società statale di servizi di pubblica utilità in ambito elettrico Eskom, che presenta un debito di circa 30,5 miliardi di dollari e che dovrà essere ricapitalizzata, il che peserà ulteriormente sulle finanze pubbliche. Nel complesso, anche le valutazioni rimangono costose.

Le **materie prime** svolgono chiaramente un ruolo fondamentale nei mercati emergenti, e nazioni come l'**Indonesia**, la **Russia**, il **Brasile** e il **Sudafrica** possiedono gran parte delle risorse naturali mondiali.

Attualmente il prezzo del minerale di **ferro** sembra elevato. Mentre la domanda dalla Cina è stata maggiore del previsto negli ultimi anni, con il rallentamento della crescita economica, il rischio di ribasso è evidente, e implica alcune ripercussioni per il **Brasile**, il maggiore produttore di minerale di ferro al mondo.

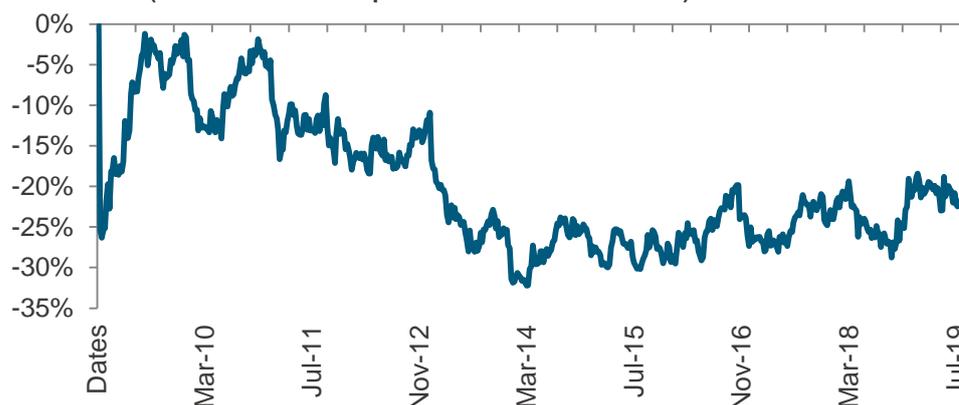
Volgendo la nostra attenzione al **petrolio**, anche se potranno verificarsi ulteriori ondate di volatilità, riteniamo che le quotazioni petrolifere possano sostenere un prezzo vicino ai 60 dollari. La crescita del settore dello shale è stata alimentata dal private equity; tuttavia, questa fonte di capitale è notevolmente diminuita. Inoltre, i continui tagli alla produzione operati dall'OPEC dovrebbero continuare a sostenere i prezzi.

Proseguendo sul tema delle materie prime, nel 2019 l'**Arabia Saudita** è entrata a far parte dell'indice di riferimento. La strategia non prevede esposizione al mercato, in quanto le valutazioni appaiono costose rispetto ai profili del ROE e dei dividendi delle società saudite, ma anche rispetto ad altre economie ricche di petrolio, in particolare la Russia, che, come già affermato, offre un profilo di rendimento complessivo per gli azionisti più interessante e la cui economia può sostenere quotazioni petrolifere molto più basse.

Come anticipato nei commenti precedenti, i mercati emergenti continuano a registrare valutazioni interessanti, negoziando con sconti significativi rispetto ai mercati sviluppati. Il GRAFICO 66 mostra lo sconto del P/E per l'indice MSCI Emerging Markets rispetto ai mercati sviluppati, che si aggira intorno al -25%.

**GRAFICO 66**

**Prezzo/utile (indice MSCI EM rispetto all'indice MSCI World)**



Fonte: Fidelity International, Bloomberg, settembre 2019

In un'ottica globale, le società leader di mercato nei rispettivi segmenti che sono in grado di generare flussi di cassa e utili sostenibili rappresentano le idee di investimento più interessanti.

È necessario pertanto continuare a individuare le società di buona qualità in grado di offrire rendimenti interessanti per gli azionisti nel medio-lungo periodo.

# Private Equity

A cura di Neuberger Berman

NEUBERGER BERMAN

Il private equity ("PE") è un'asset class in grado di offrire rendimenti potenzialmente più elevati e una maggiore diversificazione del portafoglio nel medio-lungo termine.

Un'analisi storica rivela che gli investimenti nel PE hanno generato rendimenti assoluti e relativi robusti rispetto a quelli dei mercati azionari quotati, grazie soprattutto a caratteristiche strutturali specifiche proprie di questa asset class. La migliore performance si osserva sia al momento dell'investimento iniziale, sia durante il periodo di detenzione, sia alla liquidazione delle posizioni.

Al momento dell'investimento iniziale, i gestori del PE hanno le competenze necessarie per condurre una due diligence approfondita, esaminando dettagliatamente le informazioni interne delle società e per negoziare le transazioni.

Durante il periodo di investimento, i gestori hanno la possibilità di guidare le attività aziendali e attuare iniziative strategiche e operative capaci di generare valore nel lungo termine.

Infine, al momento del disinvestimento, i gestori possono scegliere e ottimizzare le modalità e le tempistiche della vendita.

## Un'ampia gamma di opportunità in costante crescita

Anche nel 2020, il ventaglio delle opportunità d'investimento nei mercati del PE è destinato ad ampliarsi. Negli Stati Uniti, poco prima della crisi finanziaria globale, le società possedute dai fondi di private equity e quelle quotate erano, in termini numerici, più o meno le stesse.

Un decennio dopo, l'universo del private equity è raddoppiato rispetto a quello dei mercati azionari corrispondenti (GRAFICO 67).

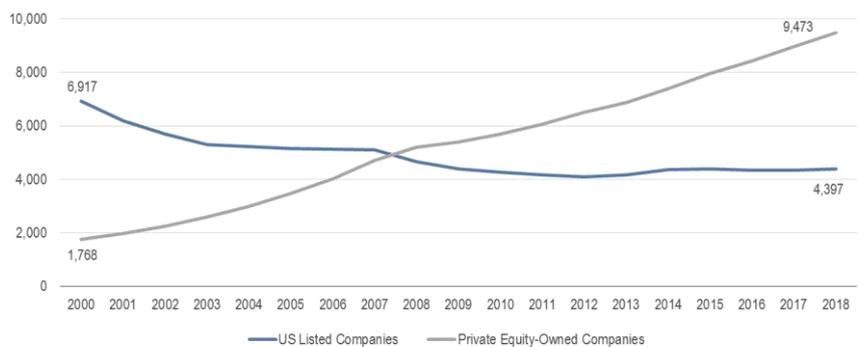
In dollari, tuttavia, i mercati del PE restano tuttora solo una minima frazione rispetto ai mercati quotati: il valore patrimoniale netto delle società possedute dai fondi di private equity, infatti, è pari ad appena il 3% del valore del mercato azionario globale.

Per quanto basso, si tratta di un livello che, rispetto a dieci anni fa, è già raddoppiato.

Ci aspettiamo quindi che negli anni a venire i mercati del PE continuino a crescere a un ritmo più sostenuto rispetto ai mercati pubblici, con il progressivo sviluppo del settore e la sua crescente accessibilità a tipologie sempre più numerose di investitori (GRAFICO 68).

**GRAFICO 67**

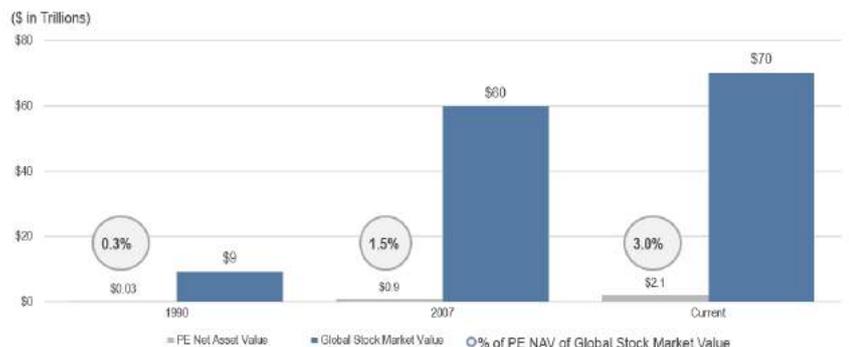
**Stati Uniti: società quotate vs società possedute da fondi di private equity (in termini numerici)**



Fonte: PitchBook e Banca Mondiale

**GRAFICO 68**

**Dimensione dei mercati azionari globali, a confronto**



Fonte: ThomsonOne, World Federation of Exchanges e Banca Mondiale. I dati sull'azionario quotato sono aggiornati al 31 agosto 2019. I dati sul PE sono aggiornati al 31 marzo 2019 (dati più recenti disponibili).

È importante sottolineare come, in termini di dimensioni e di capitalizzazione di mercato, le aziende possedute dai fondi di PE abbiano dimensioni significativamente inferiori.

Una società detenuta da un fondo di PE vale mediamente USD 200 milioni. A tale cifra fa da contraltare la mediana di USD 10,5 miliardi delle società quotate incluse nell'indice Russell 1000.

Ci attendiamo che anche in futuro gli investitori continuino ad apprezzare la possibilità offerta da questo segmento di accedere a società di minori dimensioni che, in molti casi, si trovano nelle fasi iniziali di crescita e sviluppo e offrono al portafoglio un rapporto rischio/rendimento interessante.

Inoltre, il capitale privato sembra essere il mezzo di finanziamento preferito dalle aziende digitali, caratterizzate da un'infrastruttura fisica leggera. Con il passaggio dell'economia dalle infrastrutture pesanti all'era digitale, ci attendiamo un'ulteriore espansione di tale tipologia di finanziamento.

I vantaggi strutturali offerti da questa asset class rispetto ai mercati azionari (maggiori informazioni al momento dell'acquisto, gestione attiva, maggiori opzioni nella fase di uscita e timing) dovrebbero continuare a costituire aspetti interessanti per gli investitori in cerca di asset class alternative e in grado di offrire rendimenti migliori rispetto alle asset class tradizionali.

## Un'asset class dai rendimenti sempre interessanti, nonostante le nuove sfide

Il PE è stata una delle asset class più performanti nei contesti temporali più diversificati, offrendo rendimenti considerevolmente maggiori rispetto ai mercati quotati su orizzonti temporali di 5, 10, 15 e 20 anni (GRAFICO 69).

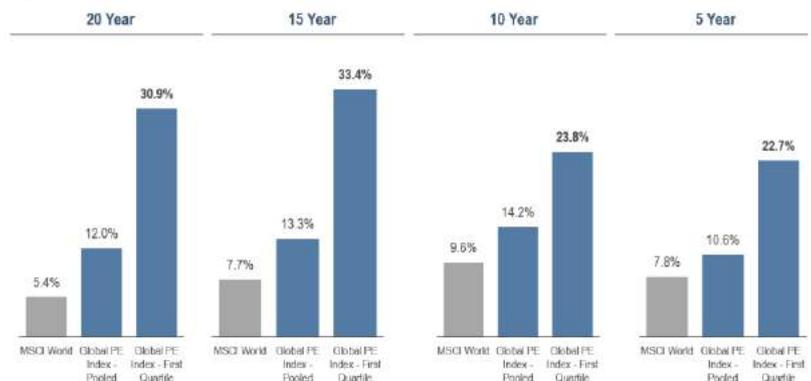
Siamo convinti che, rispetto alle Borse, i mercati del PE continueranno a generare ottimi rendimenti e un premio di illiquidità generalmente corposo.

Nondimeno, diversi fattori ciclici e strutturali – ad esempio il contesto macroeconomico generale, l'aumento della concorrenza, la maturazione dell'industria e l'accelerazione dei progressi tecnologici, tanto per citarne alcuni – determineranno in futuro la probabile compressione dei rendimenti in termini assoluti rispetto ai livelli storici.

Tutto questo, però, non ha affatto scoraggiato gli investitori dall'aumentare l'esposizione a questa asset class. Dalla fine degli anni '90 del secolo scorso, i flussi d'investimento verso i mercati non quotati sono proseguiti a livelli record.

**GRAFICO 69**

**Performance del PE vs performance dei mercati quotati (a livello globale)**

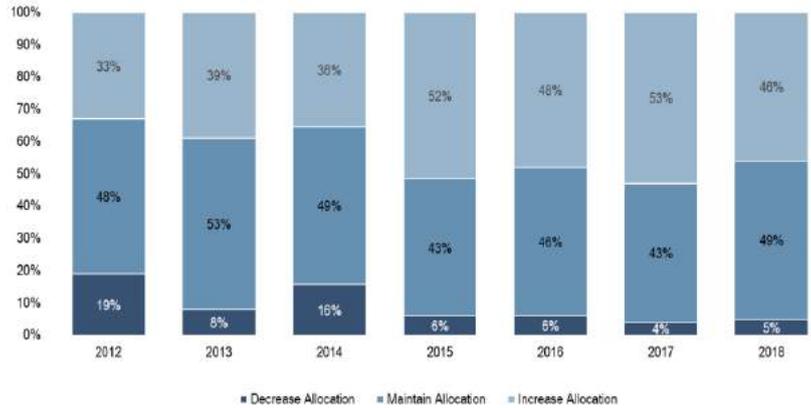


*Nota: la performance del benchmark viene fornita a fini puramente illustrativi al solo scopo di mostrare i trend generali del mercato per i periodi di riferimento indicati. Gli obiettivi e le strategie di investimento dei benchmark possono essere diversi dagli obiettivi e dalle strategie di investimento di un particolare fondo di PE e possono presentare profili di rischio e di rendimento diversi. Una serie di fattori può rendere questo confronto un benchmark impreciso per un particolare tipo di fondo. Inoltre, i benchmark non rappresentano necessariamente l'effettiva strategia di investimento di un fondo. Non si deve supporre che eventuali correlazioni con il benchmark basate sui rendimenti storici permarranno in futuro. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investire direttamente in essi.*

*Fonte: Cambridge Associates (CA). Rappresenta il tasso di rendimento interno aggregato e il rendimento del primo quartile per il Global All PE Index di CA al giugno 2019 (dati più recenti disponibili)*

Inoltre, nonostante la diffusa opinione secondo cui stiamo attualmente operando nella fase finale del ciclo economico, i sondaggi continuano a evidenziare che nel lungo termine la stragrande maggioranza degli investitori istituzionali intende mantenere o rafforzare la propria esposizione al PE (GRAFICO 70).

**GRAFICO 70**  
Allocazione in PE degli investitori



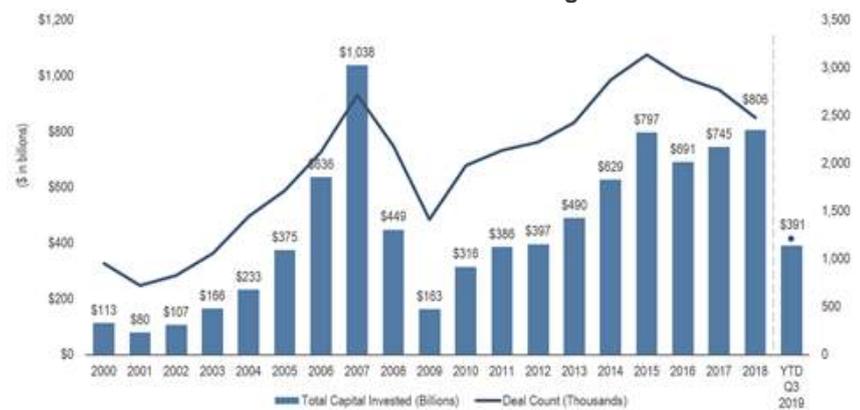
Fonte: Indagini Preqin, novembre 2012-2018

## Stato del mercato

A livello globale il segmento del PE ha registrato un'attività intensa nel 2018, con il più alto numero di operazioni di buyout supportate dal PE e, in termini di volumi, il secondo risultato dell'ultimo decennio (fonte: Pitchbook).

Nonostante il contesto macroeconomico e geopolitico sempre più difficile, nel 2019 i volumi del PE dovrebbero avvicinarsi a questi valori, grazie a una vivace attività di leveraged buyout sostenuta dalla concomitanza di bassi tassi di interesse, prolungamento della crescita economica, condizioni favorevoli dei mercati creditizi e dry powder a disposizione dei fondi di PE (GRAFICO 71).

**GRAFICO 71**  
Attività di investimento dei fondi di PE a livello globale



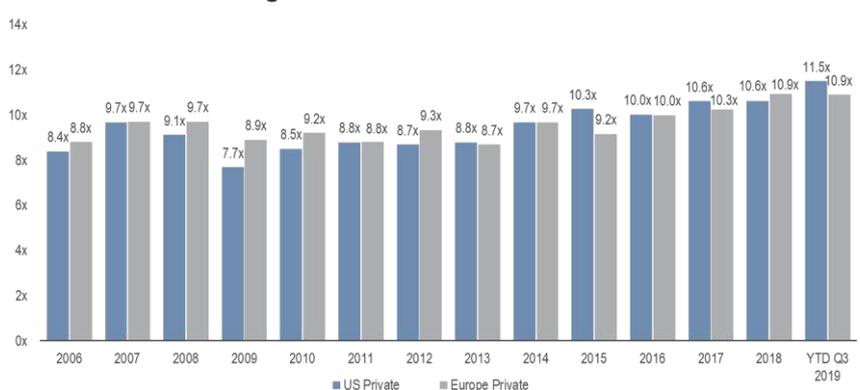
Fonte: Pitchbook al 30 settembre 2019 (venture capital escluso).

Proprio queste condizioni hanno determinato un contesto d'investimento altamente competitivo che ha portato a un incremento costante dei multipli di valutazione.

Negli ultimi anni, le valutazioni del PE sono andate costantemente aumentando sia negli Stati Uniti che in Europa. In entrambi i mercati, le valutazioni attuali sono ai massimi e superano quelle registrate nel 2007 (fonte: S&P Leveraged Buyout Review) (GRAFICO 72).

Detto questo, occorre precisare che le valutazioni del mercato privato restano di molto inferiori a quelle dei mercati quotati, in particolare negli Stati Uniti.

**GRAFICO 72**  
Valutazioni del PE negli USA e nell'UE



Fonte: S&P Leveraged Buyout Quarterly Review, 3T 2019.

Nota: Le valutazioni rappresentano multipli EV/EBITDA.

Da diversi anni le condizioni di finanziamento sono relativamente favorevoli.

In generale, i livelli di finanziamento per le operazioni di leveraged buyout sono stati favoriti da una politica di finanziamento accomodante da parte delle banche e dei finanziatori diretti che hanno reso disponibile un'elevata quantità di capitale di finanziamento a tassi di interesse interessanti e a condizioni vantaggiose (GRAFICO 73).

Le strutture flessibili e i prestiti "covenant-lite" hanno conosciuto una grande diffusione: l'85% circa di tutti i prestiti istituzionali sottoscritti nel 2018 è costituito da finanziamenti covenant-lite (fonte: S&P Leveraged Commentary Data, 3T 2019).

Abbiamo inoltre osservato l'emergere di finanziatori privati alternativi che hanno contribuito ad accrescere la competitività dei mercati finanziari.

Sebbene il ricorso alla leva finanziaria sia costantemente aumentato, esso rimane inferiore all'ultimo picco del mercato (2006-2007) e la capacità di far fronte al debito, misurata dai coefficienti di copertura degli interessi, è di gran lunga superiore ai livelli pre-crisi (GRAFICO 74).

Inoltre, una caratteristica fondamentale delle operazioni di buyout successive alla crisi finanziaria globale è la crescita relativa degli apporti in termini di capitale proprio tra le fonti totali di finanziamento (~40-45% contro ~33% nel periodo 2005-2007).

Ciò fornisce un livello di protezione più elevato ai finanziatori e si traduce anche in un maggiore fabbisogno di capitale di coinvestimento.

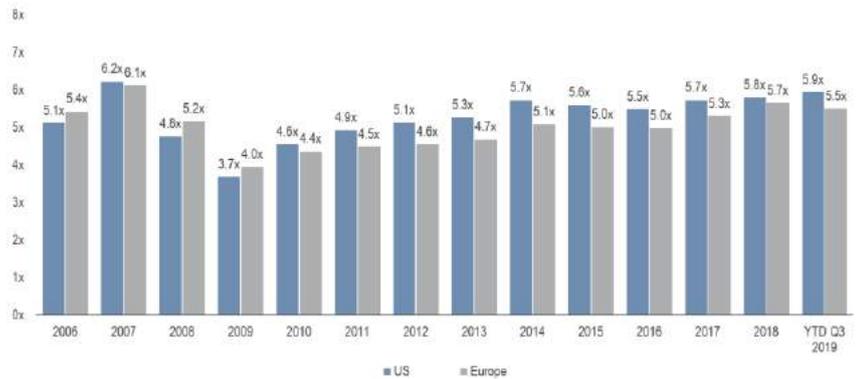
Anche le realizzazioni degli investimenti in PE hanno registrato un ottimo andamento.

Tra il 2014 e il 2018 il settore ha registrato realizzazioni estremamente consistenti – USD 2.000 miliardi, di gran lunga il dato più elevato mai messo a referto – e le società di PE sembrano avere tutte le carte in regola per generare cifre analoghe nel 2019.

È da 8 anni che le distribuzioni di capitale dalle realizzazioni agli investitori superano invariabilmente gli apporti per finanziare nuovi investimenti (GRAFICO 75).

Il periodo di detenzione mediano degli investimenti da parte dei gestori di fondi di PE è

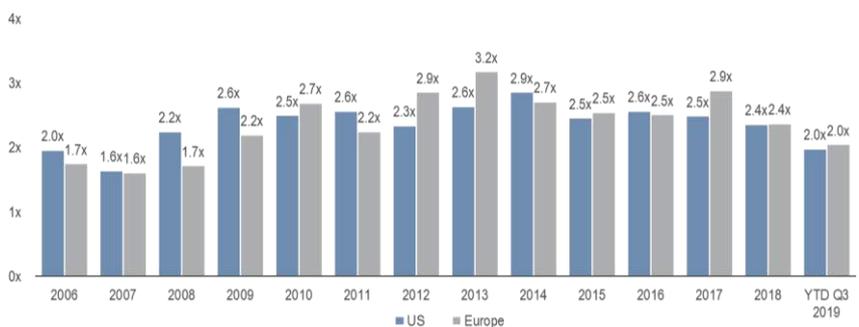
**GRAFICO 73**  
Leva finanziaria nelle operazioni di buyout nel PE



Fonte: S&P Leveraged Buyout Quarterly Review, 3T 2019.

Nota: I livelli di ricorso alla leva rappresentano i rapporti indebitamento/EBITDA

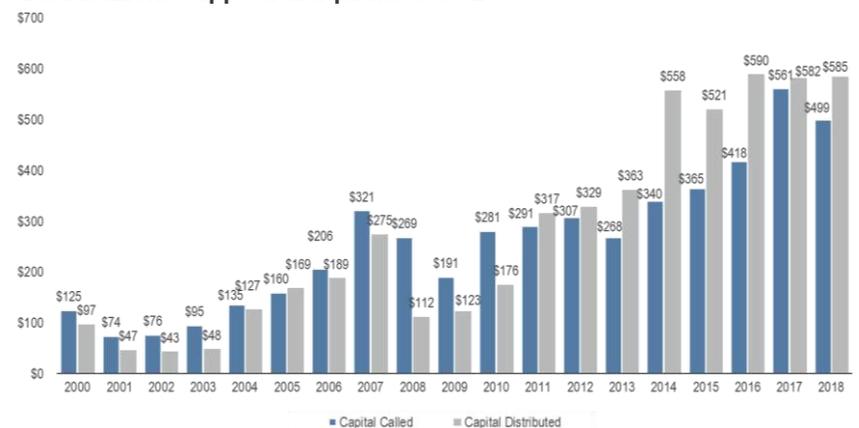
**GRAFICO 74**  
Rapporto di copertura degli interessi



Fonte: S&P Leveraged Buyout Quarterly Review, 3T 2019.

Nota: I livelli di copertura degli interessi rappresentano i rapporti EBITDA – spesa in conto capitale/interessi.

**GRAFICO 75**  
Distribuzioni e apporti di liquidità del PE



Fonte: Preqin

di ~4.5 anni, in calo rispetto al picco di ~6 anni nel 2014.

La solidità dei bilanci societari ha continuato a suscitare un forte interesse da parte degli investitori strategici nei confronti delle operazioni di fusione e acquisizione. Le cessioni in favore di tali acquirenti strategici continuano a rappresentare la maggior parte dei disinvestimenti.

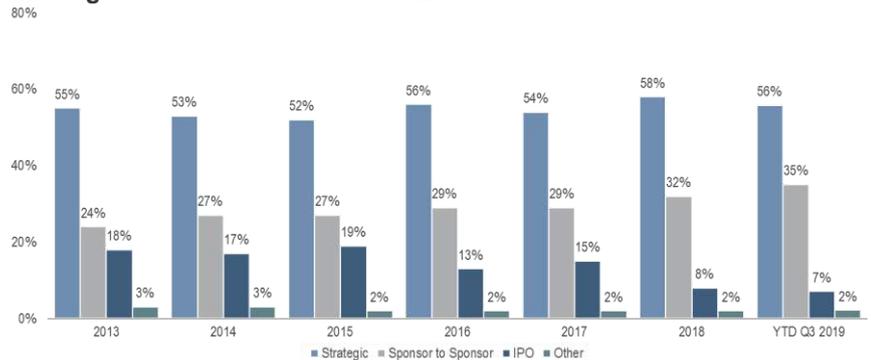
Allo stesso tempo, con 1,2 miliardi di dollari, i disinvestimenti da sponsor a sponsor hanno registrato nel 2018 il terzo anno più brillante per il settore (alle spalle solo del 2007 e del 2017).

A titolo di confronto, dopo il secondo semestre del 2018 il valore delle IPO è diminuito in un contesto di costante incertezza e di aumento della volatilità sui mercati (GRAFICO 76).

Sul fronte della raccolta di capitali, i mercati del PE sono rimasti dinamici dopo il record di attività del 2017.

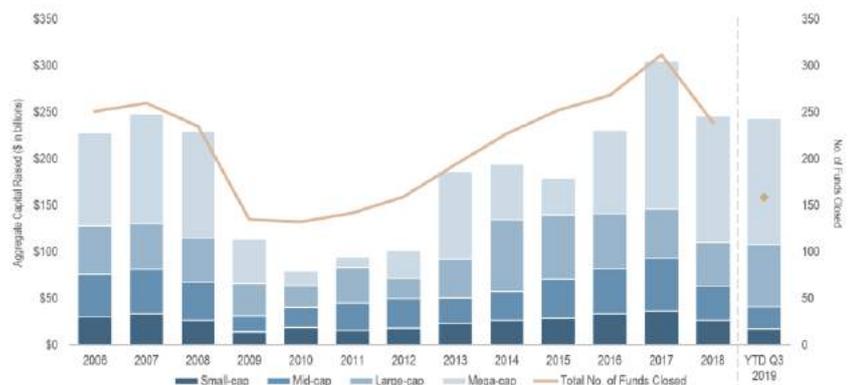
Il 2018 è stato il secondo anno migliore per la raccolta degli ultimi dieci anni e già a novembre 2019 le iniziative per la raccolta di nuovi capitali negli Stati Uniti avevano superato i massimi storici del 2017 (GRAFICO 77).

**GRAFICO 76**  
**Dettaglio dei disinvestimenti nel PE**



Fonte: analisi dei buyout di Preqin.

**GRAFICO 77**  
**La raccolta dei fondi di PE**



Fonte: Preqin al 30 settembre 2019. Rappresenta la raccolta di fondi per buyout a livello globale. Small cap < USD 500 milioni. Mid cap USD 500-1.500 milioni. Large cap USD 1.5 miliardi - USD 4.5 miliardi. Mega > USD 4.5 miliardi.

L'ottima salute del mercato della raccolta ha consentito ai finanziamenti di raggiungere volumi record per numerose società di private equity di alta qualità e consolidate.

Abbiamo inoltre assistito all'ingresso sul mercato di diverse offerte di finanziamento, in particolare attraverso scorpori, affiancamenti strategici e arrivo di nuovi gestori. Gli elevati livelli della raccolta di nuovi capitali nascono dal concorso di diversi fattori.

I rendimenti del PE nel lungo termine sono stati positivi per tutte i "vintage" maturi e hanno continuato a sovraperformare sensibilmente i risultati dei mercati quotati, rafforzando la fiducia degli investitori.

Nell'ultimo decennio, il fatto che nel private equity le distribuzioni siano risultate generalmente superiori agli apporti hanno acuito la necessità degli investitori di redistribuire il capitale nell'asset class.

Infine, molti investitori con impegni programmati da rispettare hanno continuato a modificare la propria allocazione strategica a favore dell'asset class del PE come soluzione per contrastare e compensare il calo dei rendimenti dei portafogli obbligazionari tradizionali.

Tutto questo interesse nei confronti del PE ha portato a un accumulo del cosiddetto "dry powder" disponibile per nuovi investimenti, di cui ultimamente si parla molto nel settore.

Sicuramente il dry powder – ovvero il capitale non impegnato e disponibile per nuovi investimenti – è andato stabilmente aumentando.

Allo stesso tempo, anche le attività d’investimento hanno subito un’accelerazione poiché si sono presentate numerosissime opportunità che necessitano di capitali.

Se confrontate con il ritmo degli investimenti degli ultimi 5 anni, il dry powder disponibile è rimasto effettivamente fermo più o meno allo stesso livello, pari cioè a 3-4 anni di investimenti, e abbondantemente entro l’orizzonte temporale d’investimento tipico di un fondo di PE (cioè 4-6 anni) (GRAFICO 78).

**GRAFICO 78**  
**Dry powder disponibile**



Fonte: PitchBook. Al 31 dicembre 2018.

Per quanto riguarda i principali investitori in questa asset class, si tratta ancora di fondi pensione, compagnie di assicurazione, fondi sovrani, gestori patrimoniali, family office e altri investitori istituzionali.

Tuttavia, in futuro, ci aspettiamo che il private equity conosca una maggiore diffusione e diventi più aperto agli investitori non istituzionali, ammesso che gli ostacoli normativi vengano alleggeriti.

## Co-investimenti: investire in modo efficiente nel private equity

Nel giro di pochi anni, le operazioni di co-investimento sono passate da un’attività di investimento marginale del PE a un’attività molto diffusa, arrivando a costituire una quota sempre più ampia dei volumi complessivi in questo segmento.

Per gli investitori, i co-investimenti presentano spesso il vantaggio di non comportare commissioni di gestione o di performance (carried interest) e sono di norma interamente finanziati subito dopo l’impegno, fornendo così un modo più efficiente di impiegare il capitale.

Allo stesso tempo, le società di private equity sfruttano il capitale dei co-investitori per poter portare a termine transazioni di maggiore entità senza essere costrette a unire le forze con un concorrente e per ampliare e migliorare le relazioni con i limited partner (LP) che sono, in ultima analisi, i loro investitori.

Dalla crisi finanziaria globale del 2008, lo scenario competitivo è profondamente mutato per i co-investimenti.

Riteniamo che diverse categorie di co-investitori, come le banche e gli hedge fund, non siano più significativamente attive e abbiamo notato un aumento della popolarità dei co-investimenti tra gli LP.

La partecipazione al co-investimento tende a concentrarsi tra gli LP di una particolare società di private equity. Tra loro, tuttavia, si osserva un’ampia diversità in termini di risorse, processi, relazioni ed esperienza.

Molti LP sono spesso disposti ad aderire a un prestito sindacato solo dopo la conclusione di un’operazione oppure sono in grado di investire somme di capitale relativamente modeste rispetto al capitale complessivo di co-investimento necessario per portare a termine l’operazione. I “club deal” sono diventati meno frequenti sul mercato e le società di private equity offrono invece una maggior quantità di co-investimenti per soddisfare la dichiarata preferenza degli LP per questa tipologia di partecipazione.

L’andamento ancora robusto dei volumi di buyout globali e il già citato aumento della capitalizzazione azionaria negli LBO sono di buon auspicio per la continua creazione di opportunità di co-investimento.

Nel complesso, riteniamo che i co-investimenti possano migliorare significativamente le commissioni e l’efficienza del capitale di un portafoglio, offrendo un’esposizione diretta a livello di società in portafoglio in aggiunta allo General Partner (GP) principale.

La velocità di impiego del capitale consente agli investitori di utilizzare i co-investimenti per esprimere il proprio punto di vista sul ciclo di mercato in modo più immediato e per ripartire il capitale in modo più tattico tra settori, aree geografiche, strategie e GP.

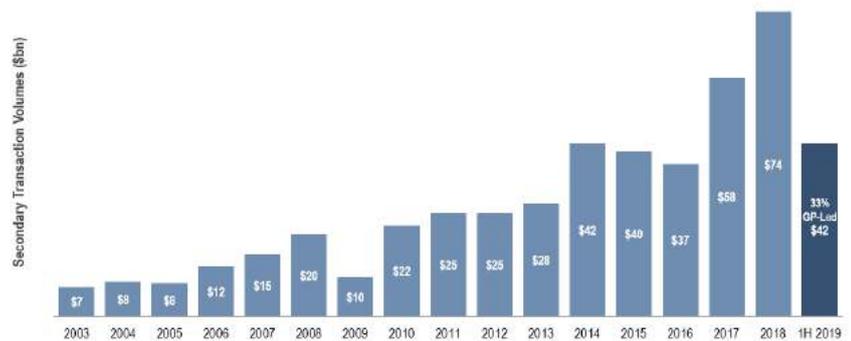
Per lo stesso motivo, i co-investimenti richiedono un'approfondita due diligence. Inoltre, per una corretta valutazione di tali opportunità è necessaria una profonda conoscenza del settore.

## Secondario: un segmento in espansione, grazie anche all'aumento delle operazioni promosse dai GP

Un altro segmento dell'universo del PE che negli ultimi anni ha assunto un carattere più sofisticato è il mercato secondario degli LP, che si è trasformato da fonte di liquidità per gli LP in difficoltà in uno dei più diffusi strumenti di gestione del portafoglio di LP, come dimostra la crescita del volume del mercato secondario da 20 miliardi di dollari nel 2008 a 74 miliardi di dollari nel 2018 (GRAFICO 79).

I vantaggi per gli investitori sono indiscutibili.

**GRAFICO 79**  
Attività del mercato secondario



Fonte: Greenhill Cogent. Dati ad agosto 2019.

Poiché gli asset secondari sono per la maggior parte già sostanzialmente investiti, aggiungendoli a un portafoglio è possibile accelerare il tasso di impiego del capitale e ridurre sostanzialmente il cosiddetto "blind pool risk" (rischio di non visibilità) in quanto una parte consistente degli asset del fondo risulta visibile.

Vi è un ulteriore vantaggio di diversificazione perché, a differenza del mercato primario e dei co-investimenti, il mercato secondario può aumentare l'esposizione ai fondi di PE che hanno iniziato a investire nelle società in portafoglio diversi anni prima.

Poiché la maggior parte degli attivi acquisiti in transazioni sul mercato secondario appartiene al fondo PE da diversi anni, ciò comporta un periodo di detenzione più breve rispetto al caso in cui gli investitori si fossero esposti alle stesse società alla data di investimento iniziale. Questo rientro più rapido dell'investimento anticipa la ricezione dei proventi provenienti degli sponsor e può migliorare il tasso di rendimento interno ("IRR") nelle fasi iniziali della vita del fondo.

Storicamente, la gestione del portafoglio, le pressioni normative e le esigenze di liquidità sono stati i principali catalizzatori che hanno indotto gli LP a vendere le proprie partecipazioni nel PE.

Parallelamente, il mercato secondario trainato dai GP è andato conquistando quote di mercato in misura crescente.

Le operazioni promosse dai GP, come la ristrutturazione di fondi, le offerte di LP o i team lift-out, mirano generalmente a fornire liquidità agli LP esistenti, creare nuovo capitale investibile per la società di PE, resettare gli incentivi agli sponsor e assicurare il tempo e il capitale necessari per massimizzare il valore degli attivi rimanenti per gli LP, i nuovi investitori nel mercato secondario e gli sponsor del PE.

Queste transazioni sono passate dal 7% del mercato nel 2013 al 32% circa dei volumi secondari nel 2018 (GRAFICO 80).

La crescita è frutto della maggiore duration dei fondi e dell'eccesso di valore illiquido non realizzato che ha portato a una certa stanchezza tra gli investitori. In risposta alla crescente pressione da parte degli LP, le società di PE collaborano con investitori esperti nel mercato secondario così da fornire a tutti gli LP un'opzione di liquidità completa e strutturata per gestire problemi complessi di duration e liquidità.

Tali operazioni sono spesso estremamente strutturate e possono consentire un migliore allineamento di interessi tra la società di private equity e gli acquirenti del mercato secondario.

La complessità di questo tipo di transazioni consente inoltre agli acquirenti secondari di beneficiare di una minore concorrenza e di una selezione più mirata degli asset.

Da ultimo, le valutazioni del settore secondario rimangono congrue, al 95% del valore patrimoniale netto (NAV) dei fondi di buyout a metà del 2019, mentre le aspettative per le transazioni promosse dai GP sono più elevate per effetto dei fattori citati in precedenza.

Riteniamo che il solido andamento del mercato della raccolta fondi per il PE dell'ultimo decennio continuerà ad alimentare per molti anni a venire il flusso delle transazioni secondarie sia tra gli LP che tra i GP.

**GRAFICO 80**  
**Volume del mercato secondario trainato dai GP**



Fonte.: Greenhill Cogent. Dati ad agosto 2019.

## Commodities

A cura di Goldman Sachs Asset Management



### Prospettive per il settore delle commodity

Nel corso del 2019, il mercato è stato spesso afflitto dai timori di una recessione, alimentati dal rallentamento della crescita globale. Per molti, il principale responsabile di questa decelerazione economica è l'aumento del protezionismo commerciale, in particolare sul fronte sino-americano.

I dati relativi agli scambi commerciali tra Cina e Stati Uniti mostrano che quasi il 50% del calo dei volumi del commercio globale è imputabile ai dazi; a sua volta, questa flessione si traduce in un deterioramento dei dati sulla produzione industriale, una variabile importante per spiegare la variazione storica dei dati sul PIL.

Sebbene l'economia statunitense sia entrata nel suo 126° mese di espansione (a novembre 2019), il rischio di recessione resta relativamente contenuto, pur essendosi intensificato nel corso dell'anno. La crescita globale rimane relativamente solida, con tassi di crescita del PIL in paesi come gli Stati Uniti, il Regno Unito, l'Area Euro, il Giappone e persino la Cina non lontani dal potenziale (se non lievemente superiori).

Allo stesso tempo, le incertezze sul fronte politico, geopolitico e delle politiche economiche si stanno riacutizzando. Naturalmente, tutto questo non tiene conto delle "incognite ignote", come un eventuale attacco terroristico, che potrebbero apparire dal nulla.

È interessante notare come alcuni di questi rischi, per esempio la guerra commerciale tra gli Stati Uniti e la Cina, abbiano alimentato i timori di una recessione. Altri, come l'attacco agli impianti petroliferi sauditi, causa di una rilevante interruzione delle forniture di petrolio, sono passati quasi inosservati, sebbene gli shock petroliferi abbiano rappresentato storicamente una delle cause più comuni di recessione.

È difficile dire se sia giustificato sottovalutare questi rischi, ma nella mente degli investitori ciò suscita indubbiamente importanti interrogativi.

Per quanto riguarda le **commodity**, a nostro avviso la diffusa incertezza politica su svariati fronti limiterebbe il potenziale rialzo dei prezzi nell'eventualità di una tregua commerciale, ed inoltre riduce la persistenza dei movimenti macroeconomici, **inducendoci a favorire un'allocazione tattica e dinamica in vista del 2020**. Nei paragrafi seguenti illustriamo più in dettaglio le nostre previsioni sul **petrolio** e sull'**oro** per il prossimo anno.

**La nostra prospettiva riguardo al mercato del petrolio nei prossimi 12 mesi è in linea di massima neutrale**, e prevediamo che la quotazione del WTI si manterrà tra i 45 e i 65 Dollari per gran parte del 2020, salvo altre interruzioni sostanziali delle forniture.

È probabile che la continua crescita economica e i tagli alla produzione dell'OPEC limitino eventuali ribassi delle quotazioni. Sebbene il mercato del petrolio abbia registrato una contrazione negli ultimi mesi, **le previsioni per l'inizio del 2020 indicano un'eccedenza produttiva, limitando i rischi di rialzo dei prezzi nel medio termine**.

Tale eccedenza è riconducibile principalmente a due fattori: il rallentamento della crescita della domanda e il continuo vigore della produzione, specialmente negli Stati Uniti, dove i nuovi oleodotti del Bacino Permiano entreranno in funzione già nel primo trimestre del prossimo anno.

**Siamo** tuttavia **positivi sui carburanti**, alla luce dei fattori stagionali e delle opportunità di *carry*.

Nel corso del 2019, le quotazioni dell'**oro** hanno registrato forti rialzi sulla scia del ribasso dei tassi di interesse e delle minori aspettative riguardo a questi ultimi, in aggiunta al "ruolo" di bene rifugio svolto da questo metallo

prezioso nei periodi di crescente incertezza. **Le attuali valutazioni appaiono elevate in rapporto alle medie di lungo periodo, anche se corrette per l'inflazione.**

Di recente, **il *sentiment* degli investitori è migliorato sensibilmente**, favorendo una rotazione pro-ciclica che ha condotto a **forti vendite sull'oro e al ribasso dei tassi di interesse.**

Se da un lato è probabile che l'oro (e l'argento) rimangano sotto pressione qualora questo cambiamento del *sentiment* si riveli duraturo, dall'altro lato il nostro obiettivo di prezzo a 12 mesi, pari a 1.600 Dollari all'oncia, resta positivo, implicando un rendimento di prezzo spot del 9% circa rispetto agli attuali livelli.

Oltre a un **aumento degli acquisti di oro da parte delle banche centrali** (specialmente nei Mercati Emergenti), **tra i probabili driver macroeconomici a sostegno del prezzo dell'oro prevediamo un incremento della liquidità precauzionale**, che sta cominciando a creare un eccesso di risparmio, **e un calo degli investimenti** (sulla scia della contrazione della domanda di beni durevoli, poiché l'attuale incertezza rafforza la riluttanza ad assumere impegni a lungo termine).

## Oro e risorse naturali

A cura di BlackRock



Attualmente crediamo che in tutti i sottosectori delle risorse naturali ci siano aziende con fondamentali interessanti, che però sono contrastati da uno scenario macro relativamente incerto.

A livello globale vediamo un peggioramento delle aspettative di crescita economica, dovuto principalmente all'incertezza creata dalle tensioni commerciali, mentre le banche centrali si stanno muovendo per contrastare tale rallentamento, allontanando la fine del ciclo economico.

Al momento le risorse naturali presentano valutazioni interessanti e riteniamo che gli investitori debbano considerare questa opportunità: il settore viene negoziato a uno sconto significativo rispetto sia ai mercati azionari più ampi che ai valori storici. A nostro avviso, le azioni minerarie ed energetiche, in particolare, stanno scontando una prospettiva sui prezzi delle materie prime eccessivamente pessimistica.

### Oro

Guardando al futuro, crediamo ci siano buone probabilità che l'oro presenti valutazioni superiori a quelle attuali ed allo stesso tempo prevediamo che le azioni aurifere avranno un beta superiore a 1 relativamente alle variazioni dei prezzi dell'oro.

Negli ultimi mesi, l'aumento dei prezzi dell'oro, sembra sia stato guidato da una forte domanda di investimenti in futures e in ETF sull'oro fisico.

#### GRAFICO 81

Beta ad un anno rolling basato sui rendimenti settimanali del FTSE Gold Mines Index e il prezzo dell'oro



Fonte: Datastream, 12 Novembre 2019

I valori fanno riferimento a performance passate. Le performance passate non sono un indicatore affidabile dei risultati attuali o futuri.

A nostro avviso, il fattore chiave che ha spinto gli investitori ad investire è stato la compressione dei tassi reali, che rappresentano il vero costo-opportunità del detenere oro, e per i quali prevediamo un'ulteriore diminuzione nei prossimi 12 mesi.

La Fed è stata costretta a cambiare drasticamente la sua strategia e riteniamo che ci vorrà molto tempo prima che possa ricominciare ad implementare una politica monetaria restrittiva.

Inoltre, al momento ci sono circa \$ 17 trilioni di asset in obbligazioni a rendimento negativo, mentre l'oro resta un bene rifugio caratterizzato da un rendimento atteso pari a zero, che è comunque migliore del rendimento negativo offerto oggi dalla maggior parte delle obbligazioni.

**L'oro non ha inoltre alcun rischio di controparte** mentre tutte le obbligazioni, anche quelle con un rendimento negativo, comportano un rischio di credito legato all'emittente.

Oltre al calo dei tassi reali, **riteniamo che la domanda di oro sia aumentata grazie alla maggiore incertezza geopolitica, alle preoccupazioni sulla crescita economica globale e alla volatilità sui mercati azionari.**

Crediamo che persisterà un elevato livello di incertezza politica, derivata dalla guerra commerciale USA-Cina, dal crescente protezionismo, dalle tensioni militari nel Golfo e da Brexit.

Nonostante i maggiori rischi, rimaniamo dell'idea che una recessione globale nei prossimi 12-18 mesi sia poco probabile, sebbene sembri che i mercati stiano chiudendo un occhio sulle potenziali implicazioni dell'aumento

generalizzato dei livelli di debito. Inoltre, i mercati azionari globali sono ancora vicini ai massimi storici, dopo un ulteriore apprezzamento in questi mesi che porta le valutazioni su livelli elevati.

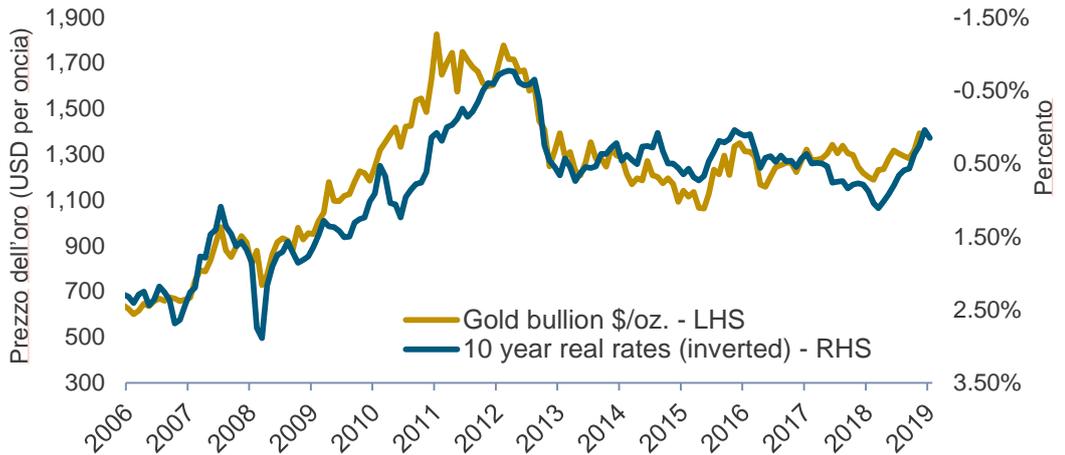
Tutti questi fattori contribuiscono al nostro scenario secondo cui **la domanda di investimenti in "beni rifugio" è destinata a rimanere solida**, creando una forte argomentazione per chi fosse interessato a diversificare investendo in oro o titoli azionari di società operanti nel settore.

Sebbene ci aspettiamo che la domanda di investimenti in future ed ETF sull'oro fisico sarà il fattore chiave per l'oscillazione nella domanda di oro nei prossimi 12-18 mesi, **l'incremento della domanda di oro da parte delle banche centrali**, registrato negli ultimi mesi, risulta certamente utile e **prevediamo che persisterà**.

Crediamo che, in una prospettiva di lungo termine, **il prezzo dell'oro tenderà al rialzo**, trainato sia dalla crescita economica in Cina e India, che farà da stimolo alla domanda, sia dalla mancanza di investimenti da parte delle società aurifere negli ultimi anni, che ne ha limitato la produzione mineraria e quindi l'offerta sul mercato.

**GRAFICO 82**

**Prezzo dell'oro rispetto ai tassi reali invertiti**



Fonte: Datastream, ottobre 2019

I valori fanno riferimento a performance passate. Le performance passate non sono un indicatore affidabile dei risultati attuali o futuri.

## Minerario

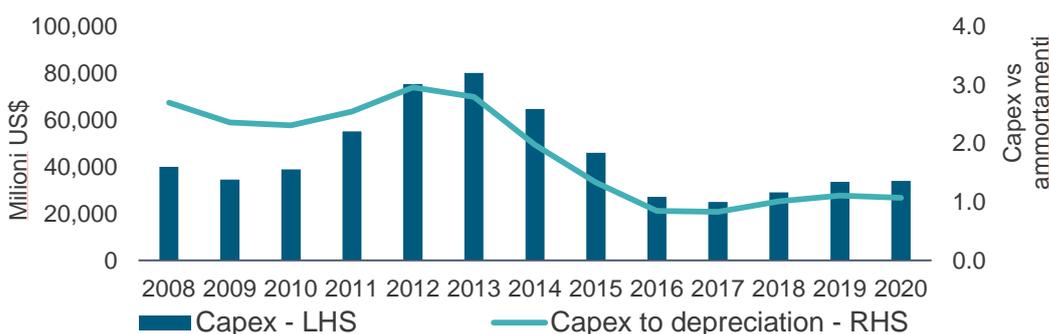
Crediamo che nel settore minerario ci siano opportunità interessanti legate a valutazioni particolarmente attraenti. Il settore minerario sta generando flussi di cassa record, i bilanci sono solidi e le aziende sono focalizzate sull'utilizzo delle risorse finanziarie in maniera disciplinata.

Mentre le tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina alimentano l'incertezza, prevediamo che la crescita economica globale rimanga positiva per i prossimi 12-18 mesi, anche se a un ritmo rallentato rispetto alle aspettative per quest'anno. Escludendo una recessione economica, prevediamo che il settore minerario vedrà delle rivalutazioni, in quanto le società minerarie stanno continuando a generare solidi flussi di cassa, restituendo capitale agli azionisti attraverso dividendi e riacquisti.

Prevediamo che la maggior parte dei prezzi delle commodities minerarie rimarrà stabile per il resto del 2019 e per il 2020. Dal lato della domanda di materie prime, non prevediamo un forte rallentamento per il mercato cinese e

**GRAFICO 83**

**Spaccato degli investimenti nel settore minerario**



Fonte: Bank of America Merrill Lynch, gennaio 2019. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni effettuate si avvereranno.

abbiamo incontrato misure di stimolo che stanno iniziando a portare miglioramenti su alcuni dati economici

L'offerta di commodities è generalmente ridotta nei mercati delle materie prime e, visti i tagli della spesa del settore minerario dal 2012 (in calo del 66% circa), ci aspettiamo che rimanga tale.

## Energetico

Riteniamo che il costo marginale sia attualmente di circa \$60- \$70 al barile e prevediamo che i prezzi del petrolio si allineeranno a questo valore nel 2020, salvo un forte rallentamento economico.

Dal lato dell'offerta, prevediamo che l'OPEC mantenga il suo impegno per sostenere il prezzo del petrolio e che si rispettino i tagli alla produzione concordati.

Altro elemento importante per l'approvvigionamento petrolifero globale è lo shale americano, in quanto ha un ciclo di estrazione più breve ed è la principale fonte di approvvigionamento non-OPEC. Prevediamo una crescita forte dello shale americano, anche se non schiacciante, per la fine del 2019, che crediamo rallenterà notevolmente nel 2020. La mancanza di infrastrutture per il trasporto di tale petrolio, che ne ha frenato la crescita nel 2018, sembra essere stata risolta, il che dovrebbe stimolare l'offerta ma, allo stesso tempo, le società statunitensi di esplorazione e produzione sono ora più focalizzate sulla disciplina del capitale, controbilanciando il primo effetto positivo.

In questa area di mercato abbiamo visto un forte cambiamento nel comportamento delle aziende: le società hanno spostato il focus da un approccio puramente improntato alla crescita verso un approccio maggiormente focalizzato sui rendimenti per gli azionisti.

Prevediamo che questa tendenza continuerà e limiterà la crescita dell'offerta. Infine, prevediamo che l'offerta non-OPEC e non-USA, sarà limitata a causa degli investimenti insufficienti.

A livello globale, la spesa in investimenti riportata a bilancio per l'approvvigionamento di energia da combustibili fossili è circa due terzi di quella che era nel 2014.

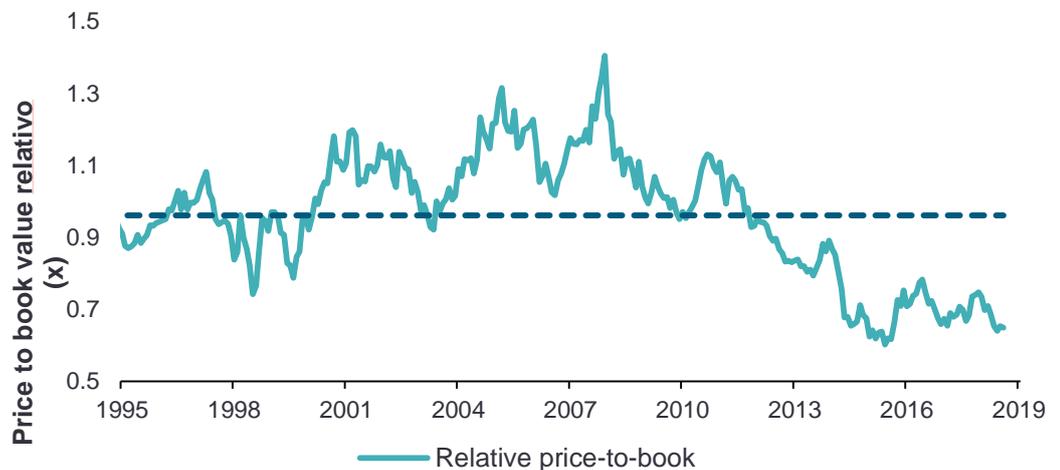
I rischi geopolitici rimangono elevati, a seguito del recente attacco in Arabia Saudita. Le azioni del settore energetico offrono agli investitori un modo conveniente per proteggersi da questo rischio di coda.

Il settore ha subito un sostanziale declassamento negli ultimi anni e presenta valutazioni attraenti rispetto alla commodity sottostante, ai mercati azionari e ai propri valori storici.

Crediamo che, durante i prossimi 12 mesi, il settore energetico dovrà mantenere il focus sulla generazione di flussi di cassa, dividendi per gli azionisti e disciplina del capitale.

Ciò dovrebbe aiutare a ricostruire la fiducia degli investitori e potrebbe portare ad una rivalutazione degli asset.

**GRAFICO 84**  
P/BV del settore energetico rispetto all'azionario globale



Fonte: Datastream, ottobre 2019.

Azionario energetico rappresentato dall'indice MSCI World Energy e mercati azionari più ampi rappresentati dall'indice MSCI World.

# Infrastrutture

A cura di Morgan Stanley Investment Management

Morgan Stanley | INVESTMENT MANAGEMENT

## Prospettive sulle infrastrutture 2020

Nel 2019 la performance delle infrastrutture quotate globali ha beneficiato della concomitanza di diversi fattori:

1. un quadro dei fondamentali solido nella maggior parte dei settori infrastrutturali, sostenuto da una modesta crescita globale,
2. un calo del costo del capitale accompagnato da un ritorno dei tassi d'interesse ai minimi storici in diverse economie sviluppate,
3. la domanda di azioni di tipo "difensivo", per lo più immuni dal rischio politico, in un contesto mondiale che ha visto aggravarsi le incertezze geopolitiche e
4. la necessità di un potenziamento della rete infrastrutturale, spinta dall'evoluzione della rete stessa (visibile soprattutto nei settori delle utility e delle comunicazioni, ad esempio con la decentralizzazione della rete di distribuzione elettrica attraverso la diffusione delle fonti rinnovabili e con l'espansione dell'infrastruttura 5G/IoT nelle telecomunicazioni).

Da qui in avanti ci aspettiamo che alcuni trend nei fondamentali manifestino un leggero rallentamento, in particolare nelle infrastrutture dei trasporti dove l'andamento generale di volumi e traffico è stato negli ultimi tempi tendenzialmente superiore alla media.

Nonostante questo, a livello di fondamentali, **le nostre prospettive per i titoli infrastrutturali per il 2020 sono positive.**

Inoltre, considerato l'acceso dibattito in corso per stabilire se ci troviamo nella "fase intermedia" o "fase finale" del ciclo economico e gli interrogativi ancora aperti sulle tempistiche e sulla portata dell'accordo commerciale tra Stati Uniti e Cina, per non parlare dell'esito delle presidenziali USA del 2020, **i titoli infrastrutturali probabilmente continueranno a costituire un bene rifugio per molti investitori** in cerca di società con flussi di cassa resilienti e prevedibili.

I fattori di rischio principali sono le valutazioni e le modifiche normative. Le prime, però, sono secondo noi un rischio che interessa tutti gli attivi con duration lunga, quindi anche l'obbligazionario e le azioni non infrastrutturali. Fortunatamente, il valore resta circoscritto a livello di singola società e ciò risulta favorevole per questa classe di attivo in ottica futura.

Per illustrare più chiaramente le nostre prospettive sui titoli infrastrutturali per il 2020, inclusi i fattori di crescita e quelli di rischio, abbiamo suddiviso la nostra analisi per settori generali.

## Prospettive settoriali

### Utility

Nel 2019, sia le network utility che le società attive nel settore delle energie rinnovabili hanno registrato ottime performance, favorite dal calo dei tassi di interesse e dalla volontà degli investitori di investire in società capaci di offrire flussi di cassa stabili e prevedibili, indipendentemente dalle numerose incertezze macro globali (commerciali e politiche).

Questi aspetti sono certamente stati i fattori chiave della recente performance.

Non bisogna però sottovalutare l'ottimo quadro di fondamentali in cui si trovano attualmente ad operare numerose network utility e società dell'energia rinnovabile, soprattutto in Nord America.

Negli Stati Uniti i piani d'investimento delle società di utility consentono generalmente tassi di crescita superiori alla media in tutti i rami di utenza – acqua, luce e gas – ognuno grazie a un diverso fattore.

Per quanto riguarda i servizi elettrici, la crescita è alimentata dal bisogno di prodotti complementari all'energia rinnovabile e dal bisogno di permettere diversi tipi di flussi prodotti e una maggiore decentralizzazione per via del crescente numero di fonti di energia rinnovabili. A lungo andare, l'elettrificazione dei trasporti e la diffusione dell'IoT richiederà un ulteriore potenziamento delle reti.

Nel ramo del gas la crescita è alimentata dalla necessità di sostituire gasdotti obsolescenti e procedere alla conversione degli attuali impianti di riscaldamento a gasolio nel Nord-Ovest degli Stati Uniti.

Per la rete idrica, le principali esigenze sono la sostituzione delle condotte, lo sviluppo di nuove risorse in un quadro climatico in evoluzione e le operazioni di fusione e acquisizione "a catena" attraverso l'assorbimento di inefficienti reti comunali.

Alla luce di queste tendenze, le nostre previsioni a medio termine per le utility statunitensi anticipano un tasso di crescita del 5-9% degli utili per azione e dei dividendi.

Per quanto riguarda i rischi del settore, riteniamo che per il 2020 quelli principali si collochino nella sfera normativa e delle valutazioni.

Dal punto di vista regolamentare, seguiamo con attenzione il livello di rendimenti consentiti dalle autorità nell'attuale contesto di bassi tassi d'interesse.

È interessante notare come, al di fuori degli Stati Uniti, questo costituisca un rischio significativo, in particolare in Australia e in alcuni paesi europei dove i rendimenti consentiti sono stabiliti con una formula matematica.

Negli Stati Uniti, invece, le utility non hanno ancora subito alcuna significativa erosione dei rendimenti permessi. È vero che in alcuni casi i ROE permessi hanno registrato una leggera flessione, ma si mantengono comunque a ottimi livelli (9-13% circa).

In termini di spread del tasso privo di rischio, i rendimenti consentiti offrono differenziali eccellenti.

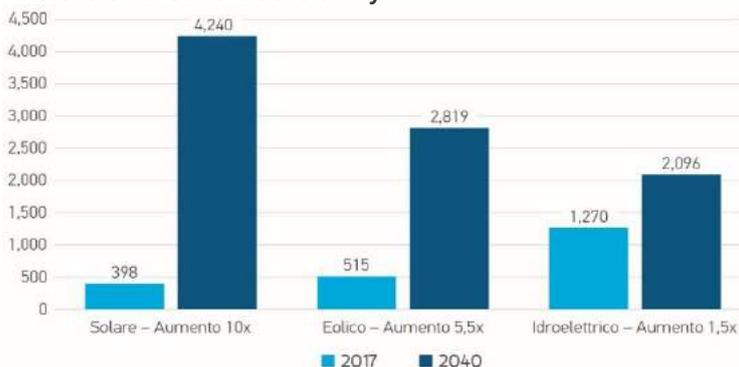
Parlando di valutazioni, è innegabile che in molti paesi le utility di rete vengano scambiate a premio rispetto alle medie storiche e a livelli normalmente compatibili con i tassi attuali.

Tuttavia, se esaminiamo la situazione nel contesto delle tendenze economiche di "fine ciclo" e del declino dei beta nel tempo (vedi GRAFICO 85 e GRAFICO 86), siamo dell'avviso che le valutazioni non costituiscano per il settore un rischio così rilevante come potrebbe sembrare in un primo momento. Inoltre, con la recente rotazione degli investitori dai titoli "difensivi" a quelli ciclici, il premio delle network utility rispetto ai mercati azionari più ampi è stato ampiamente neutralizzato.

Di conseguenza, per il 2020 siamo ottimisti sia nei confronti delle network utility che nei confronti delle società attive nel settore delle energie rinnovabili, esprimendo una preferenza per gli attivi del Nord America che, come abbiamo visto, offrono livelli più elevati di crescita e rendimenti consentiti.

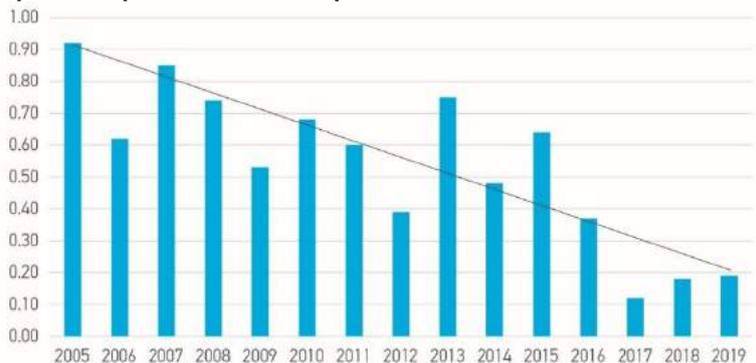
Anche fuori dagli Stati Uniti troviamo alcune opportunità selezionate interessanti in termini di valutazione, sebbene con tassi di crescita inferiori.

**GRAFICO 85**  
La diffusione delle fonti rinnovabili sta generando una crescita notevole nel settore delle utility



Fonte: IEA, Prospettive energetiche mondiali per il 2018, sviluppo sostenibile

**GRAFICO 86**  
Per le utility il costo del capitale in continuo calo giustifica in parte l'espansione dei multipli di mercato



Fonte: Capital IQ, Morgan Stanley Investment Management

## Infrastrutture energetiche

In ottica fondamentale, il 2019 è stato un ottimo anno per le infrastrutture energetiche poiché le attività in essere hanno funzionato a tassi di utilizzo elevati e in Nord America il contesto macro per l'energia è stato positivo, con una produzione record o prossima ai livelli record.

Inoltre, i bilanci delle società midstream in ottima salute e la copertura dei dividendi più che adeguata posizionano le società in modo ottimale per superare indenni il prossimo rallentamento, se e quando si verificherà.

Nonostante la robustezza operativa e finanziaria, tuttavia, i prezzi azionari delle infrastrutture energetiche hanno seguito un andamento contrastante, in quanto dopo la flessione del 2015 gli investitori hanno espresso una certa riluttanza a scommettere sui titoli quotati del settore energetico.

In aggiunta, c'è chi nutre qualche timore sulle prospettive di crescita futura, poiché le autorizzazioni dei nuovi progetti vengono frenate sempre più spesso da difficoltà di ordine ambientale e politico.

A nostro avviso, le società infrastrutturali energetiche offriranno opportunità anche nel 2020 poiché in molti casi vengono scambiate in borsa con uno sconto significativo rispetto alle valutazioni del mercato privato.

Riteniamo comunque che sia necessario muoversi in modo selettivo, poiché alcune società evidenziano meglio di altre la differenza tra valore intrinseco e prezzo azionario corrente (in particolare le società di minori dimensioni che possono essere assorbite dal private equity).

Sebbene siamo consapevoli del fatto che il periodo dei grandi progetti infrastrutturali energetici sia finito, a seguito della forte espansione dell'ultimo decennio in Nord America, le società attive nel settore delle infrastrutture energetiche potrebbero continuare a crescere moderatamente e a generare rendimenti futuri interessanti sul capitale investito.

Nonostante diversi paesi stiano modificando politiche e mix energetici, gran parte delle principali infrastrutture del settore detenute dalle società in cui investiamo verranno probabilmente utilizzate a fondo nel prossimo futuro.

Le strutture per l'esportazione e lo stoccaggio si confermano aree in cui sono presenti opportunità. Le principali aree di rischio sono associate a società altamente esposte a bacini o clientela per le quali l'anno prossimo le attività di estrazione potrebbero rallentare (ad es., Marcellus/Utica, STACK/SCOOP).

Il costante aumento nella produzione di gas e petrolio negli Stati Uniti dovrebbe favorire i gasdotti e le società midstream:

**GRAFICO 87**  
Produzione di greggio negli Stati Uniti



Fonte: U.S. Energy Information Administration

**GRAFICO 88**  
Produzione di gas naturale negli Stati Uniti (volumi lordi)



Fonte: U.S. Energy Information Administration

## Comunicazioni

Negli ultimi due anni, il settore delle comunicazioni ha registrato ottime performance grazie a diversi trend tematici favorevoli alle società di gestione delle torri: buoni tassi di locazione organici negli Stati Uniti e in altri paesi,

opportunità di fusioni e acquisizioni in Europa, possibile accelerazione delle locazioni con l'implementazione del 5G da parte degli operatori wireless e possibile ingresso sul mercato di nuovi operatori (in particolare negli Stati Uniti, dove Dish Networks è pronta a scendere in campo se la fusione Sprint/T-Mobile si rivelerà vincente).

Oltre a queste tendenze, le società di gestione delle torri hanno beneficiato del regime di tassi "più bassi più a lungo", di dinamiche di crescita strutturali indipendenti dai trend geopolitici e dai timori sulla situazione commerciale e di una concomitanza di fattori unica nell'universo delle infrastrutture, vale a dire la crescita di un ROIC già elevato accompagnata da una bassa intensità di capitale.

Fortunatamente per gli investitori che guardano al futuro, questi trend positivi proseguiranno a nostro avviso anche nel 2020, minacciate da un solo rischio: le valutazioni.

È assodato che, fino a poco tempo fa, le valutazioni delle società di gestione delle torri erano rimaste ai massimi livelli, sia negli Stati Uniti che in Europa.

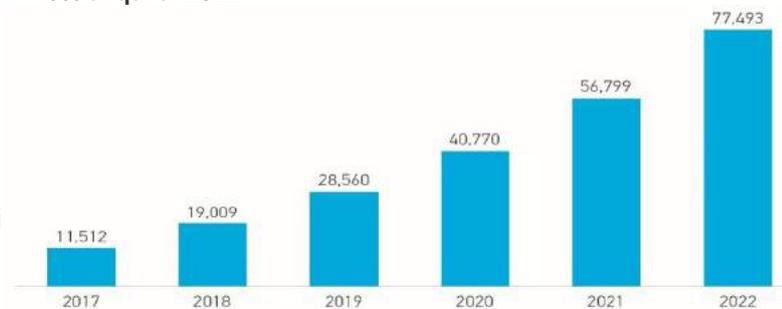
Nonostante questo sia in parte giustificato dall'attuale regime caratterizzato da tassi più bassi, costo del capitale inferiore e notevole crescita delle locazioni, anche tenendo conto di questi elementi riteniamo che le valutazioni siano congrue e presentino un premio rispetto a quelle dei mercati privati. Un segnale incoraggiante è che i prezzi delle azioni hanno iniziato a calare, rendendo le società relativamente più interessanti.

Considerati gli elevati tassi di crescita delle società (la maggior parte ha flussi di cassa che crescono ogni anno dell'8-15% circa), le valutazioni attuali diverranno ben presto congrue.

Nel settore delle comunicazioni, anche satelliti e centri dati offrono opportunità ma presentano un quadro dei fondamentali più contrastante

**GRAFICO 89**

La crescita nel settore delle comunicazioni è significativa e quella attesa del traffico dati su dispositivi mobili è pari a un CAGR del 46% di qui al 2022



Fonte: Capital IQ, Morgan Stanley Investment Management

## Trasporti

Nel 2019, la performance delle infrastrutture di trasporto è risultata in generale positiva, ad eccezione di alcune società del settore nei mercati emergenti e di società esposte ad una ridefinizione regolamentare nei prossimi due anni. Il buon andamento è stato favorito dai trend positivi in termini di traffico e volumi, con l'eccezione del traffico merci in Nord America che ha registrato una flessione del 5-9% circa.

Nel 2019 hanno sorpreso positivamente soprattutto le società aeroportuali, per le quali i trend di traffico hanno superato le aspettative di inizio anno.

Per il 2020 ci aspettiamo un'attenuazione dei trend in corso in tutti i rami del trasporto, con un allineamento alle tendenze a lungo termine.

Fa eccezione il traffico su ferro, che prevediamo continui a calare fino a toccare i minimi tra la metà e la fine dell'anno prossimo. Questo rallentamento dei tassi di crescita costituisce un elemento negativo trascurabile rispetto ai robusti tassi registrati negli ultimi anni. Desideriamo quindi sottolineare che si tratta di un ritorno verso il trend anziché di un'effettiva frenata.

Per quanto riguarda gli aeroporti, è opportuno notare che la proliferazione delle rotte low cost ha determinato negli ultimi anni un'impennata del traffico superiore alla media.

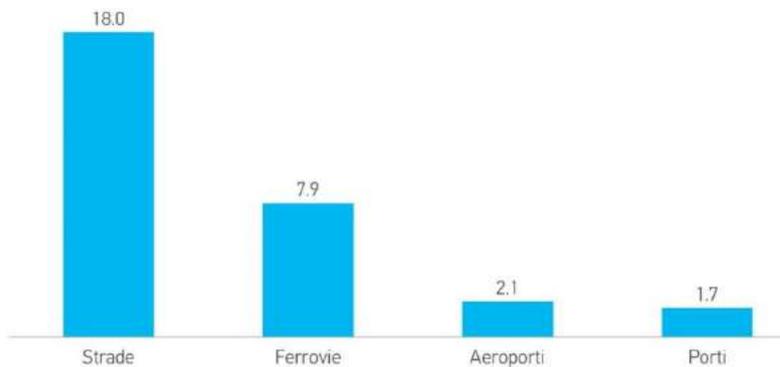
Sul fronte delle valutazioni e della normativa, riteniamo che le valutazioni attuali per il settore dei trasporti siano in generale convenienti e che, rispetto ai settori delle utility e delle comunicazioni, offrano maggiori opportunità d'investimento a sconto sul valore intrinseco.

Nel 2020 il rischio normativo riguarderà, a nostro avviso, alcune società specifiche per le quali i rendimenti consentiti verranno ridefiniti a livelli inferiori, in base al calo dei tassi di interesse.

È nostro parere che tale rischio sia già stato tenuto adeguatamente in conto e non debba costituire una sorpresa al ribasso per le società nel breve termine.

### GRAFICO 90

La domanda di trasporto a livello globale è notevole e rappresenta una rilevante opportunità negli anni a venire:



Fonte: Capital IQ, Morgan Stanley Investment Management

Come nel caso delle utility, tra alcuni politici il dibattito riguardante l'addebito dei costi infrastrutturali dei trasporti al cliente si fa sempre più frequente e va seguito con attenzione.

Allo stesso tempo, non consideriamo questo un rischio rilevante nel breve termine.

Concludendo, consideriamo il settore dei trasporti un'area di notevoli opportunità nel 2020, sia sotto l'aspetto delle valutazioni che sotto quello dei fondamentali.

## Un commento sui piani infrastrutturali statunitensi

Con l'avvicinarsi delle elezioni presidenziali negli Stati Uniti, previste nel 2020, si è ricominciato a parlare dei piani di spesa infrastrutturale. Joe Biden, uno dei candidati, ha sostenuto la necessità di effettuare investimenti nelle infrastrutture per 1300 miliardi di dollari.

Il nostro parere su un eventuale piano infrastrutturale federale negli Stati Uniti resta immutato: attuare in modo efficiente un simile programma sarebbe difficoltoso, poiché buona parte delle infrastrutture del paese è progettata e finanziata a livello statale e municipale.

Tuttavia il programma rafforzerebbe ulteriormente il contesto fondamentale già favorevole per la maggior parte degli attivi infrastrutturali ubicati in America, pur non costituendo di per sé un elemento indispensabile per l'assunzione di un orientamento rialzista nell'azionario del settore.

Al di là dei piani federali, continuiamo a vedere progressi costanti nei finanziamenti privati per le infrastrutture, in particolare nel segmento dei trasporti, dove alcuni gruppi del settore dell'edilizia e del trasporto aereo stanno partecipando alla realizzazione di diversi progetti aeroportuali in tutto il paese.

Le infrastrutture statunitensi, se valutate in base agli interventi di cui avrebbero bisogno per risultare adeguate agli standard richiesti, restano una grande opportunità alla luce delle gravi carenze messe in evidenza da alcuni studi.

Secondo l'ultima scheda di valutazione delle infrastrutture (Infrastructure Report Card) dell'American Society of Civil Engineers, che ha dato all'America un voto complessivo D+ (inadeguate, a rischio), il fabbisogno di spesa totale nel breve termine è nell'ordine delle migliaia di miliardi di dollari. Fuori degli Stati Uniti, continuiamo a vedere ottime opportunità di investimento grazie ai grandi programmi di lavori pubblici in Australia, in diversi paesi europei e nei mercati emergenti in generale.

## Considerazioni sulle valutazioni

Sul fronte delle valutazioni, siamo da tempo dell'avviso che il mercato dei titoli infrastrutturali non sia né indistintamente conveniente né indistintamente costoso.

Con l'avvicinarsi del 2020, continuiamo a sostenere questa tesi. È vero che alcuni segmenti delle infrastrutture continuano a essere scambiati a valutazioni prossime ai massimi, in particolare i segmenti "difensivi" delle utility e delle comunicazioni, ma come abbiamo sostenuto in passato riteniamo che tali valutazioni a premio siano destinate a durare nel tempo.

Escluse queste aree, consideriamo le valutazioni con maggiore ottimismo e ravvisiamo notevoli opportunità di detenere attivi di alta qualità con uno sconto rispetto al valore delle infrastrutture sul mercato privato.

Nel 2020, dal punto di vista delle valutazioni, l'aumento dei tassi di interesse e la rotazione del mercato più in generale verso società "cicliche" costituiscono indubbiamente un rischio ai nostri occhi, ma tale evoluzione è, almeno in parte, già in atto da qualche tempo.

Inoltre desideriamo ribadire che numerosi segmenti dell'universo infrastrutturale verrebbero con ogni probabilità favorite da un'eventuale riaccelerazione del ciclo economico, in particolare trasporti ed energia.

## Real Estate

A cura di Janus Henderson Investors

**Janus Henderson**  
INVESTORS

*I titoli immobiliari globali hanno beneficiato del calo dei rendimenti obbligazionari, che ha delineato uno scenario favorevole ai titoli che generano reddito. Vale la pena di ricordare che anche i fondamentali hanno trainato i rendimenti. Abbiamo notato una notevole disomogeneità nella performance dei diversi settori, in particolare negli Stati Uniti dove il segmento degli alloggi prefabbricati ha guadagnato il 47% mentre i centri commerciali hanno perso il 22%.*

*In prospettiva futura, anche se la crescita del capitale è più lenta, i fondamentali sottostanti del settore immobiliare quotato restano solidi. Come è avvenuto nel 2019, prevediamo un andamento dei prezzi azionari alquanto eterogeneo nei diversi segmenti del settore immobiliare. A nostro giudizio, lo spread di rendimento a livello di immobile probabilmente persisterà nei prossimi anni in considerazione di fattori sia ciclici che strutturali.*

*Manteniamo quindi un approccio prudente nei segmenti uffici, negozi e sanitario alla luce degli sconvolgimenti in corso, del rallentamento della crescita e dei prezzi relativamente poco interessanti, mentre preferiamo gli immobili del segmento industriale/logistica e rileviamo qualche opportunità in segmenti immobiliari alternativi.*

### I fattori trainanti del cambiamento

Il mercato immobiliare, come la maggior parte degli altri settori, è in fase di evoluzione. Diverse forze strutturali di ampia portata stanno modificando il mercato. Tecnologie rivoluzionarie, nuove dinamiche demografiche e l'accelerazione del processo di urbanizzazione stanno portando a cambiamenti di rilievo in diversi ambiti.

Le pressioni subite dal segmento immobiliare retail tradizionale ci ricordano che nessun settore è immune al cambiamento. La forza e la rapidità del cambiamento sono tali che i settori che nel 2000 rappresentavano il 65% del mercato immobiliare quotato negli Stati Uniti, ovvero uffici, negozi e residenziale, oggi rappresentano solamente il 38%<sup>5</sup>.

Tale evoluzione ha generato opportunità di investimento nei segmenti immobiliari in più rapida crescita, tra cui *data centre*, logistica e *tower company* di telefonia mobile. Queste imprese beneficiano delle tendenze positive a lungo termine, oltre ad avere barriere elevate all'ingresso.

Mentre i pesi negli indici immobiliari "tradizionali" sono diminuiti, grazie alla natura dinamica dei mercati azionari molte di queste opportunità oggi si trovano prevalentemente nei mercati immobiliari pubblici.

Secondo noi, le azioni immobiliari quotate sono gli strumenti più efficienti, trasparenti e favorevoli agli investitori oggi a disposizione di chi vuole avere in portafoglio strumenti adatti a investitori istituzionali.

Nel lungo periodo, considerando il naturale ritardo nella pubblicazione delle valutazioni del mercato immobiliare privato, il rendimento degli immobili quotati presenta una correlazione elevata con quello degli immobili non quotati nella maggior parte dei mercati.

Oltre a offrire la massima liquidità a discrezione degli investitori, i REIT quotati possono subire oscillazioni di prezzo nel breve termine che non sono correlate con i fondamentali immobiliari sottostanti.

Pertanto, la volatilità del mercato azionario nel breve termine offre ai gestori attivi l'opportunità di incrementare il valore aggiunto investendo in un'asset class a lungo termine come il mercato immobiliare.

<sup>5</sup> Fonte: Factset, FTSE NAREIT ALL Equity REIT Index al 31 ottobre 2019

Le opportunità a disposizione degli investitori immobiliari diretti e indiretti presentano tra loro differenze notevoli. Le tipologie di immobili specializzati o alternativi, come immobili industriali, *data centre*, torri per telefonia mobile, alloggi prefabbricati destinati a fasce demografiche con specifici limiti di età e *self-storage*, sono settori che presentano prospettive di crescita a lungo termine più favorevoli rispetto agli immobili core tradizionali.

È inoltre più facile investire in tali strumenti attraverso i mercati immobiliari quotati che attraverso il mercato immobiliare diretto. Infatti, i REIT quotati hanno registrato una crescita degli utili costante, con una maggiore distribuzione nel corso del tempo.

La crescita del settore è stata favorita dalle società immobiliari che operano in mercati dove la domanda di locazioni a lungo termine è costante, come nei settori specializzati che abbiamo citato.

Le principali società di questi settori sono quotate sul mercato pubblico, mentre i fondi non quotati generalmente comprendono tipologie di strumenti meno appetibili, con una crescita più lenta, come uffici e negozi. Sebbene sia più facile acquistare e gestire questi tipi di proprietà, è probabile che il loro profilo di crescita fatichi a stare al passo coi REIT quotati specializzati.

Dato che le società immobiliari operanti in settori specializzati oggi rappresentano oltre il 30% del mercato dei REIT quotati, per gli investitori è molto più probabile trovare una combinazione interessante di crescita e reddito nei mercati pubblici rispetto a quelli privati.

## Una rivoluzione in corso

In futuro intendiamo mantenere un approccio prudente nei confronti dei segmenti uffici e retail alla luce degli sconvolgimenti in corso, del rallentamento della crescita e dei prezzi relativamente poco interessanti.

Crediamo che sia i gestori immobiliari quotati attivi che quelli passivi si concentrino in modo sistematico nei settori core che, a nostro giudizio, risentono degli squilibri tra domanda e offerta.

La crescita dell'e-commerce ha influito molto sugli spazi commerciali fisici, la superficie retail diminuisce e molti proprietari si trovano a dover gestire inquilini in difficoltà, come dimostrato dalla chiusura di negozi di alto profilo.

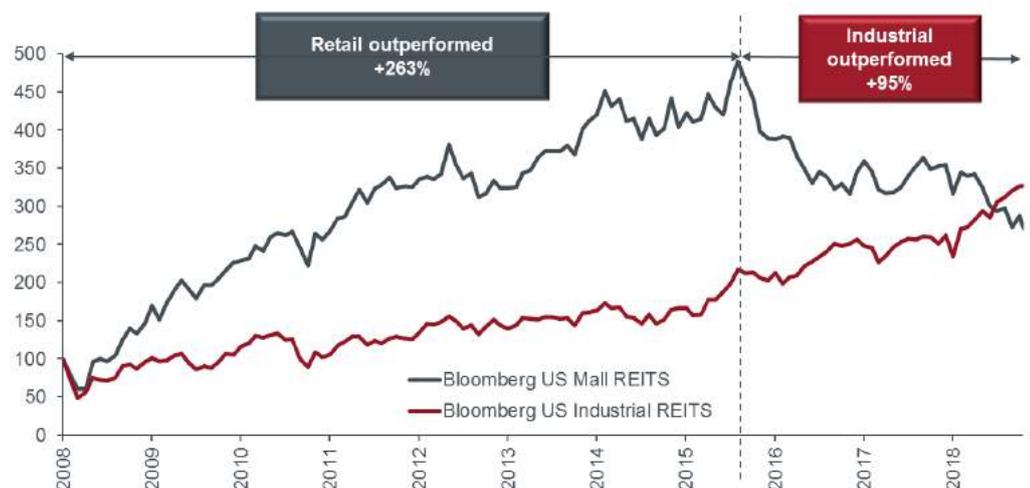
Analogamente, la diffusione delle società che offrono spazi di lavoro flessibili ha messo in difficoltà il modello tradizionale della locazione di uffici e farà diminuire la domanda di spazi in affitto, favorendo gradualmente i locatari rispetto ai proprietari.

A nostro giudizio, molte delle proprietà nelle mani di società che operano in tali settori hanno subito una perdita durevole di valore, oltre ad essere in qualche caso obsolete.

Entrambi i settori devono sostenere investimenti fissi molto alti che incidono sul rendimento della proprietà in futuro, riducendolo o annullandolo del tutto. Il nostro team continua a rilevare opportunità interessanti in ciascuno di questi settori, tuttavia occorre essere realisti quando si fanno proiezioni sui rendimenti futuri.

A nostro giudizio le prospettive restano invece positive per il segmento industriale/logistica nonostante la recente sovraperformance.

**GRAFICO 91**



Fonte: Bloomberg, al 30 settembre 2019, ribasati a 100 al 31 dicembre 2008

Secondo noi, l'offerta limitata abbinata alla domanda elevata dovuta alla crescita dell'e-commerce e alla necessità dei rivenditori di competere a livello di servizi continuerà a favorire questo settore. Abbiamo assistito a numerose fusioni e acquisizioni, tra cui l'operazione immobiliare privata di più ampia portata in cui Blackstone ha acquistato il portafoglio di asset logistici negli Stati Uniti di GLP per 19 miliardi di dollari.

Quest'attività dimostra che il segmento presenta opportunità strutturali favorevoli. Inoltre, un tasso di rendimento del 4,6% ci sembra molto interessante rispetto agli standard del settore.

In effetti, diversi settori immobiliari spesso considerati non core, come gli alloggi prefabbricati circoscritti a specifiche fasce di età o i *data centre*, stanno registrando una crescita a lungo termine grazie al potere di determinazione dei prezzi e agli investimenti fissi relativamente contenuti.

Come indicato qui di seguito, i settori nuovi ed emergenti nel 2000 rappresentavano solo il 5% della capitalizzazione di mercato. Oggi questi stessi settori rappresentano il 33% della capitalizzazione di mercato<sup>6</sup>.

Il nostro stile di investimento *all cap high conviction* ci consente di operare investimenti significativi in queste società nelle fasi iniziali di sviluppo e di continuare a sostenerle durante la fase di crescita.

## Valutazioni eque in termini relativi

Come abbiamo scritto, la dispersione dei rendimenti dovrebbe continuare, evidenziando la necessità di adottare un approccio selettivo in questo settore. Sebbene la robusta performance da inizio anno faccia sembrare le valutazioni più alte, crediamo comunque che siano ragionevoli, soprattutto su base relativa rispetto ai mercati azionari in generale. Inoltre, mentre i dati da inizio anno possono sembrare estremi, è importante sottolineare che nel 4° trimestre 2018 l'indice era sceso del 5,7%. Su base annua, il settore ha guadagnato il 14,5%, in linea con il rendimento del mercato azionario pari al 14,6%<sup>7</sup>.

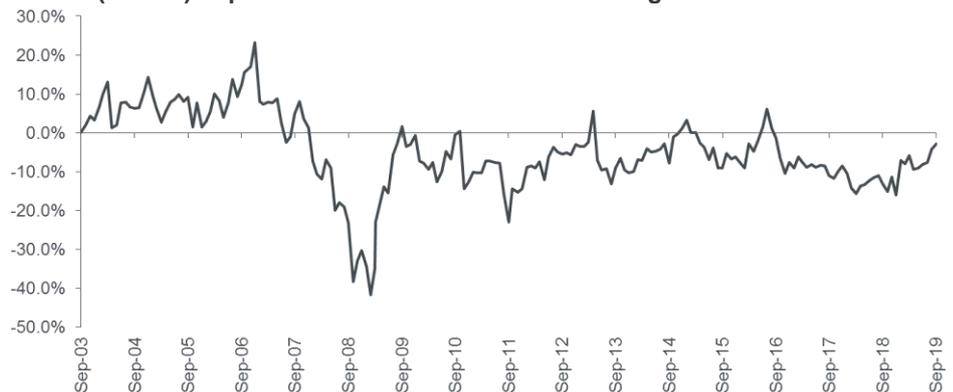
Certamente, guardando il grafico seguente e paragonando le valutazioni dei mercati immobiliari pubblici e privati, lo sconto rispetto al NAV è diminuito nel corso dell'anno e oggi sembra in linea con i mercati privati, e questo ci porta dunque a concludere che le valutazioni sono eque.

Detto questo, continuiamo a rilevare titoli che offrono un potenziale di rendimento complessivo interessante a valutazioni ragionevoli.

Come si può notare qui di seguito, quest'anno si nota una chiara divergenza in termini di performance sia a livello di singolo Paese che di settore.

**GRAFICO 92**

**Premio/(sconto) rispetto al NAV nei mercati immobiliari globali**



Fonte: UBS, al 30 settembre 2019

Ci aspettiamo che tale divergenza continui nel 2020 e riteniamo di essere in grado di cogliere tali opportunità indipendentemente dal settore, dal Paese o dalle dimensioni, grazie al nostro processo di investimento coerente e ripetibile.

<sup>6</sup> Fonte: Factset, FTSE NAREIT ALL Equity REIT Index al 31 ottobre 2019.

<sup>7</sup> Benchmark rispetto all'indice MSCI ACWI 1 YR al 15/11/2019

## Le caratteristiche difensive dei REIT

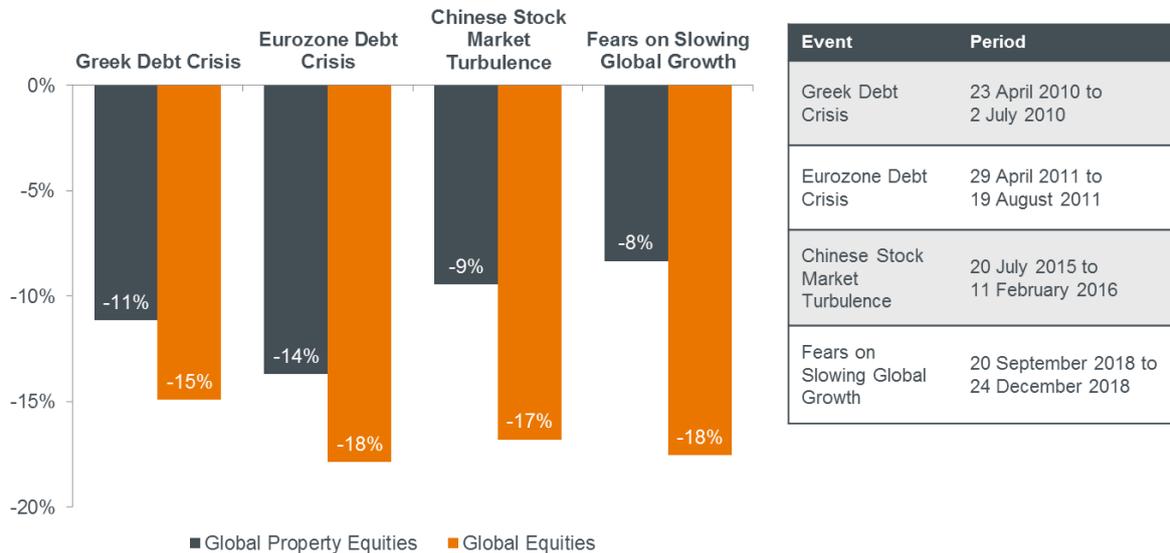
I mercati finanziari hanno prodotto in genere un rendimento positivo nel 2019, e sono in molti ad aspettarsi che questa tendenza continuerà anche nel 2020.

Mentre la prospettiva macro non ci sembra robusta, e preferiamo concentrarci sui fondamentali immobiliari per produrre alpha, indubbiamente ci saranno periodi di volatilità e di perdita.

A questo proposito, i REIT offrono in questo momento un premio di rendimento rispetto sia alle azioni che alle obbligazioni, nonché la potenzialità di produrre un buon reddito difensivo, supportato dai contratti di locazione di immobilizzazioni materiali. Inoltre, la bassa correlazione con altre asset class rende questi strumenti un efficiente strumento di diversificazione del portafoglio, ottimizzando il profilo di rischio e rendimento.

Oltre a ciò, negli ultimi 10 anni le azioni immobiliari hanno in genere resistito meglio nelle fasi di ribasso del mercato.

**GRAFICO 93**



Fonte: Bloomberg al 29 agosto 2019. Rendimento in dollari americani.

\*I periodi di forte perdita sono definiti come quelli in cui il rendimento complessivo delle azioni globali è inferiore al -10%. Nota: Il rendimento passato non è indicativo dei risultati futuri.

## Finanza Sostenibile

A cura di Lombard Odier Investment Managers



### La finanza sostenibile in cifre

Nel 2019 il panorama della finanza sostenibile ha continuato ad essere caratterizzato da una crescente diversità, in termini di emittenti e aree geografiche, e da una maggiore complessità, in termini di strumenti finanziari.

L'anno scorso il totale delle masse gestite secondo criteri di responsabilità ha superato per la prima volta 30.000 miliardi di dollari<sup>8</sup>.

Buona parte di queste risorse sono state investite in base a semplici strategie di esclusione o in base a strategie che in qualche misura tengono conto di rating ambientali, sociali e di governance (ESG).

Allo stesso tempo, gli investimenti dedicati a temi di pura sostenibilità (come quelli sulle energie rinnovabili e sull'elettrificazione dei trasporti) sono in aumento e, anche se partiti da una base esigua, hanno già superato 1.000 miliardi di dollari di masse gestite, seguiti a breve distanza dall' *impact investing*, ovvero quelli che perseguono un impatto diretto misurabile<sup>9</sup>.

Questi trend stanno accelerando. A luglio nove fondi pensione olandesi, con un patrimonio complessivo pari a 800 miliardi di euro, hanno siglato un accordo in base al quale si impegnano a ridurre l'emissione di CO2 generato dai titoli in portafoglio<sup>10</sup>.

Ciò significa che questi fondi – e altri che sicuramente seguiranno – riconsidereranno il loro portafoglio nell'ottica della sostenibilità e promuoveranno investimenti orientati a queste tematiche con l'obiettivo di realizzare un impatto sociale e ambientale positivo. Questo favorisce anche la transizione da strategie passive che hanno avuto una forte crescita negli ultimi anni verso strategie d'investimento attive.

Grazie a simili sviluppi, ci aspettiamo un'accelerazione dell'interesse per la finanza sostenibile.

Entro la fine del 2020, riteniamo probabile che le strategie di investimento sostenibili, calcolate dalla Global Sustainable Investment Alliance, superino 40.000 miliardi di dollari (e le nostre previsioni indicano, in via preliminare, una cifra pari a 42.500 miliardi di dollari)<sup>11</sup>.

Con riferimento a questo importo, le strategie su temi di sostenibilità e l'impact investing dovrebbero ammontare a circa quattromila o cinquemila milioni di dollari, evidenziando un incremento quasi del triplo rispetto al 2018.

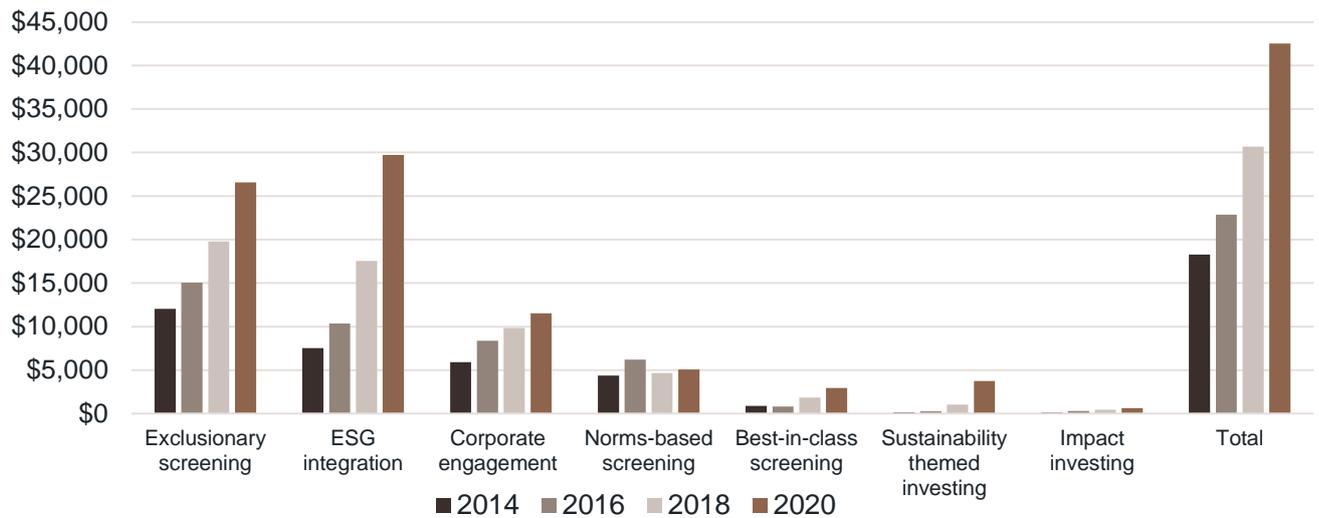
Quest'ultima categoria presenta un notevole potenziale di crescita, soprattutto perché gli investimenti basati su criteri di esclusione possono evolvere verso approcci più sofisticati in linea con le preferenze degli investitori.

<sup>8</sup> Global Sustainable Investment Alliance (2019). 2018 Global Sustainable Investment Review. *E precedenti edizioni*. Disponibile a [http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR\\_Review2018.3.28.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf)

<sup>9</sup> Come nota 7

<sup>10</sup> Financial Times (2019). Dutch pension funds set to pivot from passive to active management (Fondi pensione olandesi pronti a trasformarsi da gestori passivi a gestori attivi). Disponibile a <https://www.ft.com/content/942dd387-d676-4206-888b-021d96f9b065>

<sup>11</sup> Previsioni LOIM

**GRAFICO 94**
**Volume delle masse gestite da fondi di investimento secondo criteri di responsabilità, 2014-2020F (miliardi USD)**


Fonte: Dati del Global Sustainable Investment Review per il periodo 2014-2018<sup>12</sup>; previsioni LOIM per il 2020; si ricorda che poiché molte forme di investimento sostenibile abbracciano diverse strategie, il totale delle singole strategie è maggiore delle cifre evidenziate

## Un quadro regolamentare in evoluzione

La crescita del settore della finanza sostenibile ha comportato un aumento anche dei timori di “greenwashing” o della sua nuova variante “rainbow washing” ovvero la tendenza delle imprese a dare un’immagine irrealistica dell’impatto positivo delle loro attività a favore degli obiettivi di sviluppo sostenibile (SDG – Sustainable Development Goals).

A tal fine i legislatori e le autorità di vigilanza stanno cercando di intervenire per introdurre finalmente regole e trasparenza nel settore.

In tale contesto, si distingue per ampiezza e profondità il piano d’azione della Commissione Europea sullo sviluppo sostenibile, pubblicato nel 2018, che si compone di quattro elementi<sup>13</sup>: la creazione di una tassonomia comune per classificare le attività sostenibili, lo sviluppo di standard EU per l’emissione dei green bond, l’introduzione di due benchmark relativi alla de-carbonizzazione ed all’allineamento all’Accordo di Parigi, la promozione della trasparenza nei servizi finanziari con obblighi di informativa sull’integrazione dei fattori ESG.

All’inizio del 2019, i rapporti redatti da un gruppo di esperti incaricato di offrire raccomandazioni su queste tematiche hanno alimentato un vivace dibattito.

A settembre la decisione di reintrodurre l’energia nucleare fra le attività sostenibili nell’ambito della tassonomia è stata fortemente contestata in Austria, Germania e Lussemburgo, che si sono adoperate contro l’adozione della stessa. Altri settori – quali quello del gas – vorrebbero rivedere la loro classificazione.

Nel frattempo, il settore finanziario ha espresso forti dubbi circa la disponibilità e l’affidabilità di dati necessari a completare le valutazioni e circa la durata dei periodi di transizione.

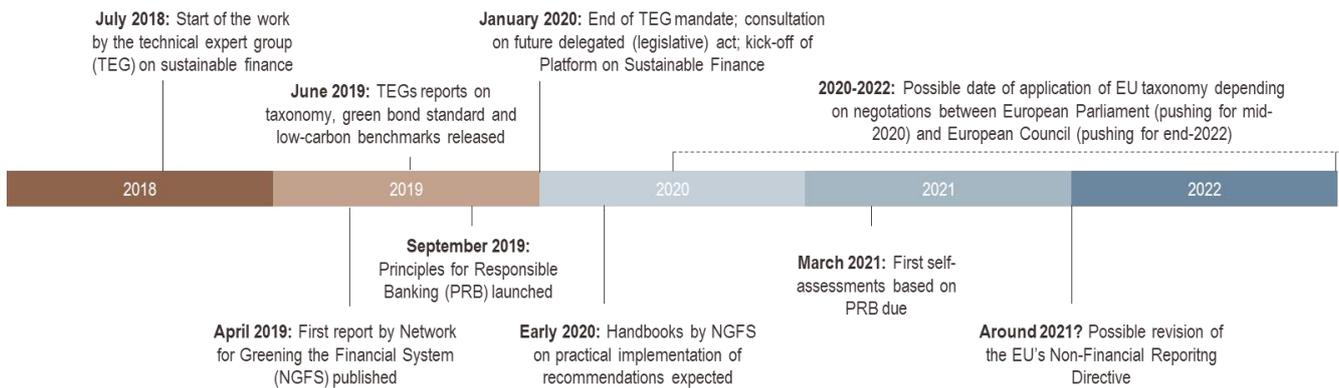
Questi dibattiti dovrebbero protrarsi fino al 2020 inoltrato, con revisioni e modifiche che con tutta probabilità saranno sottoposte ad un rigoroso vaglio.

Le tempistiche di attuazione rimangono ancora poco chiare e se da un lato il Consiglio Europeo prevede di far entrare in vigore la tassonomia per la fine del 2022 dall’altro il Parlamento Europeo preme per completare l’iter entro la metà del 2020. Le trattative fra i due organi e il settore finanziario sfoceranno probabilmente in una soluzione di compromesso, quindi è lecito supporre che la tassonomia non entrerà in vigore prima del 2021.

<sup>12</sup> Global Sustainable Investment Alliance (2019). 2018 Global Sustainable Investment Review. *E precedenti edizioni*. Disponibile a [http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR\\_Review2018.3.28.pdf](http://www.gsi-alliance.org/wp-content/uploads/2019/03/GSIR_Review2018.3.28.pdf)

<sup>13</sup> Commissione Europea (senza data). Green finance. Disponibile a [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/green-finance\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/green-finance_en)

**TABELLA 5**  
**Tempistica delle iniziative regolamentari in corso**



Fonte: analisi LOIM

D'altro canto, ad aprile il Network for Greening the Financial System (NGFS), che si propone di rafforzare gli sforzi globali per realizzare gli obiettivi dell'Accordo di Parigi, ha pubblicato il suo primo rapporto con le relative raccomandazioni<sup>14</sup>.

Il lavoro di questo Network è diviso in tre filoni.

Il primo si occupa della creazione di una mappa del rischio ambientale, dell'informativa delle istituzioni finanziarie e della valutazione del differenziale di rischio fra investimenti compatibili con l'ambiente ("green assets") e investimenti basati sull'uso di combustibili fossili ("brown assets").

Il secondo filone sviluppa un quadro analitico per l'impatto macroeconomico sui rischi climatici e sulle *best practice* per mitigarne gli effetti.

Il terzo disegna una mappa e allinea i diversi incentivi, le strutture di vigilanza e le classificazioni ("labelling") necessarie a guidare la finanza sostenibile.

Le raccomandazioni del primo rapporto della NGFS spaziano dall'integrazione dei fattori di sostenibilità nella gestione dei portafogli delle banche centrali alle azioni politiche a sostegno della transizione, mediante obblighi di informativa e i sistemi di classificazione come quello della tassonomia dell'UE.

Entro l'inizio del 2020, la NGFS intende pubblicare manuali sulla gestione del rischio, sulle linee guida per l'uso degli scenari di rischio ambientale e sulle *best practices* per la gestione di portafoglio.

Se da un lato spicca l'assenza degli USA dalla NGFS, dall'altro si nota l'impegno profuso da altri membri (quale la Banca Popolare Cinese) e nei prossimi due anni si saprà fino a che punto le autorità nazionali intendono spingersi per adottarne le raccomandazioni.

Un terzo quadro internazionale è quello proposto dall'UNEP Finance Initiative che a settembre ha lanciato i Principi del banking responsabile, che impegnano i firmatari ad allinearsi agli Obiettivi di sviluppo sostenibile e all'Accordo di Parigi per tenere conto delle esigenze sociali.

Per quanto riguarda l'istituzione nel suo insieme, i membri si impegnano a conformarsi ad obiettivi misurabili e agli obblighi di informativa.

I primi rapporti e le prime autovalutazioni saranno pronti entro 18 mesi dalla firma, quindi agli inizi del 2021, con la piena attuazione prevista entro i successivi quattro anni<sup>15</sup>.

<sup>14</sup> Network for Greening the Financial System (2019). A call for action: Climate change as a source of financial risk (Un grido d'allarme: il cambiamento climatico come fonte di rischio finanziario). Disponibile a [https://www.banque-france.fr/sites/default/files/media/2019/04/17/ngfs\\_first\\_comprehensive\\_report\\_-\\_17042019\\_0.pdf](https://www.banque-france.fr/sites/default/files/media/2019/04/17/ngfs_first_comprehensive_report_-_17042019_0.pdf)

<sup>15</sup> UNEP Finance Initiative (2019). Principles for Responsible Banking: Key Steps to be Implemented by Signatories (Principi di banking responsabile: interventi chiave da parte dei firmatari). Disponibile a <https://www.unepfi.org/wordpress/wp-content/uploads/2019/07/Key-Steps-to-be-Implemented-by-Signatories.pdf>

## Fondamentali alla base delle aspettative di crescita

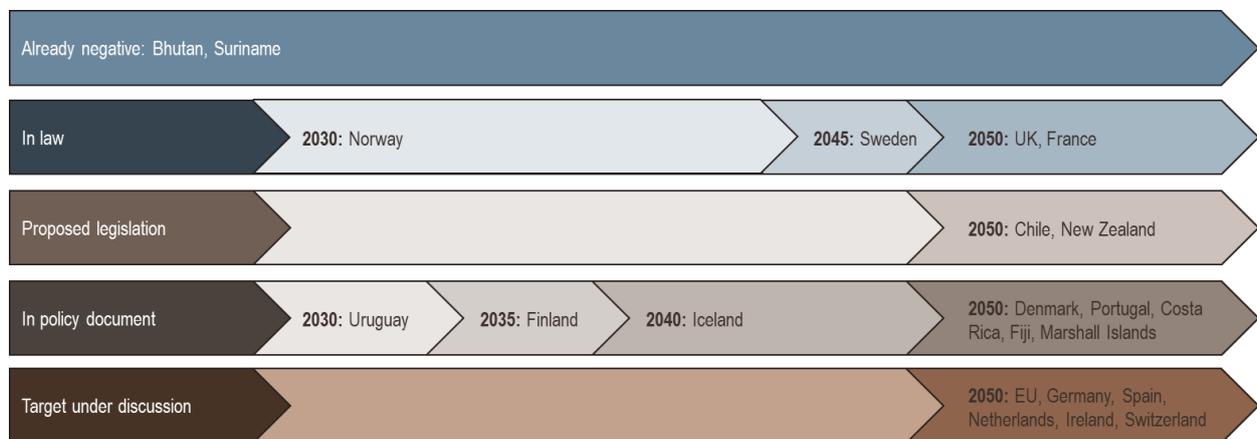
Se da un lato il miglioramento del quadro normativo e regolamentare è un fattore cruciale per lo sviluppo della finanza sostenibile, la rapida crescita della domanda di opportune soluzioni di investimento è spinta in ultima analisi dalle politiche messe in atto e dalle tendenze di mercato.

Innanzitutto c'è una crescente domanda di azioni concrete sui cambiamenti climatici.

Le politiche attuali restano ampiamente insufficienti a realizzare gli obiettivi dell'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici, che prevedono di mantenere il riscaldamento globale ben al di sotto di 2 gradi centigradi, a fronte di modelli che stimano, a politiche invariate, un aumento di 3-5 gradi centigradi nel corso di questo secolo<sup>16</sup>.

Ciononostante, i governi nazionali, sulla spinta di elettori sensibili ai temi in questione, hanno cominciato ad impegnarsi per realizzare un'economia con zero emissioni nette, anche se molti di questi impegni non sono ancora sanciti da leggi.

**TABELLA 6**  
Impegni nazionali per un azzeramento netto delle emissioni



Fonte: LOIM, adattato da Energy & Climate Intelligence Unit<sup>17</sup>.

Questi obiettivi nazionali richiedono azioni ad ampio raggio, con attività che si propongono di evitare le emissioni di CO<sub>2</sub> mediante tecnologie *green*, la riduzione di emissioni nei settori industriale e agricolo e la cattura e stoccaggio del CO<sub>2</sub>, per assorbire le inevitabili emissioni positive.

La de-carbonizzazione che avviene nei paesi e nelle loro economie deve necessariamente manifestarsi anche nei portafogli finanziari, con i fondi pensione olandesi citati in precedenza che costituiscono un esempio di primo piano.

L'andamento dei mercati favorisce queste tendenze regolamentari e politiche.

I costi dell'energia eolica e di quella solare continuano a diminuire, portando le energie rinnovabili ad avvicinarsi sempre più al livello di prezzo nel quale saranno più economiche del carbone.

IRENA prevede che entro il 2020 i prezzi d'asta dell'energia eolica e di quella solare scenderanno al di sotto del costo operativo di 700 GW e 900 GW di energia prodotta dal carbone, corrispondente al 35-45% dell'attuale capacità produttiva del settore del carbone<sup>18</sup>. Anche i costi dello stoccaggio energetico sono scesi al punto da rappresentare una valida alternativa economica e si prevede che i costi di stoccaggio nell'intero arco di vita utilizzando gli accumulatori agli ioni di litio diminuiranno del 28% nei prossimi cinque anni<sup>19</sup>.

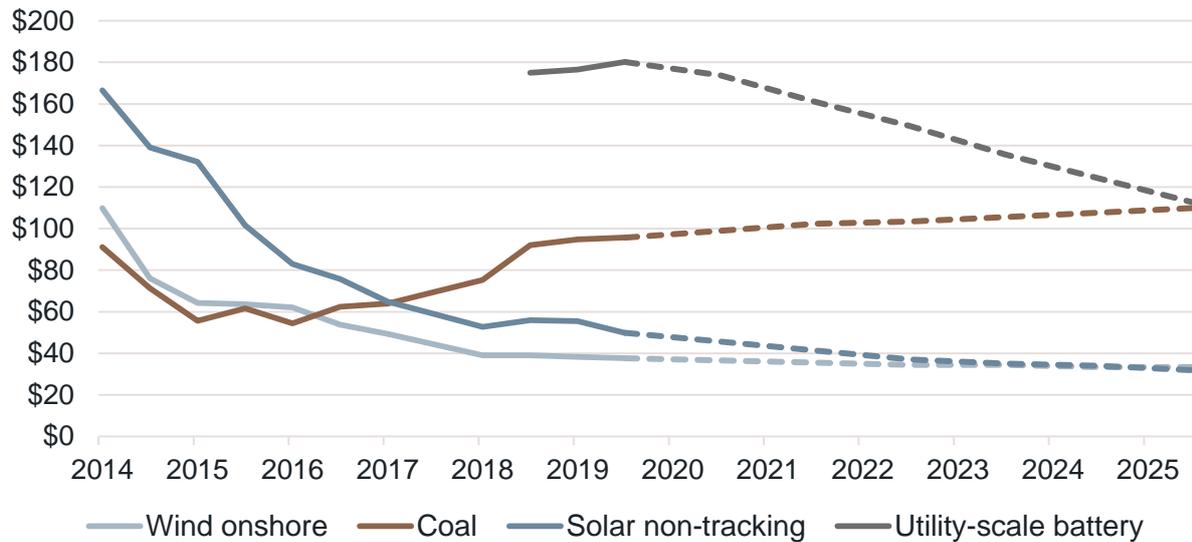
<sup>16</sup> Analisi LOIM basata sull'Analisi dell'International Institute for Applied Systems (2018). SSP Database (Shared Economic Pathways) – Version 2.0. Disponibile a <https://tntcat.iiasa.ac.at/SspDb/dsd?Action=htmlpage&page=10>

<sup>17</sup> Energy & Climate Intelligence Unit (2019). Net zero: the scorecard (Azzeramento netto: una scheda di valutazione). Disponibile a <https://eciu.net/briefings/net-zero/net-zero-the-scorecard>

<sup>18</sup> IRENA (2019). Renewable power generation costs in 2018 (Costi di generazione delle energie rinnovabili nel 2018). Disponibile a [https://www.irena.org/DocumentDownloads/Publications/RENEWABLE\\_POWER\\_GENERATION\\_COSTS\\_2018.pdf](https://www.irena.org/DocumentDownloads/Publications/RENEWABLE_POWER_GENERATION_COSTS_2018.pdf)

<sup>19</sup> Lazard (2018). Lazard's levelized cost of storage analysis (Analisi dei costi di stoccaggio livellizzati di Lazard) – versione 4.0. Disponibile a <https://www.lazard.com/media/450774/lazards-levelized-cost-of-storage-version-40-vfinal.pdf>

**GRAFICO 95**  
Tendenze dei costi livellizzati di elettricità negli USA (USD/MWh, 2018 in termini reali)



Fonte: Analisi LOIM basata su BloombergNEF<sup>20</sup>

## L'opportunità di trasformazione economica

Siamo profondamente convinti che la sostenibilità stia rivoluzionando il nostro modello economico, in un processo paragonabile per portata alla rivoluzione industriale e per rapidità alla rivoluzione digitale.

Nonostante la crescita economica complessiva debole per motivi macroeconomici, questa rivoluzione sta ridistribuendo le opportunità di crescita fra settori e società.

IRENA stima, per esempio, che per realizzare gli obiettivi dell'Accordo di Parigi sui cambiamenti climatici sono necessari finanziamenti nell'ordine di 27.000 miliardi di dollari (una somma ben al di sopra dei fondi impegnati fino a questo momento) per promuovere le energie rinnovabili, l'elettrificazione dei trasporti e l'efficienza energetica<sup>21</sup>.

Ciò crea notevoli opportunità commerciali per aziende che offrono soluzioni in questi settori. L'energia eolica, tanto per fare un esempio, potrebbe teoricamente soddisfare la domanda di energia del mondo intero e, a tal fine, si prevede che riuscirà ad attirare investimenti per 1.000 miliardi di dollari da qui al 2040<sup>22</sup>.

Analogamente, la crescita della popolazione e l'urbanizzazione in corso significano che il 60% del contesto urbano che ospiterà la popolazione mondiale entro il 2050 deve ancora essere costruito, cosa che richiederà investimenti in infrastrutture, sia nuove sia esistenti, per ulteriori 41.000 miliardi di dollari nello stesso periodo<sup>23</sup>.

Man mano che l'efficienza energetica e l'edilizia *green* assumono maggiore importanza, le società dotate delle competenze per offrire questi servizi saranno in grado di ampliare le loro quote di mercato in uno dei principali settori al mondo.

<sup>20</sup> BloombergNEF (2019). Levelized cost of electricity (Costi livellizzati dell'elettricità). Disponibile a [https://www.bnef.com/core/lcoe?tab=Forecast\\_LCOE](https://www.bnef.com/core/lcoe?tab=Forecast_LCOE).

<sup>21</sup> IRENA (2018). Global Energy Transformation: A Roadmap to 2050 (Trasformazione globale dell'energia: una roadmap fino al 2050). Disponibile a [https://www.irena.org/-/media/Files/IRENA/Agency/Publication/2018/Apr/IRENA\\_Report\\_GET\\_2018.pdf](https://www.irena.org/-/media/Files/IRENA/Agency/Publication/2018/Apr/IRENA_Report_GET_2018.pdf)

<sup>22</sup> Edie.net (2019). IEA: Offshore windfarms 'can provide more electricity than the world needs (I parchi eolici marini possono generare più elettricità di quanta ne serve al mondo). Disponibile a <https://www.edie.net/news/10/IEA--Offshore-windfarms--can-provide-more-electricity--than-the-world-needs/>

<sup>23</sup> IRP (2013). Scaled-Up Investments in Sustainable Cities Crucial for Resource Efficiency and poverty Eradication (Un aumento degli investimenti nelle città sostenibili è cruciale per l'efficienza delle risorse e per sradicare la povertà). Disponibile a [https://www.resourcepanel.org/sites/default/files/documents/document/media/city\\_level\\_decoupling\\_pressrelease\\_english.pdf](https://www.resourcepanel.org/sites/default/files/documents/document/media/city_level_decoupling_pressrelease_english.pdf)

La risposta alla sfida dei cambiamenti climatici dovrebbe perciò essere vista non come un onere ma come una trasformazione economica, in grado di ridurre gli sprechi e i costi e di evitare una futura carenza di risorse.

Il primo passo da compiere è quello della riduzione dell'intensità dell'energia, per poi adottare dei modelli di business più circolari. Nel solo settore dei rifiuti elettrici e elettronici, si stima che il valore dei materiali contenuti nei prodotti elettrici ed elettronici sia pari a quasi 63 miliardi di dollari<sup>24</sup>.

Nel complesso, un miglioramento del riciclo e altri investimenti nella circolarità potrebbero evitare una mancata crescita economica di 4.500 miliardi di dollari entro il 2030 e di 25 trilioni di dollari entro il 2050, dati che dovrebbero porre i settori del riuso, delle riparazioni e del riciclo su un sentiero di forte crescita<sup>25</sup>.

La tecnologia e l'innovazione sono i fattori scatenanti della rivoluzione della sostenibilità.

La digitalizzazione, la robotica e l'intelligenza artificiale possono fornire i mezzi con cui portare a termine la transizione verso un'economia circolare, snella, inclusiva e pulita.

Nel settore agricolo, l'agricoltura basata sulla tecnologia green dovrebbe crescere a un ritmo del 14% all'anno, fino a raggiungere una dimensione pari a 10 miliardi di dollari entro il 2024<sup>26</sup>.

Nel settore manifatturiero, la manutenzione programmata può ridurre gli ingenti costi legati a periodi imprevedibili di inattività, che sono stimati pari a 50 miliardi di dollari all'anno<sup>27</sup>.

Analogamente, la digitalizzazione è al cuore della "sharing economy" e può consentire un maggiore accesso a cure mediche e a servizi finanziari.

Anche in un contesto di minore crescita economica strutturale, le soluzioni che guidano la rivoluzione della sostenibilità hanno caratteristiche comuni, ossia offrono l'opportunità di crescita alle società più attive nella transizione o alle società in grado di portare soluzioni innovative a sostegno della sostenibilità.

Ciò comporta allo stesso tempo il rischio di uscita dal mercato o comunque una pressione al cambiamento per quelle società che rimarranno indietro.

Grazie a strategie azionarie incentrate sulla sostenibilità gli investitori possono accedere alle opportunità di investimento create dalla rivoluzione della sostenibilità e cogliere il valore della transizione.

---

<sup>24</sup> BloombergNEF (2019). Dell Eyes \$63 Billion E-Waste Recycling Opportunity: Q&A (Dell punta alle opportunità di un mercato dei rifiuti elettrici ed elettronici pari a \$63 miliardi: Q&A) . Collins, B. Disponibile a <https://about.bnef.com/blog/dell-eyes-63-billion-e-waste-recycling-opportunity-qa/>

<sup>25</sup> Accenture (2015). The Circular Economy Could Unlock \$4.5 trillion of Economic Growth, Finds New Book by Accenture (L'economia circolare potrebbe indurre una crescita pari a \$4,5 trilioni, secondo un nuovo libro di Accenture) . Disponibile a <https://newsroom.accenture.com/news/the-circular-economy-could-unlock-4-5-trillion-of-economic-growth-finds-new-book-by-accenture.htm>

<sup>26</sup> Markets Insider (2018). Precision Farming Market to see a CAGR of over 14% to 2024 (L'agricoltura di precisione crescerà del 14% all'anno fino al 2024). Disponibile a <https://markets.businessinsider.com/news/stocks/precision-farming-market-to-see-a-cagr-of-over-14percent-to-2024-1001606538>

<sup>27</sup> Emerson and Wall Street Journal (2019). Unlocking Performance: How Manufacturers Achieve Top Quartile Performance (Migliorare i risultati: come le aziende manifatturiere raggiungono il quartile più alto in termini di performance). Disponibile a <https://partners.wsj.com/emerson/unlocking-performance/how-manufacturers-can-achieve-top-quartile-performance/>

## Tecnologia

A cura di Pictet Asset Management



### Spunti per il settore tecnologico per il 2020

Il progresso tecnologico ha caratterizzato gli ultimi decenni rivoluzionando le nostre vite.

Il comportamento dei "nativi digitali" sembra distare anni luce rispetto a quello dei loro predecessori: l'innovazione sviluppata nel settore in questi anni ha portato con sé una vera e propria rivoluzione nelle nostre vite, caratterizzando le abitudini della società.

Con il prossimo passaggio al 5G i cambiamenti saranno addirittura accelerati: la spesa globale in dispositivi e servizi per l'Internet of Things, ha toccato gli 800 miliardi nel 2019 e nei prossimi anni il settore crescerà a un ritmo annuale del 14,4%.

Fra le decine di opportunità che questi cambiamenti possono portare per il 2020, ci concentriamo su due trend, uno già inevitabile perché concreto e che già vede una forte lotta fra i principali players, uno che invece potrebbe aprire a scenari quasi fantascientifici, ma che al momento non trova troppe applicazioni; stiamo parlando dello sviluppo dei pagamenti elettronici e del calcolo quantistico.

### Pagamenti Elettronici

L'anno scorso, Uber ha richiesto una licenza per l'elaborazione dei pagamenti della Banca centrale olandese.

Ciò consentirà loro di semplificare i processi di pagamento nelle loro attività di app di trasporto e consegna di cibo. I GAFA (Google, Apple, Facebook, Amazon) stanno sviluppando modelli di pagamento innovativi, che sfruttano il vantaggio che hanno grazie alle loro conoscenze avanzate dei clienti. Questi esempi illustrano come i nuovi player non bancari si muovono verso una direzione che si concentra sul modo in cui i consumatori sperimentano i pagamenti.

Una nuova generazione di consumatori si aspetta la stessa convenienza e continuità nei pagamenti offerti dalla società di supermercati olandese Albert Heijn nel suo concetto di "Tap to Go", che consente ai clienti di toccare gli scaffali dei prodotti per pagare i propri acquisti.

Al giorno d'oggi, i nuovi player sfidano le banche tradizionali in ogni area in cui avevano precedentemente posizioni monopolistiche. I regolamenti, come la direttiva sui servizi di pagamento (PSD2), dovrebbero portare ancora più concorrenza e innovazione al settore dei pagamenti. PSD2 sta cambiando il dominio delle banche sui dati finanziari dei clienti, richiedendo agli intermediari di condividere i dati con terzi su richiesta dei clienti.

Per le banche tradizionali, i rischi strategici sono profondi, in quanto rischiano di perdere il contatto diretto con i propri clienti quando utilizzano terze parti per servizi finanziari.

Un buon esempio è il processo di pagamento per lo shopping online.

Se effettuiamo acquisti online, il pagamento viene eseguito da "facilitatori" che ottengono il pagamento dal conto bancario (IMMAGINE 1). Per questo servizio, questi attori chiedono una commissione ai commercianti, che può essere inclusa nel prezzo al dettaglio.

Questo processo può essere semplificato in un ambiente bancario aperto in cui al commerciante viene data l'autorizzazione ad accedere direttamente al conto bancario (IMMAGINE 2). In tal caso, in genere non ci sono costi aggiuntivi. Questo non è ancora lo standard, ma alla fine avrà effetti sugli intermediari nel processo di pagamento perché devono cambiare la loro posizione all'interno della catena del valore del pagamento.

In previsione di questi cambiamenti, i prestatori di servizi di pagamento (PSP) dovrebbero posizionarsi nel mercato dei pagamenti in modo tale da creare valore aggiunto per i loro clienti, sia B2B che B2C.

IMMAGINE 1

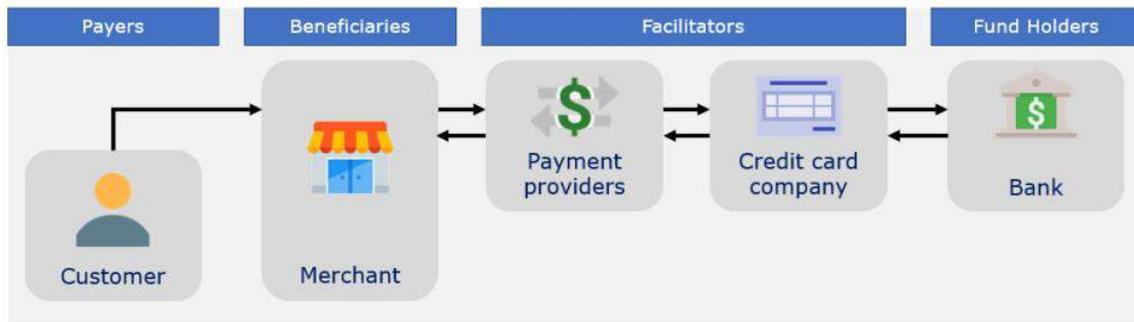
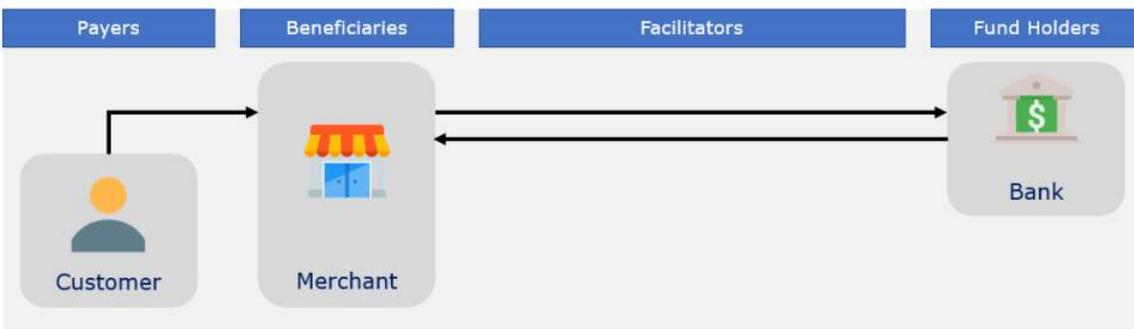


IMMAGINE 2



Il mercato dei pagamenti sta crescendo in modo significativo e si prevede che le transazioni mobili globali saliranno a 726 miliardi di dollari nel 2020. E il mercato è già molto attivo negli ultimi mesi.

Ad esempio, a metà novembre 2019, Global Payments ha concluso l'affare per acquistare rivali Total System Services in un affare di \$ 23,5 miliardi.

Global Payments è focalizzata sul mercato dell'elaborazione dei pagamenti da medio a piccolo commerciante, in particolare per i ristoranti.

Total System Services è leader di mercato nell'elaborazione delle transazioni degli emittenti di carte di credito negli Stati Uniti e ha una grande presenza nei servizi di elaborazione dei pagamenti dei commercianti, con particolare attenzione ai rivenditori. Il risultato della combinazione è un colosso della tecnologia dei pagamenti con 1300 istituti finanziari come clienti e 3,5 milioni di negozianti affiliati in oltre 100 paesi.

Si prevede che l'entità combinata genererà ricavi per circa \$ 8,6 miliardi, generando \$ 3,5 miliardi di EBITDA rettificato, su 50 miliardi di transazioni. Global Payments prevede oltre 100 milioni di sinergie di entrate e oltre 300 milioni di sinergie di costi nei prossimi anni.

La società, su base autonoma, ha beneficiato di una crescita dei ricavi di circa il 10% e di una crescita degli EPS vicina al 20%.

Con Total System Services, possiamo aspettarci che Global Payments aumenti il suo tasso di crescita eps a poco più del 20% per i prossimi anni su crescita organica dell'8-9%, miglioramenti dei margini stand-alone, sinergie da aggiungere ai margini e distribuzione di liquidità.

## Calcolo Quantistico

Il mondo dell'informatica ha assistito a grandissimi progressi dall'invenzione del calcolatore elettronico negli anni '60. Gli ultimi anni nella storia dell'elaborazione delle informazioni sono stati particolarmente vivaci.

Quello che una volta era considerato fantasie fantascientifiche ora si è trasformato in realtà tecnologiche e i computer classici sono diventati sempre più veloci e capaci e i nostri dispositivi più piccoli e adattabili.

Una delle tecnologie emergenti per il 2020 è il computer quantistico.

Stiamo iniziando a vedere un'evoluzione oltre il classico computing verso una nuova era dei dati denominata quantum computing. Si prevede che il calcolo quantistico accelererà la strada verso il futuro, influenzando il panorama dell'intelligenza artificiale e dell'analisi dei dati.

La potenza e la velocità del calcolo quantistico ci aiuteranno a risolvere alcune delle sfide più grandi e complesse che affrontiamo.

E Google ci sta già arrivando.

La notizia alla fine è arrivata.

Dopo le indiscrezioni pubblicate sul sito della Nasa, Google lo ha annunciato ufficialmente.

L'amministratore delegato Sundar Pichai dal blog dell'azienda ha confermato che Big G è riuscita ad affermare la supremazia quantistica.

Cosa significa? Un computer quantistico realizzato dagli scienziati di Google sarebbe riuscito a risolvere in soli 200 secondi un problema matematico che il più potente computer tradizionale oggi in esercizio risolverebbe invece in 10mila anni di lavoro.

Google ha pubblicato i risultati dell'impresa sulla rivista Nature, battezzando il potente processore quantistico con il nome Sycamore. Il computer, scrivono i ricercatori di Google Ai Quantum guidati da Frank Arute, "impiega circa 200 secondi per campionare un'istanza di un circuito quantistico un milione di volte: i nostri benchmark indicano attualmente che per un supercomputer classico all'avanguardia questo stesso lavoro richiederebbe circa 10.000 anni. Questo consistente aumento di velocità rispetto a tutti gli algoritmi classici noti è una realizzazione sperimentale della supremazia quantistica".

Sycamore ha impiegato 3 minuti e 20 secondi, rispetto ai 10mila anni che il supercomputer degli Oak Ridge National Lab del Tennessee – considerato il più potente al mondo – avrebbe impiegato per arrivare allo stesso risultato. Questo traguardo, scrivono i ricercatori, "dimostra indiscutibilmente la superiorità di questa tecnologia rispetto a quelle convenzionali".

Tutto merito dei qbit, le speciali unità di memoria elementare. Mentre i bit dei computer tradizionali possono assumere alternativamente i valori zero oppure uno, i qbit – grazie ai principi della fisica quantistica – possono assumere ogni valore compreso tra 0 e 1, e questo permette ai processori quantistici di esplorare svariate soluzioni in contemporanea.

Per la scienza, è un traguardo enorme.

Pichai ha paragonato il risultato alla costruzione del primo razzo spaziale, per rendere l'idea.

La rivista Nature si spinge a definire questo risultato "una pietra miliare paragonabile al primo volo effettuato dai fratelli Wright".

Con una precisazione: "È necessario molto lavoro prima che i computer quantistici diventino una realtà pratica". L'aereo dei fratelli Wright "non è stato il primo veicolo aereo a volare e non ha risolto alcun problema di trasporto urgente. Né ha preannunciato l'adozione diffusa di aerei o ha segnato l'inizio della fine per altri modi di trasporto. Invece, l'evento viene ricordato per aver mostrato un nuovo regime operativo: il volo semovente di un aereo più pesante dell'aria. È ciò che l'evento rappresentava, piuttosto che ciò che praticamente ha realizzato, che era fondamentale. E così è con questo primo rapporto sulla supremazia computazionale quantistica".

Quello che Sycamore dimostra è in effetti la possibilità di cambiare per sempre l'informatica così come la conosciamo oggi.

Provocando una rivoluzione tecnologica in tutta la ricerca scientifica, compresa quella medica, con conseguenze importanti sulla stessa salute dell'uomo. La velocità di calcolo inoltre potrebbe provocare cambiamenti mai visti prima nello sviluppo delle intelligenze artificiali e dei robot.

I ricercatori di IBM, che hanno progettato e realizzato il supercomputer degli Oak Ridge National Lab, hanno risposto a Google che la loro macchina avrebbe potuto risolvere lo stesso problema in due giorni e mezzo o forse meno, a patto di programmarla opportunamente.

Davanti a tale obiezione, Google ha invitato i concorrenti ad analizzare il lavoro di Sycamore e a tentare di riprodurlo sulle loro macchine.

L'intero mondo dell'informatica, compresa IBM, sembra credere in questa nuova tecnologia, visto che nell'ultimo anno gli investimenti nel settore hanno sfiorato il miliardo di dollari e nel 2020 potremo iniziare a vedere degli investimenti ancora più importanti e focalizzati.

# Cambiamenti Climatici

A cura di Nordea Asset Management

Nordea  
ASSET MANAGEMENT

## Investire nel clima e nell'ambiente: outlook 2020

Negli ultimi anni la rilevanza dei temi legati a clima e ambiente è cresciuta rapidamente e gli investitori sono sempre più consapevoli dei numerosi driver che sostengono questo megatrend di lungo periodo.

Ciò nonostante, alcuni di loro sono ancora convinti che le soluzioni in ambito climatico e ambientale siano circoscritte al settore delle energie alternative.

Tale approccio è troppo limitante e tende a sottovalutare nettamente le diverse opportunità disponibili.

Benché gran parte degli attuali rischi climatici e ambientali esistesse già 10 o 20 anni fa, oggi la presa di coscienza è notevolmente aumentata così come la consapevolezza della necessità di intervenire.

Prima della crisi finanziaria la discussione su queste tematiche rientrava essenzialmente nella sfera politica riguardando, ad esempio, la regolamentazione e la concessione di sussidi.

Oggi è tutta una questione economica. Investire in questo trend è una scelta logica e razionale sia per i consumatori e sia per le aziende.

### “It simply makes economic sense”

Andando oltre il settore delle energie alternative, investire nel trend climatico consente di focalizzarsi su quelle società che offrono prodotti e servizi con un interessante valore aggiunto, sia in termini di benefici per l'ambiente che di rendimenti economici.

Tali fattispecie già attive in ambiti quali energie alternative, efficientamento delle risorse e protezione dell'ambiente apportano un effettivo impatto positivo sulla transizione verso un mondo più sostenibile.

L'attenta e pedissequa attività di engagement fra asset manager e holding incoraggia inoltre i progressi a livello societario rafforzati anche attraverso l'esercizio dell'azionariato attivo.

Questo circolo virtuoso migliora la performance ESG e irrobustisce la generazione di valore da parte dell'impresa. Diventa quindi mandatario per noi asset manager integrare in modo completo ed efficace i criteri ESG nella nostra strategia di investimento.

Il business delle soluzioni climatiche è rappresentato da un mercato inefficiente e spesso incapace di riconoscere e apprezzare questo trend come driver dei flussi di cassa futuri.

È fondamentale quindi poter contare su un'oculata ricerca interna per essere in grado di individuare queste inefficienze e selezionare le società leader nell'area delle soluzioni per il clima che offrono un valore ancora sconosciuto o sottostimato dal mercato. Lo stesso universo di investimento è in costante crescita ed evoluzione nutrito da nuove IPO, fusioni e acquisizioni che vanno ad aggiungere nuove stimolanti opportunità a quelle già esistenti.

A oggi noi analizziamo 1200 società che contano un capitalizzazione di circa 6000 miliardi di euro. Nel 2009 esercitavamo la nostra attività di selezione fra un pool di sole 500 aziende.

Tale crescita accompagna l'assoluta rilevanza che il cambiamento climatico ha assunto sia come sfida sociale che come fattore di business.

## Tre aree strategiche per il 2020

Come accennato pocanzi, la maggior parte degli operatori di mercato sottovaluta l'impatto delle soluzioni a problemi concreti che riguardano clima e ambiente.

Di conseguenza si è creato un gap valutativo in cui abbiamo individuato aree poco esplorate e con un potenziale di crescita interessante.

Di seguito illustriamo tre esempi di società sottovalutate che potrebbero sorprendere nel 2020:

### Smart farming a un punto di svolta

Se vogliamo assicurarci che le risorse del nostro pianeta non si esauriscano è necessario ottimizzare l'attività agricola ad alta intensità di risorse. A livello globale, l'innovazione tecnologica ha favorito enormi passi avanti in gran parte dei settori impattando, tuttavia, in modo largamente inferiore sul comparto agricolo.

La cosiddetta "agricoltura intelligente" (o smart farming) rappresenta l'inizio dell'evoluzione del settore primario e un punto di svolta per quanto riguarda produzione sostenibile e performance finanziaria.

Le soluzioni volte a incrementare la produttività agricola contribuiscono a migliorare l'efficienza minimizzando l'impatto ambientale e accrescendo al contempo la competitività degli stessi agricoltori.

La rivoluzione dello smart farming ha registrato un'accelerazione negli ultimi anni grazie al minor costo della tecnologia e alla sua conseguente più diffusa applicazione.

Abbiamo assistito, ad esempio, all'introduzione di attrezzature di precisione e per l'automazione che hanno aumentato l'efficienza dell'impegno di fertilizzanti e acqua. Inoltre, nuovi software consentono il passaggio a una "connected farm" ottimizzando la resa degli asset e minimizzando al tempo stesso le inefficienze operative.

Queste innovazioni tecnologiche si accompagnano all'implementazione di big data, di intelligenza artificiale e dei droni sostenendo una nuova fase di questa rivoluzione "green".

In tale settore riscontriamo i progressi più significativi ambito societario grazie ai numerosi gruppi leader a livello globale che hanno già introdotto soluzioni con un notevole valore aggiunto.

A oggi lo smart farming rappresenta quindi un'area d'investimento di nicchia in cui intravediamo un potenziale enorme.

### L'era dell'edilizia intelligente

Gli edifici sono responsabili di buona parte delle emissioni di CO2 causate dall'uomo.

Considerando l'andamento demografico e la forte urbanizzazione che coinvolge soprattutto le economie emergenti possiamo facilmente dedurre che tale volume di emissioni potrà solo che aumentare.

Oggi assicurarsi che gli edifici in cui viviamo e lavoriamo siano più sostenibili e meno dannosi per il pianeta è assolutamente una priorità e apre la strada a opportunità per le società già attive nell'edilizia intelligente.

Le nuove soluzioni spaziano dall'ottimizzazione del processo di progettazione e costruzione, all'utilizzo di materiali per un efficace isolamento termico sino ai sistemi per il recupero del calore, agli impianti di illuminazione automatizzati e ai software per la gestione energetica.

Quest'offerta diversificata di innovazioni costituisce una solida base per contribuire al benessere della società attraverso la riduzione dei costi operativi e dell'impatto ambientale degli edifici stessi.

In tale ambito società come Autodesk rappresentano un'opportunità di investimento interessante non ancora premiata dal mercato.

Questa realtà è ben posizionata per beneficiare della nuova domanda di edifici più sostenibili grazie al suo software per la modellazione delle informazioni.

Attraverso l'implementazione del programma è possibile accrescere l'efficienza lungo l'intera catena del valore.

## Consumi “green” in aumento

Come accennato nella nostra introduzioni a oggi le principali iniziative a livello climatico affettano la sfera politico-governativa. Aziende e consumatori restano, a nostro parere, i veri protagonisti della transizione verso una società a zero emissioni.

Mentre i gruppi aziendali posso spingere i propri business nella giusta direzione, i consumatori hanno il potere di convergere l'offerta di prodotti e servizi verso una nuova forma di consumismo “green”.

Attualmente, infatti, è in corso una transizione dai prodotti sintetici a quelli naturali trainata da una crescente consapevolezza degli stessi consumatori e dal loro desiderio di salvaguardare l'ambiente.

Questa nuova domanda presenta una crescita significativa aiutando al biologico di guadagnarsi una quota di mercato sempre più consistente.

Intercettare queste nuove preferenze dischiude un forte potenziale di business per le realtà più attente e un'opportunità notevole di generazione di valore per gli investitori.

Abbiamo selezionato diverse società produttrici di ingredienti naturali e imballaggi sostenibili che potranno beneficiare degli effetti di questa nuova generazione di consumi.

Si tratta infatti di operatori che avranno un ruolo di primo piano per l'affermazione di tale trend e crediamo registreranno una crescita robusta.

La società irlandese Kerry Group, ad esempio, è specializzata nella produzione di ingredienti naturali in sostituzione agli additivi artificiali e sta anticipando i competitor offrendo cibi ecologici, sani e facili da preparare.

Le altre aziende dovranno quindi “ripulire” le etichette dei propri prodotti andando incontro alla curiosità dei propri clienti sempre più desiderosi di sapere esattamente cosa comprano e mangiano.

L'introduzione di altre soluzioni innovative sicuramente proseguirà ma sono ancora poche le società in grado di offrire ingredienti naturali che non alterano il sapore o la consistenza dei prodotti. Kerry, di contro, può già contare su un know-how approfondito e adatto a garantire clienti soluzioni adeguate ai suoi clienti.

### Investment case Nordea: Kerry Group

Kerry è leader globale nella produzione di ingredienti naturali e aromi biologici per il settore alimentari e bevande. Negli ultimi anni i consumatori hanno iniziato a prestare più attenzione al valore nutrizionale di cibi e bevande nel quadro di una maggiore consapevolezza circa la salute dell'uomo e dell'ambiente. Tale trend ha comportato un aumento della domanda di ingredienti naturali in sostituzione di quelli artificiali e quindi un miglioramento dell'impronta ambientale. I tassi di penetrazione in questo segmento sono ancora molto bassi, basti pensare che meno del 2% degli alimenti e bevande consumati nel mondo sono biologici. Kerry è stato un pioniere in quest'area e ora detiene una posizione di leadership. La società è quindi tra le meglio posizionate per beneficiare della crescente domanda di ingredienti naturali anche grazie ai consistenti investimenti nell'innovazione.

## Clima e ambiente: prospettive 2020

Una crescente presa di coscienza, un trend incalzante e sempre più business coinvolti sono segnali positivi per la nostra prospettiva riguardo le tematiche ambientali e climatiche.

Al di là delle manifestazioni e dei disegni politici ribadiamo il ruolo primario che hanno e avranno consumatori e aziende in questa fase.

Nuove esigenze, aspettative e decisioni di acquisto rafforzeranno questo fenomeno nel corso del prossimo anno.

L'approccio a questa tematica sta cambiando in tutti gli ambiti.

La capacità di generare rendimenti ruota attorno all'adozione di soluzioni economicamente vantaggiose da parte delle singole società e al riconoscimento di esse da parte di noi asset manager.

Alla luce di quanto detto, ciò che riteniamo fondamentale per conseguire gli obiettivi di rendimento e sostenibilità è spingere costantemente non solo verso l'innovazione, ma anche verso l'adozione rapida di prodotti e servizi già disponibili e capaci di produrre un effetto positivo immediato.

Siamo fermamente convinti che gli investimenti in ambito climatico e ambientale non solo non siano una moda passeggera, ma costituiscano un veicolo estremamente efficace per allocare le risorse nella giusta direzione.

Un numero crescente di società si sta concentrando sulla ricerca di soluzioni ai problemi climatici e ambientali evidenziando un'esigenza sempre più pressante.

Noi asset manager abbiamo il dovere fiduciario e la responsabilità di offrire soluzioni uniche, consolidate e di comprovata efficacia pensate per far fronte alle principali criticità in ambito ESG per la società odierna.

# Smart Mobility

A cura di BNY Mellon



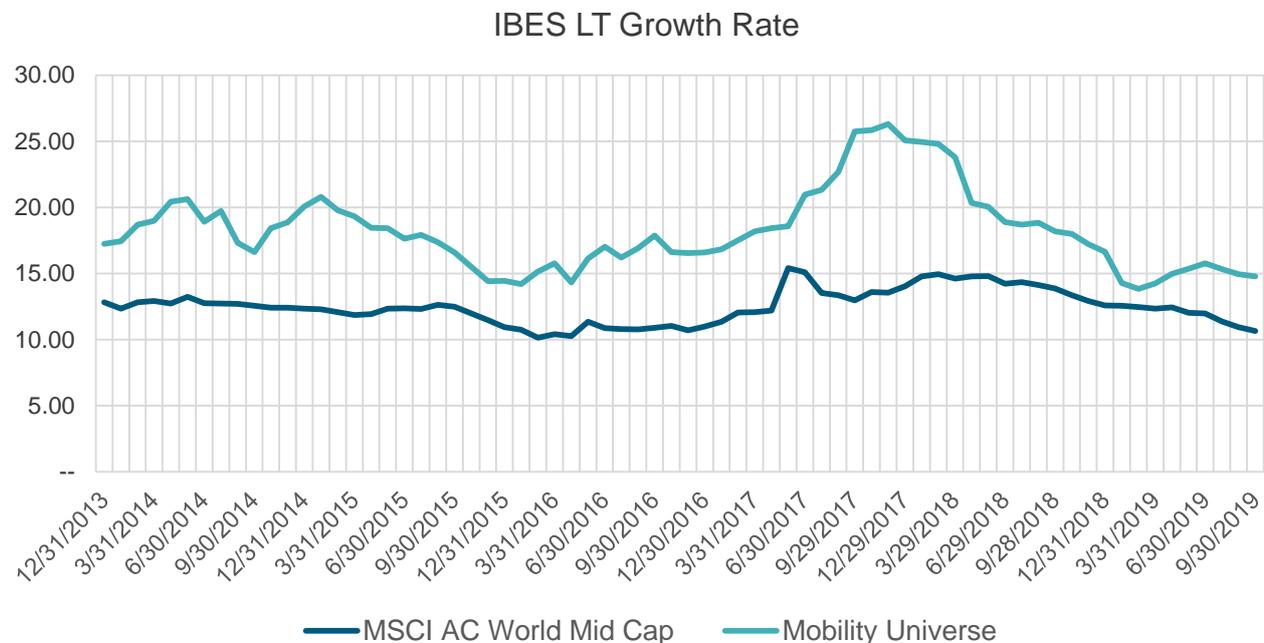
## Progresso continuo

Il clima economico ha pesato sul *sentiment* degli investitori durante tutto il 2019, nonostante i mercati azionari si siano avvicinati a nuovi massimi.

Gli investitori rimangono cauti ma resilienti di fronte al rallentamento dell'economia globale, all'intensificarsi delle tensioni commerciali e dei disordini geopolitici che hanno creato un'atmosfera di incertezza.

Il nostro universo della mobilità non è risultato immune da tali preoccupazioni e, sebbene le previsioni di crescita siano rimaste al di sopra del *benchmark* globale, si sono ridotte dall'inizio della guerra delle tariffe tra USA e Cina.

GRAFICO 96



Fonte: Factset. Dati al 30 settembre 2019.

Tuttavia, con l'avvicinarsi del 2020, le PMI globali si stanno rafforzando e le controversie commerciali si stanno potenzialmente raffreddando.

Le difficoltà macroeconomiche del 2019 potrebbero trasformarsi in fattori propizi nel 2020.

Questo, unitamente ai tassi d'interesse più bassi, alla normalizzazione dei livelli delle scorte e a una fiducia potenzialmente maggiore grazie all'allentamento delle tensioni commerciali, potrebbe determinare per il settore una maggiore stabilità e una potenziale ripresa ciclica nel 2020.

Un rimbalzo ciclico si andrebbe a integrare con le marcate tendenze secolari del settore della mobilità nel prossimo decennio. L'innovazione svolge un ruolo sempre più importante in molte delle nuove forme della mobilità; ciò comporta opportunità di crescita strutturali, dal momento che nuovi prodotti e servizi offrono contenuti e funzionalità più elevati.

L'innovazione della mobilità si concentra a nostro avviso su **quattro aree chiave: Connettività, guida Autonoma, ride-Sharing e veicoli Elettrici (C.A.S.E.)**.

I trend in queste categorie dovrebbero garantire una tenuta a lungo termine dei dati fondamentali e tutelarne l'andamento nel corso del ciclo economico.

La ripresa ciclica e le spinte secolari rappresentano due potenziali fattori di crescita per il tema della mobilità, a cui si aggiungono i crescenti timori ambientali e sociali che creano *momentum*.

Grazie all'urbanizzazione, le città più grandi del mondo si trovano ad affrontare crisi dovute all'aumento dell'inquinamento, alla congestione e alle vittime del traffico, problemi che promuovono una legislazione a favore di nuove soluzioni attraverso l'innovazione della mobilità.

Le nuove leggi, le pressioni sociali e le crisi ambientali possono non solo promuovere l'innovazione della mobilità, ma anche incoraggiare cambiamenti dinamici e dirompenti nonché sostenere nuovi modelli di business per le società che fanno parte del nostro universo investibile.

Data la portata e la forza di tali fattori, il modo in cui utilizziamo, alimentiamo e controlliamo tutti i mezzi che consentono la mobilità stia attraversando le fasi iniziali di un immenso cambiamento.

Le imprese, i governi e i consumatori vedranno profondi cambiamenti nel panorama della mobilità nelle quattro categorie chiave C.A.S.E. citate in precedenza. McKinsey stima che una casa automobilistica dovrebbe investire 75 miliardi di dollari in innovazione per stabilire una posizione difendibile<sup>28</sup>.

Data l'entità dell'investimento richiesto e la portata delle opportunità, non prevediamo un mercato da cui esca vincitrice una sola azienda.

Di seguito è riportata una sintesi dei nostri punti di vista fondamentali e l'*outlook* 2020 per ogni sottotema della mobilità innovativa.

## Connettività

La connettività è un sottotema che continuerà a fungere da importante fonte di crescita nel 2020 e oltre.

Secondo la GSM Association, nel 2017 erano collegate a Internet 5 miliardi di persone, che entro il 2025 dovrebbero diventare 6 miliardi<sup>29</sup>. 4 miliardi di persone non utilizzano ancora la connettività mobile, pertanto saranno oggetto della futura adozione.

Anche la connettività dell'Internet of things registrerà uno sviluppo costante, triplicando fino a 25.000 miliardi di unità tra il 2018 e il 2025<sup>30</sup>. Secondo FLIR, leader mondiale nei sistemi di termovisioni e sensori, la connettività dei nuovi veicoli raggiungerà solo il 50% entro il 2020, contro il 15% del 2013, quindi gran parte del parco veicoli esistente al mondo, pari a 1,5 miliardi di veicoli, deve ancora essere aggiornato<sup>31</sup>.

Il 5G rappresenta la prossima ondata di innovazione per l'industria della mobilità, con l'introduzione di velocità molto più elevate, densità di connessione maggiore e latenza più bassa.

<sup>28</sup> [Kersten Heineke, Alexandre Ménard](https://www.mckinsey.com/industries/automotive-and-assembly/our-insights/development-in-the-mobility-technology-ecosystem-how-can-5g-help), Freddie Södergren e Martin Wrulich. Development in the mobility technology ecosystem—how can 5G help? Accesso effettuato tramite il link: <https://www.mckinsey.com/industries/automotive-and-assembly/our-insights/development-in-the-mobility-technology-ecosystem-how-can-5g-help>

<sup>29</sup> GSMA. The Mobile Economy 2018. Accesso effettuato tramite il link: <https://www.gsma.com/mobileeconomy/wp-content/uploads/2018/02/The-Mobile-Economy-Global-2018.pdf>

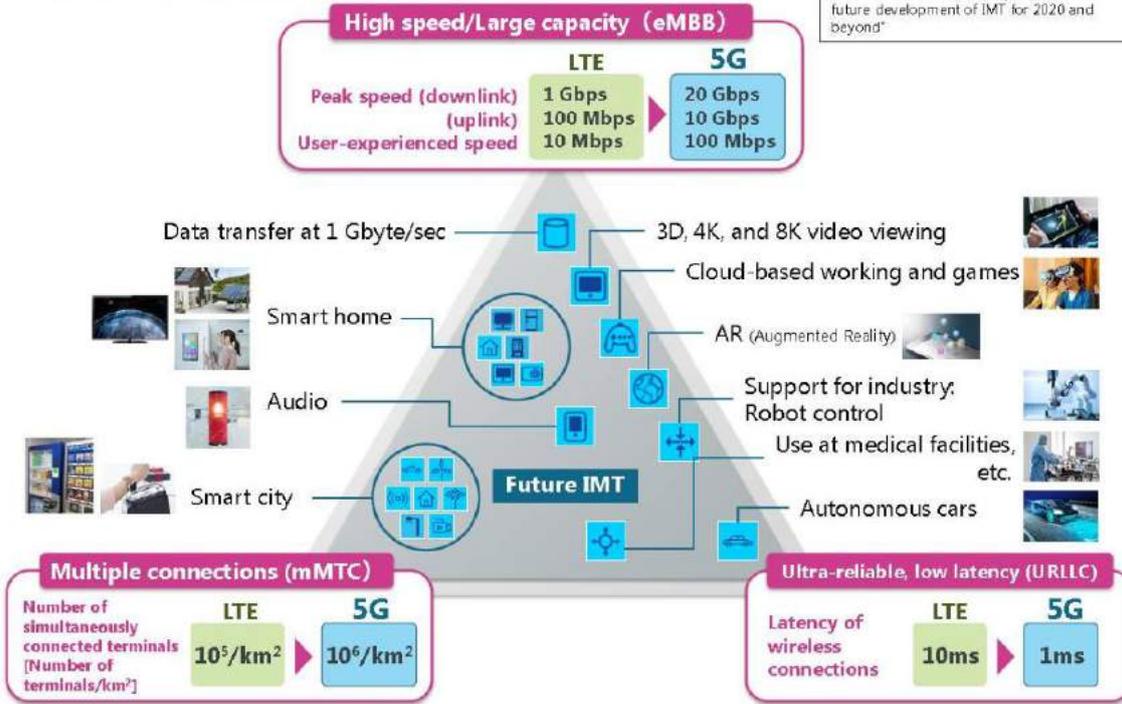
<sup>30</sup> New GSMA Study: 5G to Account for 15% of Global Mobile Industry by 2025 as 5G Network Launches Accelerate. 25 febbraio 2019. Accesso effettuato tramite il link: <https://www.gsma.com/newsroom/press-release/new-gsma-study-5g-to-account-for-15-of-global-mobile-industry-by-2025/>

<sup>31</sup> NVDA 2019 Analyst Day.

Nel 2020, i servizi 5G si diffonderanno sempre più in tutto il mondo, pertanto è necessario supportare la qualità del servizio richiesto dai veicoli autonomi, oltre che dagli altri dispositivi fondamentali per tale tecnologia.

**IMMAGINE 3**

**Three Features of 5G**



Fonte: Anritsu

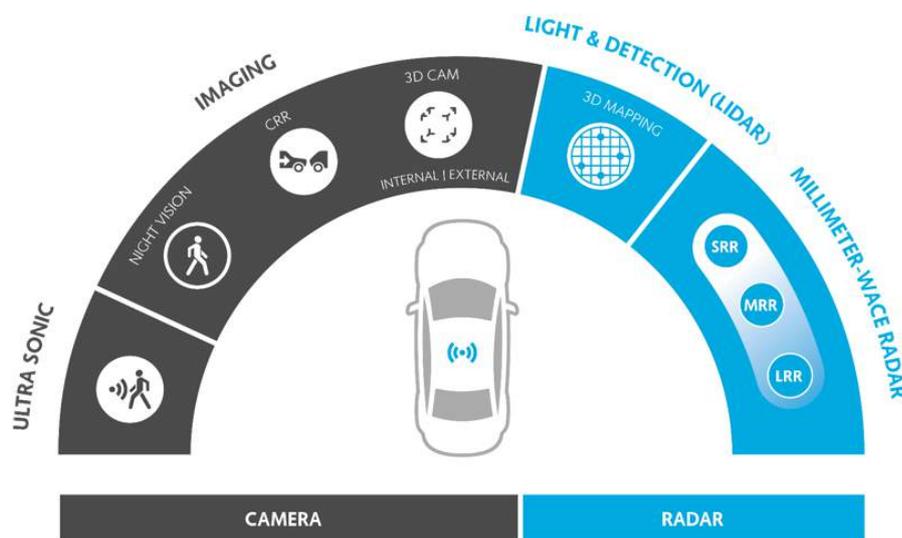
**Guida autonoma**

Ci vorranno ancora diversi anni perché i veicoli completamente autonomi, identificati come Livello 4 e Livello 5 dalla Society of Automotive Engineers, diventino una realtà, ma si registrano progressi costanti nei Livelli da 1 a 3. Gli *attach rate* dei sistemi avanzati di assistenza alla guida (ADAS) sono in aumento grazie al crescente numero di sensori per veicolo.

Sistemi come l'avviso di deviazione dalla corsia di marcia, la frenata automatica di emergenza e il rilevamento dei punti ciechi aiutano sempre più spesso i conducenti e i loro veicoli a prendere decisioni salvavita in tempo reale.

**IMMAGINE 4**
**ADAS Systems Continue to Evolve**

Multiple Systems and System Redundancy is essential for automated driving



Le recenti ricerche della National Highway Traffic Safety Administration (NHTSA) negli Stati Uniti confermano il nostro punto di vista: nel 2018 le vittime del traffico negli Stati Uniti sono diminuite del 3,4% in percentuale sui chilometri percorsi, i decessi sono calati del 4,5% nel primo semestre del 2019<sup>32</sup> e del 2,5% nel 2017 dopo aver registrato un aumento sia nel 2015 che nel 2016 (in parte a causa di una guida distratta dai sistemi di messaggistica).<sup>33</sup>

L'NHTSA attribuisce la riduzione dei decessi al numero più elevato di sistemi ADAS: quelli di Livello I sono aumentati dal 6% del 2015 al 45% del 2018 e, secondo l'NHTSA, raggiungeranno il 75% entro il 2022.<sup>34</sup> Inoltre, gli ADAS di Livello 2 sono passati dall'1% nel 2017 al 3% nel 2018 e al 10% nel primo semestre del 2019.

Nonostante il miglioramento dei tassi di sicurezza all'interno delle auto, l'NHTSA ha registrato un tendenziale aumento degli incidenti per pedoni e ciclisti, pari al 3,8% l'anno.

Sulla base dei crescenti timori globali in merito a queste tendenze, l'NHTSA prevede un tasso di crescita annuo composto (CAGR) del 19% nei volumi ADAS globali entro il 2025.<sup>35</sup>

Queste stime confermano il nostro *outlook* positivo per il sottotema ADAS nel 2020 e oltre.

I progressi non sono dovuti unicamente alla necessità di migliorare la sicurezza, ma anche l'efficienza.

Nel 2019 le applicazioni di guida autonoma hanno iniziato a diffondersi oltre le auto e in nuovi mercati, compreso quello dei tir.

I conducenti di tir commerciali continuano a scarseggiare in Nord America pertanto l'industria della mobilità sta affrontando questa carenza attraverso veicoli minerari a guida autonoma e il cosiddetto *truck platooning*, ossia convogli di tir che viaggiano in fila, connessi in modalità wireless, su percorsi a lungo raggio.

Secondo Allied Market Research, i mercati dei tir a guida autonoma e del *platooning* possono crescere rispettivamente fino a 1,67 e 4,59 miliardi di dollari entro il 2025.<sup>36</sup>

<sup>32</sup> National Highway Traffic Safety Administration. U.S. Transportation Secretary Elaine L. Chao Announces Further Decreases in Roadway Fatalities. 22 ottobre 2019. Accesso effettuato tramite il link: <https://www.nhtsa.gov/press-releases/roadway-fatalities-2018-fars>

<sup>33</sup> Federal Highway Traffic Safety Policies: Impacts and Opportunities. Congressional Research Service. 12 luglio 2019. Accesso effettuato tramite il link: <https://fas.org/sgp/crs/misc/R44394.pdf>

<sup>34</sup> U.S. Department Of Transportation; National Highway Traffic Safety Administration. The Safer Affordable Fuel-Efficient (SAFE) Vehicles Rule for Model Year 2021 – 2026 Passenger Cars and Light Trucks. Luglio 2018. Accesso effettuato tramite il link: [https://www.nhtsa.gov/sites/nhtsa.dot.gov/files/documents/ld\\_cafe\\_co2\\_nhtsa\\_2127-al76\\_epa\\_pria\\_181016.pdf](https://www.nhtsa.gov/sites/nhtsa.dot.gov/files/documents/ld_cafe_co2_nhtsa_2127-al76_epa_pria_181016.pdf)

<sup>35</sup> David L. Kelley and Gavin Kennedy. '18 Crash Declines; US to Revamp Crash Ratings, Pos. for Active Safety Adoption. Jefferies. Auto Tech & Connected Mobility. 23 ottobre 2019.

<sup>36</sup> Chandani Poddar & Supradip Baul. Self-Driving Truck Market by Level of Autonomy (Level One, Level Two, Level Three, and Level Four) and Industry Vertical (Logistics, Construction & Manufacturing, Mining, and Port) - Global Opportunity Analysis and Industry Forecast, 2020 – 2025. Accesso effettuato tramite il link: <https://www.alliedmarketresearch.com/self-driving-truck-market>

## Ride sharing

Nel 2019 società di *ride sharing* come Uber e Lyft sono state quotate in borsa.

Sebbene le prospettive di crescita a lungo termine paiano promettenti, questo innovativo settore affronta una serie di problemi che potrebbero rallentarne la diffusione nel 2020, come evidenziato dalle nostre approfondite ricerche condotte nel 2019 sul tema.

Lo Stato della California ha recentemente approvato il disegno di legge AB 5, che riclassifica i cosiddetti appaltatori della "*gig economy*" come dipendenti.

Anche se questa legislazione richiederà tempo per essere promulgata, può consentire ad altre città e Stati USA, e magari ad altri Paesi, di aumentare e ristrutturare i compensi.

Storicamente monetizzate con uno sconto rispetto ai servizi di taxi tradizionali, le società di *ride sharing* potrebbero registrare una pressione sui margini a causa dell'aumento dell'inflazione dei costi.

Inoltre, l'incremento dei costi assicurativi dovuto a cattive segnalazioni di sinistrosità assicurative può ripercuotersi su tali società o sui loro autisti.

Infine, i comuni e le città stanno ridefinendo gli accessi e i percorsi destinati a tali società in modo da ridurre la congestione da loro causata. New York, Virginia e Massachusetts, ad esempio, stanno rivedendo i prezzi dinamici e cambiando le regole del *ride sharing* al fine di aumentare il numero di clienti per corsa.

Il risultato netto di questi cambiamenti può comportare un rallentamento dei volumi delle corse, minori profitti per corsa o entrambi. I servizi di *car pooling* come Waze di Google potrebbero diventare sempre più popolari poiché promuovono la riduzione delle emissioni globali invece che la monetizzazione degli autisti.

Inoltre, l'industria del *ride sharing* è alle prese con una crescente concorrenza.

Una raccolta fondi aggressiva, per un totale di 77 miliardi di dollari, e l'abbattimento delle barriere all'ingresso stanno minacciando i rendimenti futuri degli investimenti.

Le scelte dei consumatori si stanno ampliando grazie ai nuovi operatori che entrano in campo, e a nostro parere il modello vincente è quello dei fornitori in grado di fornire applicazioni di *mobility-as-a-service*.

Queste "super app" possono includere un'ampia gamma di offerte per la mobilità, tra cui *ride sharing*, *car sharing*, micromobilità e consegna di cibo.

In definitiva, la portata del servizio può favorire gli operatori con marchi forti, in grado di fornire servizi anche a livello locale, poiché il consolidamento può essere necessario per migliorare i rendimenti.

Nel contempo, i fornitori di *ride sharing* potrebbero dover rivalutare le loro offerte e uscire dai mercati non redditizi per migliorare gli utili e il flusso di cassa.

Potrebbero inoltre scalare meglio le loro attività attraverso l'automazione, offrendo servizi di robotaxi che, rispetto ai metodi più tradizionali di oggi, possono incrementare l'utilizzo delle risorse.

Alcuni servizi di robotaxi potrebbero essere lanciati nei prossimi anni, ma richiederanno investimenti continui e favoriranno le aziende con scala.

In questo segmento Waymo di Google è ben posizionata per competere con le società di *ride sharing* più tradizionali.

## Veicoli Elettrici

Data l'attenzione posta sui cambiamenti climatici dopo l'accordo di Parigi del 2015, l'elettrificazione dei veicoli a motore è una delle soluzioni chiave per raggiungere l'obiettivo a lungo termine di ridurre le emissioni e, infine, di azzerarle.

L'impatto dei cambiamenti climatici è evidente, con l'aumento delle temperature e del livello dell'acqua e il manifestarsi di fenomeni meteorologici estremi, pertanto molti governi in tutto il mondo stanno imponendo standard di risparmio di carburante e riduzione delle emissioni per i veicoli destinati al trasporto dei passeggeri.

Questo spinge l'industria automobilistica a promuovere una crescente elettrificazione nel parco veicoli.

Il 2020 sarà un anno entusiasmante per la crescita dei veicoli elettrici, essendo il primo anno in cui le case automobilistiche dovranno rispettare i nuovi obiettivi dell'Unione Europea (UE) in merito alle emissioni di carbonio, e l'unico modo realistico per raggiungere tali obiettivi sembra essere quello di vendere più veicoli elettrici.

La crescita dei veicoli elettrici in Europa non riguarda solo il 2020, infatti i requisiti imposti mirano a ridurre entro il 2030 le emissioni di CO<sub>2</sub> del 37,5% rispetto ai livelli del 2021, mentre a metà di tale periodo, ossia nel 2025, l'obiettivo richiede una riduzione del 15% rispetto al 2021.

Poiché tutti i produttori attivi nel settore automobilistico svilupperanno e lanceranno nuovi modelli di veicoli elettrici nei prossimi anni, il mercato registrerà una notevole espansione, offrendo ai consumatori una scelta più ampia.

È importante sottolineare che i principali Paesi dell'UE lavoreranno in collaborazione con l'industria automobilistica per sostenere la domanda di veicoli elettrici, promuovendone l'acquisto tramite incentivi e riduzione delle tasse.

Questo perché i governi dell'UE sostengono il passaggio dalle auto con motore a combustione interna a quelle elettriche.

Nel 2020 la crescente penetrazione dei veicoli elettrici continuerà in Cina, che in base alle nostre ricerche rappresenta il maggiore mercato al mondo in tale settore: il Paese dovrebbe vendere circa 1,4-1,5 milioni di unità nel 2019 e quasi 2 milioni nel 2020.

L'aumento della penetrazione di mercato dei veicoli elettrici è uno dei principali strumenti a disposizione del governo cinese nel medio-lungo termine per raggiungere la sicurezza energetica e ridurre l'inquinamento atmosferico: la prima rappresenta una questione nazionale in quanto il Paese è un grande importatore di combustibili fossili; l'inquinamento invece è diventato una delle principali preoccupazioni per la salute, data l'industrializzazione e l'urbanizzazione avvenute in Cina negli ultimi decenni.

La politica del governo cinese in merito ai veicoli elettrici prevede che ogni OEM soddisfi determinati requisiti annuali di credito di veicoli elettrici in base alla sua produzione annuale.

Il mancato rispetto di tali requisiti comporta l'acquisto di crediti sul mercato per evitare multe.

Nel 2019 gli OEM dovranno accumulare crediti pari al 10% della loro produzione annuale, al 12% nel 2020, al 14% nel 2021, al 16% nel 2022 e al 18% nel 2023.

Il valore dei crediti è determinato dall'autonomia e dal consumo energetico di ogni veicolo.

La scelta dei consumatori dovrebbe crescere drasticamente a partire dal 2020/21 in poi poiché tutti gli OEM operanti in Cina lanceranno nuovi modelli di veicoli elettrici, passando dai tradizionali veicoli con motore a combustione interna a quelli con motore elettrico.

Pertanto, individuiamo molte società che potranno trarre benefici dalla crescita dell'elettrificazione nel 2020.

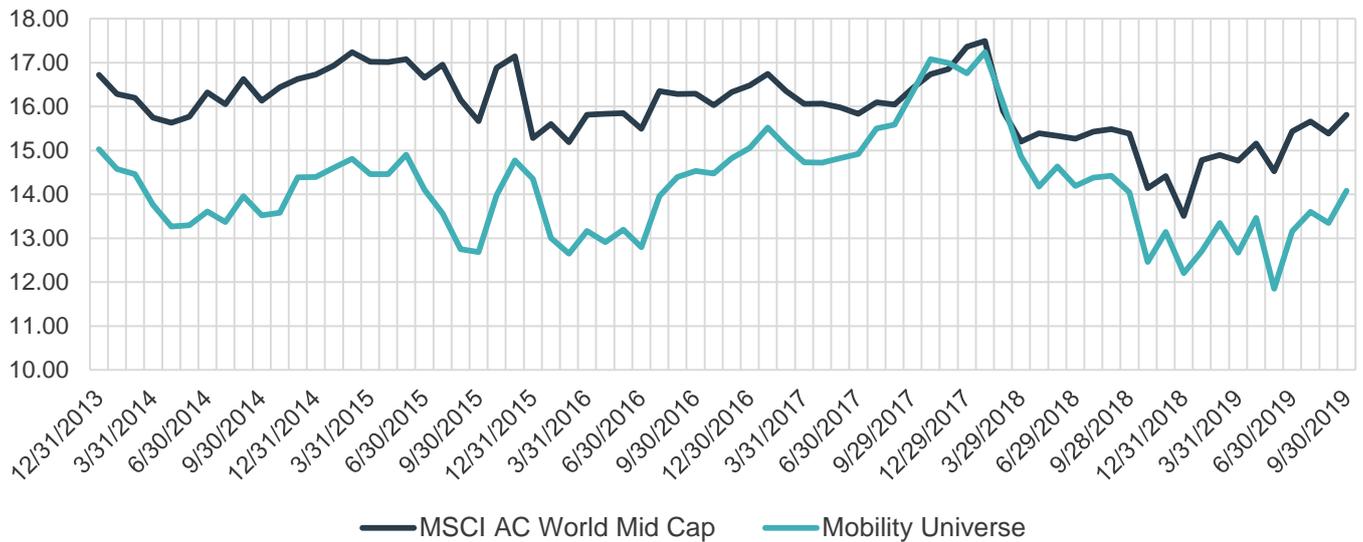
Il settore della mobilità continua a registrare un'ondata di nuovi prodotti innovativi che arriveranno sul mercato nel 2020. L'avvento del 5G, i progressi negli ADAS e la pressione per ridurre le emissioni attraverso l'elettrificazione stanno spingendo l'innovazione oltre l'industria automobilistica e verso nuove forme di mobilità.

Per il 2020, riteniamo che le prospettive del tema siano positive. Il miglioramento del quadro macroeconomico globale, i fattori che continuano a supportare la mobilità innovativa e i risultati delle nostre ricerche indicano una crescita per il 2020.

Inoltre, l'universo di investimento collegato alla mobilità innovativa presenta un rapporto P/E migliore rispetto alla media degli indici azionari globali mid cap. Il potenziale di crescita non è pienamente apprezzato dagli investitori, e deve ancora riflettersi nelle quotazioni. Per questo, riteniamo sia un momento favorevole per investire nel tema, in anticipo rispetto al mercato.

**GRAFICO 97**

**P/E FY2**



Fonte: Factset, Mellon. Dati al 30 settembre 2019.

In sintesi, riteniamo che il 2020 offra prospettive entusiasmanti per la mobilità innovativa, soprattutto per quelle società che offrono un potenziale di crescita interessante, modelli di business sostenibili, bilanci solidi e forti gruppi dirigenti.

## Documento a cura di Fideuram Investimenti SGR

Per ogni richiesta di informazioni si prega di contattare il team **Marketing e Comunicazione**  
e-mail: [FIComunicazione@fideuramsgr.it](mailto:FIComunicazione@fideuramsgr.it)



Il presente documento è pubblicato da Fideuram Investimenti SGR S.p.A., società iscritta all'albo delle società di gestione del risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo.

Questo documento è prodotto in un numero limitato di copie, esso è rivolto e strettamente riservato ad intermediari autorizzati o investitori professionali e non è destinato alla distribuzione al pubblico. Le informazioni contenute nel documento, pertanto, sono confidenziali e non dovranno mai essere, in tutto o in parte, divulgate a terzi, né copiate, distribuite, trasmesse o riprodotte. Fideuram Investimenti SGR **declina qualsiasi responsabilità in caso di diffusione e/o consegna del presente documento a terze parti.** Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento non costituiscono in alcun modo ricerca, raccomandazione, consiglio di investimento, consulenza all'investimento o altra forma di consulenza e sono soggetti a modifiche. **I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.** Questo documento non ha finalità di, né costituisce in alcun modo un'offerta di acquisto o vendita o una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

Copyright © 2015 Fideuram Investimenti SGR. Tutti i diritti riservati.

Tutti gli altri marchi appartengono ai rispettivi proprietari.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina di copertina.



### Avvertenze

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenute sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i Paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti

attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento.

Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria. Data di primo utilizzo: 19 novembre 2019.



### DESTINATO ESCLUSIVAMENTE A INVESTITORI PROFESSIONALI

**È consentita la divulgazione del documento tramite portale aziendale alle strutture di Fideuram Intesa San Paolo Private banking**

**I rendimenti passati non sono una garanzia né un indicatore attendibile dei risultati futuri e non viene fornita alcuna garanzia che risultati simili saranno raggiunti in futuro.**

L'investimento nel mercato obbligazionario è soggetto a rischi, tra cui rischio di mercato, di tasso di interesse, emittente, credito, rischio di inflazione e rischio di liquidità. Il valore della maggior parte delle obbligazioni e delle strategie obbligazionarie è influenzato dalle variazioni dei tassi di interesse. Le strategie obbligazionarie e obbligazionarie con duration più lunghe tendono ad essere più sensibili e volatili rispetto a quelle con duration più brevi; i prezzi delle obbligazioni generalmente diminuiscono all'aumentare dei tassi di interesse e l'attuale basso livello dei tassi d'interesse aumenta questo rischio. Le attuali riduzioni della controparte che emette obbligazioni possono contribuire alla diminuzione della liquidità del mercato e all'aumentata volatilità dei prezzi. Gli investimenti obbligazionari possono valere più o meno del costo originale quando vengono riscattati. I titoli ad alto rendimento e con rating inferiore comportano un rischio maggiore rispetto ai titoli con rating più elevato; i portafogli che investono in essi possono essere soggetti a maggiori livelli di rischio di credito e di liquidità rispetto ai portafogli che non lo fanno.

La qualità creditizia di un particolare titolo o gruppo di titoli non garantisce la stabilità o la sicurezza del portafoglio complessivo. Le dichiarazioni relative all'andamento dei mercati finanziari si basano sulle attuali condizioni di mercato, che oscilleranno. Non vi è alcuna garanzia che queste strategie di investimento funzionino in tutte le condizioni di mercato o siano adatte a tutti gli investitori e ciascun investitore dovrebbe valutare la propria capacità di investire a lungo termine, in particolare durante i periodi di flessione del mercato. Gli investitori dovrebbero consultare il proprio consulente prima di prendere una decisione di investimento.

Questo documento contiene le opinioni del gestore al momento della redazione, le quali sono soggette a variazioni senza preavviso. Questo documento è stato distribuito unicamente a scopo informativo e non deve essere considerato alla stregua di una consulenza di investimento o di una raccomandazione in favore di particolari titoli, strategie o prodotti d'investimento. Le informazioni contenute nel presente documento sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non si rilascia alcuna garanzia in merito. Nessuna parte del presente documento può essere riprodotta in alcuna forma o citata in altre pubblicazioni senza espressa autorizzazione scritta. PIMCO è un marchio registrato di Allianz Asset Management of America L.P. and Pacific Investment Management Company LLC, rispettivamente, negli Stati Uniti e nel resto del mondo. ©2019 PIMCO.

**PIMCO Europe Ltd** (Società n. 2604517) e **PIMCO Europe Ltd - Italy** (Società n. 07533910969) sono autorizzate e regolamentate dalla Financial Conduct Authority (12 Endeavour Square, Londra E20 1JN) nel Regno Unito. La filiale italiana è inoltre regolamentata dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) ai sensi dell'Articolo 27 del Testo Unico Finanziario italiano. I prodotti e i servizi offerti da PIMCO Europe Ltd sono destinati unicamente a clienti professionali come da definizione contenuta nel manuale della Financial Conduct Authority, e non agli investitori individuali, i quali

non devono fare assegnamento sulla presente comunicazione. | **PIMCO Deutschland GmbH** (Società n. 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Monaco, Germania), **PIMCO Deutschland GmbH Italian Branch** (Società n. 10005170963) e **PIMCO Deutschland GmbH Swedish Branch** (Società n. 516410-9190) sono autorizzate e disciplinate in Germania dall'Autorità di vigilanza finanziaria federale tedesca (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Francoforte sul Meno) ai sensi della Sezione 32 della Legge sul sistema creditizio tedesco (KWG). La filiale italiana e quella svedese sono inoltre regolate rispettivamente dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) ai sensi dell'Articolo 27 del Testo Unico Finanziario italiano e dalla Swedish Financial Supervisory Authority (Finansinspektionen) ai sensi del Capitolo 25, Sezione 12-14 del Swedish Securities Markets Act. I prodotti e i servizi offerti da PIMCO Deutschland GmbH sono destinati unicamente a clienti professionali come da definizione contenuta alla Sezione 67, Comma 2, della Legge sulla negoziazione di titoli tedesca (WpHG), e non agli investitori individuali, i quali non devono fare assegnamento sulla presente comunicazione.



#### Disclaimer

**Documento ad uso esclusivo dei collocatori e dei clienti professionali e/o qualificati.** È vietata la diffusione al pubblico.

Il presente documento è preparato e distribuito da Eurizon SLJ Capital Limited ("ESLJ"), Limited Company registrata in Inghilterra con indirizzo registrato al 90 Queen Street, London EC4N 1SA. ESLJ è autorizzata e regolata dalla Financial Conduct Authority.

Il presente documento costituisce una comunicazione di marketing e non è stato pertanto redatto in conformità alle disposizioni di legge volte a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non è soggetto ad alcun divieto prima della diffusione.

Opinioni, previsioni o stime contenute nel presente documento riflettono la visione di ESLJ e sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del presente documento. Tali opinioni possono differire da quelle espresse da altri soggetti appartenenti al Gruppo Intesa Sanpaolo e dalle scelte di investimento poste in essere dai gestori di ESLJ.

Nulla del contenuto del presente documento deve essere inteso come ricerca in materia di investimenti o come una raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, rispetto ad una strategia di investimento avente ad oggetto gli strumenti finanziari trattati o emittenti strumenti finanziari, né una sollecitazione o offerta, né consulenza in materia di investimenti, legale, fiscale o di altra natura. Nessuno degli amministratori, rappresentanti o dipendenti di ESLJ assume alcun tipo di responsabilità (per colpa o diversamente) derivante da danni indiretti eventualmente causati dall'utilizzo della presente comunicazione o dal suo contenuto o comunque derivante in relazione al presente documento e nessuna responsabilità in riferimento a quanto sopra potrà conseguentemente essere attribuita agli stessi.

Le informazioni fornite e le opinioni contenute nel presente documento si basano su fonti ritenute affidabili e in buona fede. Tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, è fornita da ESLJ relativamente all'accuratezza, completezza e correttezza delle stesse e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni, previsioni o stime qui contenute.



#### Private & Confidential

This document has been prepared and is provided by Algebris (UK) Limited. Algebris (UK) Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. All figures, unless stated otherwise, are as at the last business day of the relevant month showing above. Some of the figures shown in the tables are estimates, provided by Algebris (UK) Limited.

This document does not constitute or form part of any offer to issue or sell, or any solicitation of an offer to subscribe or purchase any investment nor shall it or the fact of its distribution form the basis of, or be relied on, in connection with, any contract therefore. No representation, warranty or undertaking, express or implied, is given as to the accuracy or completeness of the information or opinions contained in this document by any of Algebris (UK) Limited, its directors or employees and no liability is accepted by such persons for the accuracy or completeness of any such information or opinions. The information included herein and other materials provided to you are intended only for discussion purposes. This information is not intended to provide, and should not be relied upon for, accounting, legal or tax advice or investment recommendations. You should consult your tax, legal, accounting or other advisors about the issues discussed herein. This document is being issued by Algebris (UK) Limited and is for private circulation only. Distribution of this information to any person other than the person to whom this information was originally delivered and to such person's advisors is unauthorised and any reproduction of these materials, in whole or in part, or the divulgence of any of their contents, without the prior consent of Algebris (UK) Limited in each such instance is prohibited. Disclosure of this document is permitted for internal use via the Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking corporate web portal only. Notwithstanding anything to the contrary herein, each shareholder (and each employee, representative, or other agent of such shareholder) may disclose to any and all persons, without limitation of any kind, the tax treatment and tax structure of (i) Algebris (UK) Limited and (ii) any of its transactions, and all materials of any kind (including opinions or other tax analyses) that are provided to the shareholder relating to such tax treatment and tax structure. This document is being communicated by Algebris (UK) Limited only to persons to whom it may lawfully be issued under The Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 including persons who are authorised under the Financial Services and Markets Act 2000 of the United Kingdom (the "Act"), certain persons having professional experience in matters relating to investments, high net worth companies, high net worth unincorporated associations and partnerships, trustees of high value trusts and persons who qualify as certified sophisticated investors. This document is exempt from the prohibition in Section 21 of the Act on the communication by persons not authorised under the Act of invitations or inducements to engage in investment activity on the ground that it is being issued only to such types of person. Investing in financial markets and securities involves risk. Past performance is not a guarantee of future results. Investment losses may occur from time to time and investors could lose some or all of their investment. The strategy employed may result in the NAV exhibiting a high level of volatility. © 2019 Algebris (UK) Limited. All Rights Reserved. 4th Floor, 1 St James's Market, SW1Y 4AH.



Predisposto da BlackRock (Netherlands) BV: Amstelplein 1, 1096 HA, Amsterdam, Tel: 020 – 549 5200, Trade Register No. 17068311. In Italia, questo documento è stato elaborato da BlackRock (Netherlands) BV, Italian Branch Piazza San Fedele n. 2, 20121 Milano Italia.

In Italia, questo documento è rivolto ad intermediari autorizzati ed investitori professionali ed è vietata la distribuzione ai clienti al dettaglio o a potenziali clienti al dettaglio.

La performance passata non è un indicatore affidabile dei risultati attuali o futuri e non dovrebbe essere l'unico fattore di considerazione nella scelta di un prodotto o di una strategia.

Capitale a rischio. Il valore degli investimenti e il reddito che ne deriva possono diminuire o aumentare e non è garantito. Non è possibile recuperare l'importo originariamente investito. Variazioni dei tassi di cambio tra le valute possono causare una diminuzione o un aumento del valore degli investimenti. La fluttuazione può essere particolarmente marcata nel caso di un fondo a maggiore volatilità e il valore di un investimento può diminuire improvvisamente e sostanzialmente. I livelli e la base imponibile possono variare di volta in volta.

Qualsiasi ricerca contenuta nel presente documento è stata predisposta, condotta od acquisita da BlackRock per i propri scopi. I risultati di tali ricerche sono resi disponibili solo incidentalmente. Le opinioni espresse non costituiscono un consiglio, una raccomandazione né una sollecitazione ad effettuare alcun investimento in specifiche strategie di investimento, asset class o fondi gestiti e/o promossi da BlackRock e sono soggette a modifiche. Le opinioni espresse non riflettono necessariamente le opinioni di qualsiasi società del Gruppo BlackRock e non vengono fornite garanzie circa la loro accuratezza.

Questo documento ha solo scopo informativo e non costituisce un'offerta o un invito ad investire in fondi BlackRock e non è stato preparato in relazione a tale offerta.

© 2019 BlackRock, Inc. Tutti i diritti riservati. BLACKROCK, BLACKROCK SOLUTIONS, iSHARES, BUILD ON BLACKROCK, SO WHAT DO I DO WITH MY MONEY e il logo stilizzato i sono marchi registrati e non registrati di BlackRock, Inc. o delle sue filiali negli Stati Uniti e altrove. Tutti gli altri marchi sono di proprietà dei rispettivi proprietari.



Questo materiale ha scopo puramente informativo e non costituisce un'offerta o un invito a investire in alcun prodotto per il quale qualsiasi affiliato di Man Group plc fornisce consulenza di investimento o altri servizi. Prima di prendere qualsiasi decisione di investimento, gli investitori dovrebbero leggere e prendere in considerazione i documenti di offerta del fondo. Le opinioni espresse sono quelle dell'autore alla data della loro pubblicazione e sono soggette a modifiche. La distribuzione di questo materiale e l'offerta di quote potrebbero essere soggette a restrizioni e l'importo minimo di sottoscrizione potrebbe essere più elevato in alcune giurisdizioni. I prodotti menzionati all'interno di questo materiale (i) potrebbero non essere registrati per la distribuzione nella sua giurisdizione e (ii) potrebbero essere disponibili solo a investitori o entità professionali o qualificati. È importante che i distributori e/o i potenziali investitori siano in grado di garantire il rispetto delle normative locali prima di fare una sottoscrizione. Si prega di fare riferimento alla documentazione di offerta per ulteriori informazioni. Salvo diversa indicazione, la fonte di tutte le informazioni è Man Group plc e le sue affiliate alla data riportata alla prima pagina di questo materiale. Questo materiale è stato preparato da GLG Partners LP ('Società di Gestione') (società numero LP006776), registrato in Inghilterra e Galles presso Riverbank House, 2 Swan Lane, Londra, EC4R 3AD. Autorizzato e regolamentato nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority. Questo materiale è distribuito in base a accordi di distribuzione e consulenza globali da parte delle controllate di Man Group plc ('Entità di marketing'). **Unione Europea:** Salvo diversa indicazione, questo materiale è comunicato nell'Unione Europea da Man Asset Management (Ireland) Limited ('MAMIL'), registrata in Irlanda sotto il numero 250493 e ha sede legale in 70 Sir John Rogerson's Quay, Grand Canal Dock, Dublin 2, Ireland. MAMIL è autorizzata e regolata dalla Central Bank of Ireland sotto il numero C22513. **Svizzera:** Per quanto riguarda la distribuzione in Svizzera l'entità responsabile è Man Investments AG, regolata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari. **Regno Unito:** Salvo diversa indicazione, questo materiale è comunicato nel Regno Unito da Man Solutions Limited ('MSL'), una società di gestione come definita nella sezione 833 del Companies Act 2006., MSL è registrata in Inghilterra e Galles con il numero 3385362 e ha sede legale presso Riverbank House, 2 Swan Lane, Londra, EC4R 3AD. MSL è autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority ('FCA') col numero 185637.

**I destinatari di questo materiale sono considerati investitori professionali e/o qualificati, che hanno impiegato persone adeguatamente qualificate per gestire le proprie attività finanziarie e/o sono entità che offrono servizi finanziari nominate da un investitore per fornire servizi di consulenza fiduciaria e/o di gestione del portafoglio in relazione alle loro attività finanziarie. Le informazioni fornite in risposta a domande relative a strategie di investimento e prodotti gestiti dalla Società di Gestione non saranno considerate come fornitura di consulenza sugli investimenti o raccomandazioni personali di investimento o valutazione dell'idoneità o adeguatezza di qualsiasi prodotto di investimento o considerazione delle particolari circostanze specifiche di qualsiasi destinatario individuale a cui è stato inviato questo materiale.** Questo materiale non è adatto per le persone negli Stati Uniti. Questo materiale è di proprietà riservata e non può essere riprodotto o altrimenti diffuso in tutto o in parte senza previo consenso scritto. Si ritiene che i servizi dati e le informazioni disponibili da fonti pubbliche utilizzate nella creazione di questo materiale siano affidabili. Tuttavia, la precisione non è garantita. © Man 2019



**Il presente documento è concepito a uso esclusivo di investitori qualificati. Non destinato alla distribuzione ad altri soggetti o entità, che non devono basarsi sulle informazioni in esso contenute.** Questa attività di Promozione Finanziaria è pubblicata da M&G International Investments S.A. Sede legale: 16, boulevard Royal, L 2449, Luxembourg.

WELLINGTON  
MANAGEMENT®

Questo materiale e i suoi contenuti sono aggiornati al momento della scrittura e non possono essere riprodotti o distribuiti in tutto o in parte, per qualsiasi scopo, senza l'esplicito consenso scritto di Wellington Management. Questo materiale non intende costituire una consulenza di investimento o un'offerta di vendita o la sollecitazione di un'offerta di acquisto, azioni o altri titoli. Investire comporta rischi e un investimento può perdere valore. Gli investitori devono sempre ottenere e leggere una descrizione o un prospetto dei servizi di investimento aggiornati prima di decidere se nominare un gestore degli investimenti o investire in un fondo. Le opinioni espresse sono quelle degli autori, si basano sulle informazioni disponibili e sono soggette a modifiche senza preavviso. I singoli team di gestione del portafoglio possono avere opinioni diverse e prendere decisioni di investimento diverse per clienti diversi. Questo materiale è fornito da Wellington Management International Limited (WMIL), una società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA) nel Regno Unito.

NEUBERGER BERMAN

Queste informazioni costituiscono commenti generali di mercato, istruzione generale sugli investimenti e informazioni generali sui prodotti e servizi offerti da Neuberger Berman. Non sono rivolte ad alcun investitore o categoria di investitori. Non vanno pertanto considerate come consiglio di investimento o suggerimento di intraprendere o astenersi da iniziative di investimento. Le decisioni circa gli investimenti devono basarsi sugli obiettivi e le circostanze personali dei singoli investitori con l'ausilio dei rispettivi consulenti. Il ricorso a determinati strumenti non garantisce la performance. La diversificazione non garantisce gli utili e non protegge dalle perdite nei mercati in crisi. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investire direttamente in essi.

I potenziali investitori devono tenere presente che un investimento in un fondo di private equity è speculativo e comporta un elevato grado di rischio, adatto solo a quegli investitori in possesso della sofisticazione e della competenza finanziaria necessaria per valutare i meriti e i rischi di tale investimento e per i quali l'investimento non rappresenta un programma di investimento completo. Un investimento deve essere preso in considerazione solo da soggetti che possono sostenere la perdita dell'intero investimento. Quanto segue è solo una sintesi di alcune considerazioni e non intende sostituire i materiali che verrebbero forniti a un investitore intenzionato a valutare l'investimento in un effettivo fondo di private equity di Neuberger Berman, un'operazione che avverrebbe solo in base ai termini di un'intesa riservata di collocamento privato e altro materiale correlato. I potenziali investitori sono invitati a rivolgersi ai propri consulenti fiscali e legali per conoscere le implicazioni di un investimento in una strategia di private equity, compresi i rischi e le commissioni di tale investimento. **Questa presentazione ha finalità puramente illustrative e di discussione e non costituisce un'offerta né una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di alcun titolo.**

**Condizioni di mercato.** Le strategie di private equity si basano, in parte, sulla premessa che gli investimenti saranno disponibili per l'acquisto a prezzi considerati favorevoli. Nella misura in cui le condizioni di mercato in corso dovessero cambiare o cambiare più rapidamente, le opportunità di investimento previste potrebbero cessare di essere disponibili. Non vi è alcuna assicurazione o garanzia che gli obiettivi di investimento saranno raggiunti, che i risultati passati, attesi o stimati saranno raggiunti né che gli investitori otterranno un ritorno sui loro investimenti. La performance può essere volatile. Un investimento deve essere preso in considerazione solo da soggetti che possono sostenere la perdita dell'intero investimento.

**Rischi giuridici, fiscali e normativi.** Possono verificarsi variazioni di natura giuridica, fiscale e normativa ( ad es. modifiche delle priorità di applicazione, interpretazioni diverse di precedenti legali e regolamentari o modalità di applicazione diverse di leggi e regolamenti a fatti e circostanze particolari) che potrebbero influire negativamente su una strategia di private equity.

**Inadempienza o esenzione.** Se un Investitore non adempie o viene esentato dall'obbligo di apportare capitale a un fondo di private equity, è possibile che altri Investitori siano tenuti a versare contributi aggiuntivi per compensare l'ammacco. Inoltre, un Investitore si espone a gravi ripercussioni in termini economici nel caso in cui non effettui i contributi di capitale richiesti.

**Ricorso alla leva.** Gli investimenti possono interessare società di portafoglio sottostanti la cui struttura di capitale potrebbe includere un significativo ricorso alla leva finanziaria. Tali società potrebbero essere soggette a covenant finanziari e operativi vincolanti. Il ricorso alla leva può compromettere la capacità di queste società di finanziare le attività future e il fabbisogno di capitale. Il ricorso alla leva finanziaria nella struttura di capitale di tali investimenti aumenta l'esposizione delle società in portafoglio a fattori economici avversi, quali l'aumento dei tassi di interesse, le fasi di ribasso dell'economia o il deterioramento delle condizioni della società in portafoglio o del suo settore economico.

**Estrema competitività del mercato per le opportunità di investimento.** L'attività di individuazione, perfezionamento e realizzazione di investimenti interessanti è estremamente competitiva e comporta un elevato grado di incertezza. Non è possibile fornire alcuna assicurazione o garanzia che una strategia di private equity sarà in grado di localizzare, effettuare e liquidare investimenti in grado di realizzare gli obiettivi di rendimento, ottenere il valore di realizzo o investire interamente il capitale impegnato.

**Dipendenza dai professionisti della gestione.** Il successo di una strategia di private equity può dipendere, in larga misura, dalle capacità e dalle competenze dei professionisti dell'investimento che gestiscono la strategia.

**Liquidità limitata.** Per la maggior parte dei fondi di private equity non esiste un mercato secondario organizzato rivolto agli investitori e non se ne prevede lo sviluppo. Inoltre, il ritiro e il trasferimento delle partecipazioni è soggetto a restrizioni.

Per la politica sulla privacy di Neuberger Berman, visitare: <https://www.nb.com/pages/public/en-us/disclosure-online-privacy-policy.aspx>

Le dichiarazioni contenute in questo documento che non sono fatti storici si basano su aspettative, stime, proiezioni, opinioni e convinzioni correnti di NB Alternatives e relative affiliate. Tali dichiarazioni riguardano rischi noti e ignoti, incertezze e altri fattori e si sconsiglia di farvi eccessivo affidamento. Inoltre, il presente documento contiene "dichiarazioni previsionali". Gli eventi o risultati effettivi o l'effettiva performance dei fondi e relativi investimenti potrebbero differire in misura significativa da quelli espressi o contemplati in tali "dichiarazioni previsionali". Non viene rilasciata alcuna dichiarazione o garanzia in merito alle performance future o a tali dichiarazioni previsionali. Le proiezioni finanziarie o di altro tipo descritte nel presente documento sono puramente indicative e hanno unicamente finalità di discussione. Ipotesi alternative possono dar luogo a notevoli differenze nelle proiezioni indicative.

Le opportunità descritte in tali proiezioni indicative potrebbero non essere individuate né è garantita la performance prospettica del tipo descritto e un fondo potrebbe non essere in grado di realizzare il proprio obiettivo o attuare la propria strategia.

Alcune informazioni economiche e di mercato qui fornite sono state ricavate da fonti pubblicate ed elaborate da terzi e in alcuni casi non sono state aggiornate alla data del presente documento. Pur ritenendo tali fonti affidabili, NB Alternatives, le sue affiliate e i suoi dipendenti non si assumono alcuna responsabilità per l'accuratezza o la completezza di tali informazioni.

Neuberger Berman Group LLC e relative affiliate non rilasciano alcuna dichiarazione o garanzia, né esplicita né implicita, in merito alla correttezza, accuratezza, ragionevolezza o completezza delle informazioni contenute nel presente documento (incluse, a titolo non limitativo, le informazioni ottenute da terzi non correlati a Neuberger Berman Group LLC) e declinano espressamente qualsiasi responsabilità al riguardo. Neuberger Berman Group LLC e relative affiliate non sono in alcun modo responsabili di aggiornare le informazioni contenute in questo documento.

Il presente materiale viene presentato a scopo esclusivamente informativo e nulla in esso costituisce consulenza di investimento, legale, contabile o fiscale né una raccomandazione ad acquistare, vendere o detenere un titolo. Le informazioni sono ottenute da fonti ritenute affidabili; tuttavia non si rilascia alcuna dichiarazione o garanzia relativamente alla loro esattezza, completezza o affidabilità.

Tutte le informazioni sono aggiornate alla data del presente materiale e soggette a modifica senza preavviso. Eventuali pareri od opinioni espressi potrebbero non riflettere quelli della Società nel suo complesso. I prodotti e i servizi di Neuberger Berman possono non essere disponibili in tutte le giurisdizioni o per tutte le tipologie di clienti. Gli investimenti comportano rischi, tra cui la possibile perdita del capitale iniziale. Gli investimenti in hedge fund e in fondi di private equity sono speculativi e implicano un livello di rischio più elevato rispetto agli investimenti più tradizionali. Gli investimenti in hedge fund e in fondi di private equity sono rivolti a investitori sofisticati. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investire direttamente in essi. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Il nome e il logo "Neuberger Berman" sono marchi di servizio registrati di Neuberger Berman Group LLC.

© 2019 Neuberger Berman Group LLC. Tutti i diritti riservati.



#### Nota informativa

Nel Regno Unito, questo documento costituisce una promozione finanziaria ed è stato approvato da Goldman Sachs Asset Management International, società autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority.

Le previsioni economiche e di mercato qui presentate rispecchiano una serie di ipotesi e di giudizi alla data di questa presentazione e sono soggette a modifica senza preavviso. Le presenti previsioni non tengono conto degli specifici obiettivi di investimento, delle restrizioni, della situazione finanziaria e fiscale o di altre esigenze di singoli clienti. I dati effettivi varieranno e non possono essere qui rispecchiati. Queste previsioni sono soggette ad elevati livelli di incertezza che potrebbero influire sulla performance effettiva. Di conseguenza, tali previsioni devono essere intese come puramente rappresentative di una vasta gamma di possibili sviluppi. Queste previsioni sono stimate, si basano su ipotesi, sono soggette a revisioni significative e possono cambiare sensibilmente al variare delle condizioni economiche e di mercato. Goldman Sachs non ha alcun obbligo di fornire aggiornamenti o modifiche delle presenti previsioni. I case study e gli esempi sono indicati ai soli fini illustrativi.

Le presenti informazioni esaminano l'attività generale del mercato, i trend dell'industria o del settore, o le altre condizioni economiche, di mercato o politiche in senso lato, e non devono essere interpretate come una ricerca o una consulenza sugli investimenti. Il presente materiale è stato preparato da GSAM e non costituisce una ricerca finanziaria né un prodotto di Goldman Sachs Global Investment Research (GIR). Non è stato preparato in conformità alle disposizioni di legge volte a promuovere l'indipendenza dell'analisi finanziaria e non è soggetto ad un divieto di negoziazione a seguito della distribuzione della ricerca finanziaria. I pareri e le opinioni espressi possono differire da quelli di Goldman Sachs Global Investment Research o di altre sezioni o divisioni di Goldman Sachs e delle relative società collegate. Gli investitori sono invitati a rivolgersi ai propri consulenti finanziari prima di acquistare o vendere qualsiasi titolo. Queste informazioni potrebbero non essere aggiornate e GSAM non ha alcun obbligo di fornire aggiornamenti o modifiche.

I pareri e le opinioni espressi hanno meri fini informativi e non costituiscono una raccomandazione da parte di GSAM di acquistare, vendere o detenere titoli. Tali pareri e opinioni sono aggiornati alla data di questa presentazione, possono essere soggetti a modifiche e non devono essere interpretati come una consulenza di investimento.

#### Riservatezza

Nessuna parte di questo materiale può, senza il previo consenso scritto di GSAM, essere (i) riprodotta, fotocopiata o duplicata, in qualsiasi forma, con qualsiasi mezzo, o (ii) distribuita a qualsiasi persona che non sia un dipendente, un funzionario, un amministratore o un agente autorizzato del destinatario.

© 2019 Goldman Sachs. Tutti i diritti riservati.

 J.P.Morgan  
Asset Management

MATERIALE DESTINATO SOLAMENTE AD USO DEI CLIENTI PROFESSIONALI. È PERTANTO VIETATA LA SUA DIFFUSIONE CON QUALSIASI MEZZO PRESSO IL PUBBLICO.

Ai fini della Direttiva Markets in Financial Instruments (MiFID II) i programmi Market Insights e Portfolio Insights di J.P. Morgan Asset Management costituiscono una comunicazione di marketing e non rientrano pertanto nell'ambito di applicazione dei requisiti MiFID II/MiFIR in riferimento alla ricerca in materia di investimenti. Inoltre, i programmi Market Insights e Portfolio Insights di J.P. Morgan Asset Management, in quanto ricerca non-indipendente, non sono stati preparati conformemente ai requisiti giuridici volti a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggetti ad alcun divieto che proibisca le negoziazioni prima della diffusione della ricerca in materia di investimenti.

Le opinioni espresse nel presente documento non sono da intendersi quali consigli o raccomandazioni di investimento in alcuna giurisdizione, né rappresentano un impegno da parte di J.P. Morgan Asset Management o delle sue controllate a partecipare in alcuna delle transazioni menzionate. Stime, numeri, opinioni, tecniche o strategie di investimento eventualmente espresse hanno finalità puramente informative, sono basate su talune ipotesi e sulle condizioni di mercato correnti, e possono variare senza preavviso o comunicazione alcuna. Tutte le informazioni fornite nel presente documento sono considerate corrette alla data di redazione. Il presente materiale non contiene informazioni sufficienti per supportare decisioni d'investimento e non è da utilizzarsi per valutare il merito dell'investimento in titoli o prodotti. Inoltre, si raccomanda agli utenti di effettuare una valutazione indipendente delle implicazioni legali, normative, fiscali, creditizie e contabili, e di stabilire, con l'assistenza dei propri consulenti professionali, se gli investimenti menzionati nel presente documento possano considerarsi adatti ai propri obiettivi personali. Gli investitori devono assicurarsi di essere in possesso di tutte le informazioni pertinenti disponibili prima di effettuare un investimento. Si ricorda che tutti gli investimenti comportano dei rischi e il loro valore, nonché i proventi da essi derivanti possono subire oscillazioni in base alle condizioni di mercato e alle prassi fiscali, e che gli investitori potrebbero non recuperare interamente il capitale inizialmente investito. Le performance e i rendimenti passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati attuali e futuri.

J.P. Morgan Asset Management è il nome commerciale della divisione di gestione del risparmio di JPMorgan Chase & Co. e delle sue affiliate nel mondo.

Nella misura consentita dalla legge applicabile, le linee telefoniche di J.P. Morgan Asset Management potrebbero essere registrate e le comunicazioni elettroniche monitorate al fine di rispettare obblighi legali e regolamentari nonché politiche interne. I dati personali sono raccolti, archiviati e processati da J.P. Morgan Asset Management secondo la EMEA Privacy Policy di cui al link [www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy](http://www.jpmorgan.com/emea-privacy-policy)

La presente comunicazione è emessa dai seguenti soggetti: nel Regno Unito da JPMorgan Asset Management (UK) Limited, società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority; nelle altre giurisdizioni europee da JPMorgan Asset Management (Europe) S.à r.l.

Il presente materiale è emesso da JPMorgan Asset Management (Europe) Société à responsabilité limitée, Filiale di Milano, Via Catena 4, I-20121 Milano, Italia.

Copyright 2018 JPMorgan Chase & Co. Tutti i diritti riservati.

**Morgan Stanley INVESTMENT MANAGEMENT** I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri. Il presente documento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non sia vietata dalle leggi e normative vigenti.

MSIM non ha autorizzato gli intermediari finanziari a utilizzare e distribuire il presente documento, a meno che tale utilizzo e distribuzione avvengano in conformità alle leggi e normative vigenti. MSIM non può essere ritenuta responsabile e declina ogni responsabilità in merito all'utilizzo proprio o improprio del presente documento da parte degli intermediari finanziari.

**EMEA** – La presente comunicazione di marketing è stata pubblicata da Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra con il n. 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, London E14 4QA.

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale, redatta esclusivamente a scopi informativi ed educativi e che non costituisce un'offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una specifica strategia d'investimento. Le informazioni ivi contenute non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno in alcun modo interpretate quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

Ove non diversamente indicato nel presente documento, le opinioni e i giudizi espressi sono quelli del team d'investimento e sono basati sui dati disponibili alla data di redazione e non in date successive, e non saranno aggiornati né altrimenti rivisti per rispecchiare eventuali informazioni rese disponibili in un momento successivo, circostanze esistenti o modifiche che si verifichino successivamente alla data di pubblicazione.

Le informazioni contenute nella presente comunicazione non costituiscono una raccomandazione di ricerca o una ricerca in materia di investimenti.

Il presente documento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non sia vietata dalle leggi e normative vigenti.

Alcune delle informazioni ivi contenute si basano su dati ottenuti da fonti terze considerate affidabili. Ciò nonostante, non abbiamo verificato tali informazioni e non rilasciamo dichiarazione alcuna circa la loro correttezza o completezza.

Il presente documento può contenere affermazioni che possono essere considerate dichiarazioni previsionali. Pertanto, tali dichiarazioni non sono garanzie di rendimenti futuri e gli effettivi risultati o andamenti possono differire sostanzialmente da quelli previsti.

Per i soggetti incaricati del collocamento dei comparti di Morgan Stanley Investment Funds, non tutti i comparti e non tutte le azioni dei comparti potrebbero essere disponibili per la distribuzione. Si invita a consultare il contratto di collocamento per ulteriori dettagli in merito prima di inoltrare informazioni sui comparti ai propri clienti.

Il presente documento non può essere riprodotto, copiato o trasmesso, integralmente o in parte, e i suoi contenuti non possono essere divulgati a terzi, senza l'esplicito consenso scritto di MSIM.

Tutte le informazioni di cui al presente documento sono informazioni proprietarie tutelate dalla legge sul diritto d'autore.

Il presente documento potrebbe essere stato tradotto in altre lingue. La versione originale in lingua inglese è quella predominante. In caso di discrepanze tra la versione inglese e quella in altre lingue del presente documento, farà fede la versione inglese.

© 2019 Morgan Stanley. CRC: 2845101 | Scadenza: 31/11/2020

 Janus Henderson  
INVESTORS

Questo documento è destinato esclusivamente agli investitori professionali e non al pubblico generico. Eventuali richieste di investimento saranno effettuate unicamente sulla base delle informazioni contenute nel prospetto del Fondo (compresi tutti i documenti di riferimento pertinenti), che conterrà le limitazioni relative all'investimento

stesso. Il presente documento è da intendersi unicamente come una sintesi e il potenziale investitore è tenuto a leggere il prospetto del Fondo e il documento contenente le informazioni chiave per l'investitore (KIID), prima di procedere all'investimento. Le conversazioni telefoniche possono essere registrate per la nostra reciproca protezione, per migliorare il servizio clienti e per scopi di conservazione dei registri normativi. La performance ottenuta

in passato non è indicativa dei rendimenti futuri. I dati di performance non tengono conto di costi e commissioni sostenuti per l'emissione e il riscatto delle quote. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva potrebbero aumentare o diminuire. Di conseguenza, potrebbe non essere possibile recuperare il capitale investito in origine. Il regime fiscale può variare in funzione delle disposizioni di legge di volta in volta vigenti e l'entità dello sgravio fiscale dipenderà dalle singole circostanze. Nel caso di investimenti effettuati tramite intermediari abilitati, si prega di rivolgersi direttamente a questi ultimi, in quanto costi, rendimenti e condizioni dell'investimento potrebbero differire sensibilmente.

I titoli di cui al presente documento non sono registrati presso il Foreign Securities Registry della Superintendencia de Valores y Seguros per l'offerta al pubblico e, pertanto, il documento stesso ha unicamente finalità informative di carattere generale. Nulla nel presente documento è inteso come consiglio, né deve essere interpretato come tale. Il presente documento non costituisce una raccomandazione a vendere o acquistare alcun investimento, né fa parte di alcun contratto per la vendita o l'acquisto di investimenti. Il Fondo rappresenta un organismo di investimento collettivo autorizzato per finalità di promozione nel Regno Unito. Potenziali investitori del Regno Unito sono invitati a prendere atto che tutte o la maggior parte delle tutele previste dalle normative britanniche non sono applicabili a investimenti nel Fondo e che non saranno disponibili rimborsi in virtù dello United Kingdom Financial Services Compensation Scheme.



Il presente documento di marketing è emesso Lombard Odier Funds (Europe) S.A., una società per azioni di diritto lussemburghese avente sede legale a 291, route d'Arlon, 1150 Lussemburgo, autorizzata e regolamentata dalla CSSF quale Società di gestione ai sensi della direttiva europea 2009/65/CE e successive modifiche e della direttiva europea 2011/61/UE sui gestori di fondi di investimento alternativi (direttiva AIFM). Scopo della Società di gestione è la creazione, promozione, amministrazione, gestione e il marketing di OICVM lussemburghesi ed esteri, fondi d'investimento alternativi ("AIF") e altri fondi regolamentati, strumenti di investimento collettivo e altri strumenti di investimento, nonché l'offerta di servizi di gestione di portafoglio e consulenza per gli investimenti.

Lombard Odier Investment Managers ("LOIM") è un marchio commerciale.

Il presente documento è fornito esclusivamente per scopi formativi e non deve essere inteso come una consulenza d'investimento oppure un'offerta o una sollecitazione a comprare o vendere titoli. Il presente documento non è destinato a essere distribuito, pubblicato o utilizzato in qualunque giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo fossero illeciti. Prima di effettuare una transazione qualsiasi, l'investitore dovrebbe valutare attentamente se l'operazione è idonea alla propria situazione personale e, ove necessario, richiedere una consulenza professionale indipendente riguardo ai rischi e a eventuali conseguenze legali, normative, creditizie, fiscali e contabili. Il presente documento non può essere riprodotto (in tutto o in parte), trasmesso, modificato o utilizzato per altri fini senza la previa autorizzazione scritta di LOIM. Questo documento riporta le opinioni di LOIM alla data di pubblicazione.

Né il presente documento né copie di esso possono essere inviati, portati o distribuiti negli Stati Uniti d'America, nei loro territori e domini o in aree soggette alla loro giurisdizione, oppure a o a favore di US Person. A tale proposito, con l'espressione "US Person" s'intende un soggetto avente cittadinanza, nazionalità o residenza negli Stati Uniti d'America, una società di persone costituita o esistente in uno qualsiasi degli stati, dei territori, o dei domini degli Stati Uniti d'America, o una società di capitali disciplinata dalle leggi degli Stati Uniti o di un qualsiasi loro stato, territorio o dominio, o ogni patrimonio o trust il cui reddito sia soggetto alle imposte federali statunitensi, indipendentemente dal luogo di provenienza.

Fonte dei dati: se non indicato diversamente, i dati sono elaborati da LOIM.

Alcune informazioni sono state ottenute da fonti pubbliche ritenute attendibili, ma in assenza di una verifica indipendente non possiamo garantire la loro correttezza e completezza.

I giudizi e le opinioni qui espresse hanno esclusivamente scopo informativo e non costituiscono una raccomandazione di LOIM a comprare, vendere o conservare un titolo. I giudizi e le opinioni sono validi alla data della presentazione, possono essere soggetti a modifiche e non devono essere intesi come una consulenza di investimento.

Il presente documento non può essere (i) riprodotto, fotocopiato o duplicato, in alcuna forma o maniera, né (ii) distribuito a persone che non siano dipendenti, funzionari, amministratori o agenti autorizzati del destinatario, senza il previo consenso di Lombard Odier Funds (Europe) S.A.

©2019 Lombard Odier IM. Tutti i diritti riservati.



#### Informazioni importanti

**Riservato esclusivamente a investitori professionali. I gestori sono nominati da BNY Mellon Investment Management EMEA Limited (BNYMIM EMEA), BNY Mellon Fund Management (Luxembourg) S.A. (BNY MFML) o dalle società affiliate per svolgere attività di gestione dei portafogli, nell'ambito di contratti per l'erogazione di prodotti e servizi, sottoscritti dai clienti con BNYMIM EMEA, BNY MFML e con i fondi BNY Mellon. Questo documento è promozionale e non deve essere considerato una raccomandazione ad investire. I giudizi e le opinioni espresse nel presente documento appartengono al gestore, salvo laddove diversamente specificato.**

Questa non è una ricerca di investimento o una raccomandazione di ricerca a fini regolamentari. Le telefonate potrebbero essere registrate. Per maggiori informazioni vi invitiamo a leggere la nostra Politica sulla Privacy all'indirizzo <https://www.bnymellon.com/it/intermediari/privacy>. Documento emesso in [Italia] da BNY Mellon Fund Management (Luxembourg) S.A. (BNY MFML), una società per azioni (société anonyme) costituita e operante ai sensi del diritto del Lussemburgo con numero di registrazione B28166 e avente sede legale in 2-4 Rue Eugène Ruppert L-2453 Lussemburgo. BNY MFML è regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). MAR000114 Scad. 30 dicembre 2019.



#### Important information

This information must not be reproduced or circulated without prior permission.

Fidelity only offers information on products and services and does not provide investment advice based on individual circumstances, other than when specifically stipulated by an appropriately authorised firm, in a formal communication with the client.

Fidelity International refers to the group of companies which form the global investment management organisation that provides information on products and services in designated jurisdictions outside of North America. This communication is not directed at, and must not be acted upon by persons inside the United States and is otherwise only directed at persons residing in jurisdictions where the relevant funds are authorised for distribution or where no such authorisation is required.

Unless otherwise stated all products and services are provided by Fidelity International, and all views expressed are those of Fidelity International. Fidelity, Fidelity International, the Fidelity International logo and F symbol are registered trademarks of FIL Limited.

FIL Limited assets and resources as at 31 October 2019 - data is unaudited. Research professionals include both analysts and associates.

The Key Investor Information Document (KIID) is available in English and can be obtained from our website at [www.fidelityinternational.com](http://www.fidelityinternational.com). The Prospectus may also be obtained from Fidelity. Fidelity Funds "FF" is an open-ended investment company (UCITS) established in Luxembourg with different classes of shares. Fidelity Institutional Funds is an open-ended investment company with variable capital, incorporated in England and Wales, being authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. The Company has an umbrella structure comprising various funds each of which is constituted as an undertaking for the collective investment in transferable securities (UCITS) scheme.

Issued by FIL Pensions Management. Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority.

Continental Europe: We recommend that you obtain detailed information before taking any investment decision.



#### Informazioni importanti

##### Fattori di rischio da considerare prima dell'investimento:

Il valore delle azioni e i relativi proventi possono subire variazioni sia positive che negative e i sottoscrittori potrebbero non recuperare l'intero importo originariamente investito.

Investire a livello globale può comportare un rendimento aggiuntivo e diversificare il rischio. Tuttavia, le oscillazioni dei tassi di cambio possono avere un effetto positivo o negativo sul valore del vostro investimento.

##### Altre importanti informazioni:

Aberdeen Standard SICAV I è un fondo UCITS domiciliato in Lussemburgo, costituito in forma di Société Anonyme e organizzato in forma di Société d'Investissement à Capital Variable (il "Fondo"). Il presente materiale, redatto a soli fini informativi, non è da ritenersi un'offerta o promozione di servizi finanziari, né una sollecitazione o proposta di acquisto o vendita di strumenti finanziari e non può in alcun modo sostituire il prospetto del Fondo. Il presente materiale non può essere distribuito, pubblicato o riprodotto, in tutto o in parte, senza la preventiva approvazione del Fondo. Le informazioni contenute in questo documento a carattere commerciale non vanno considerate quale offerta o sollecitazione all'acquisto o sottoscrizione delle azioni del Fondo o di qualsivoglia titolo o strumento finanziario. Esse non sono destinate per la distribuzione o l'utilizzo da parte di qualsiasi persona o entità che sia cittadino, residente o soggetto avente sede in qualsiasi giurisdizione nella quale tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo non sarebbe consentita. Il Fondo non è registrato ai sensi della legge sui titoli del 1933 degli Stati Uniti (Securities Act), né della legge sulle società di investimento degli Stati Uniti del 1940 (Investment Company Act) e, pertanto, non può essere offerto o venduto, direttamente o indirettamente, negli Stati Uniti d'America né in alcuno dei suoi Stati, territori, possedimenti o in altre aree soggette alla sua giurisdizione o ad alcuna Persona degli Stati Uniti né a suo beneficio. Qualsiasi informazione, opinione o dato contenuto nel presente documento non costituisce consulenza finanziaria, fiscale o di altra natura e non bisogna farvi affidamento per assumere una decisione di investimento o di altra natura.

Prima dell'investimento nel Fondo i sottoscrittori devono consultare il relativo Prospetto informativo, il "KIID" (Key Investor Information Document) e l'ultimo rendiconto annuale o relazione semestrale, se pubblicata successivamente, disponibili sul sito [www.aberdeenstandard.com](http://www.aberdeenstandard.com); i documenti d'offerta del Fondo e i rendiconti periodici si possono ottenere gratuitamente presso il gestore del Fondo, Aberdeen Asset Managers Limited – Filiale italiana, Via Dante 16, IT 20121 Milano ("AAML"), oppure presso il Soggetto Incaricato dei Pagamenti o i soggetti collocatori autorizzati. In Svizzera questi documenti e lo statuto del Fondo sono disponibili presso il rappresentante in Svizzera del fondo e Banca agente dei pagamenti per la Svizzera: BNP Paribas Securities Services, Paris, succursale di Zurigo, Selnaustrasse 16, CH-8002 Zurich.

Il trattamento fiscale dipende dalle circostanze individuali di ciascun investitore e può essere soggetto a modifiche in futuro. Gli investitori sono invitati a rivolgersi ad un consulente professionale prima di adottare qualsiasi decisione di investimento. Le informazioni riportate nel presente materiale sono state elaborate internamente e/o ottenute da fonti che AAML ritiene affidabili; tuttavia AAML non è in grado di garantirne precisione, adeguatezza o completezza e non assume alcuna responsabilità al riguardo. Documento redatto nell'UE da Aberdeen Asset Managers Limited ("AAML"). AAML è una società costituita in Scozia con il n. di registrazione 108419. Sede legale: 10 Queen's Terrace, Aberdeen, AB10 1XL. Autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority nel Regno Unito. In Italia AAML opera tramite Aberdeen Asset Managers Limited – Filiale italiana, con sede legale in Via Dante 16, IT 20121 Milano autorizzata da CONSOB in data 1 luglio 2009; codice fiscale e registro imprese di Milano: 97529450153; R.E.A. Milano: 1906296. Iscritta al n. 77 dell'Elenco CONSOB.



Disclaimer: Nordea Asset Management è il nome funzionale delle attività di asset management svolte dalle persone giuridiche, Nordea Investment Funds S.A. e Nordea Investment Management AB ("Entità Legali") e le loro filiali, società controllate e succursale. Il presente documento ha lo scopo di fornire al lettore informazioni su specifiche capacità di Nordea.

**Il presente documento (ed eventuali pareri o opinioni ivi contenute) non costituisce una consulenza d'investimento** e non costituisce una raccomandazione all'investimento in particolari prodotti, strumenti o strutture d'investimento, all'apertura o alla chiusura di qualsivoglia operazione o alla partecipazione a una particolare strategia di trading. Questo documento non costituisce un'offerta né una sollecitazione di un'offerta ad acquistare o vendere titoli o strumenti o a partecipare a tale strategia di trading. Eventuali offerte di questo tipo possono essere effettuate esclusivamente mediante un Memorandum di offerta o un analogo accordo contrattuale. Ne consegue che le informazioni qui contenute saranno sostituite nella loro interezza da tale Memorandum di offerta o accordo contrattuale nella sua forma definitiva. Qualsiasi decisione di investimento dovrebbe pertanto essere effettuata unicamente sulla base della documentazione legale definitiva, che include, senza limitazioni e ove applicabile, il Memorandum di offerta, l'accordo contrattuale, l'eventuale prospetto informativo pertinente e l'ultimo Documento di Informazioni chiave per gli investitori (ove applicabile) relativo all'investimento. L'adeguatezza di un investimento o di una strategia dipenderà dalle condizioni e dagli obiettivi dell'investitore. Nordea Investment Management AB raccomanda agli investitori di valutare in maniera indipendente i singoli investimenti e le strategie e inoltre incoraggia gli investitori a chiedere il parere di consulenti finanziari indipendenti, qualora lo ritengano necessario. Eventuali prodotti, titoli, strumenti o strategie menzionate nel presente documento potrebbero non applicarsi a tutti gli investitori. Le informazioni contenute nel presente documento provengono da svariate fonti. Sebbene le presenti informazioni siano considerate esatte, non è possibile rilasciare alcuna dichiarazione o garanzia in merito alla loro assoluta accuratezza o completezza e gli investitori possono utilizzare altre fonti in modo da operare una scelta d'investimento informata. Le controparti o gli investitori potenziali sono invitati a rivolgersi al/ai proprio/i consulente/i professionale/i in materia fiscale, legale, contabile e di altro tipo per conoscere le possibili conseguenze di un dato investimento, inclusi i suoi possibili rischi e benefici. Le controparti o gli investitori potenziali dovrebbero inoltre comprendere appieno la natura dell'eventuale investimento e accertarsi di aver effettuato una valutazione indipendente circa l'adeguatezza di tale investimento potenziale, esclusivamente sulla base delle proprie intenzioni e ambizioni. Gli investimenti in strumenti derivati e le operazioni in valuta estera possono essere soggetti a oscillazioni significative che possono influire sul valore degli investimenti stessi. **Gli investimenti nei Mercati emergenti implicano un rischio più elevato. Il valore dell'investimento può variare in misura significativa e non può essere garantito. Gli investimenti in titoli di capitale e di debito emessi dalle banche rischiano di essere soggetti al meccanismo di bail-in, come previsto dalla Direttiva europea 2014/59/UE (ciò significa che i titoli di capitale e di debito potranno essere svalutati, assicurando perdite adeguate ai creditori non-garantiti dell'ente).** Nordea Asset Management ha deciso di assorbire i costi di ricerca, pertanto tali costi saranno in futuro coperti dall'attuale struttura commissionale (commissioni di gestione e di amministrazione). Pubblicato e creato dalle Entità Legali appartenenti a Nordea Asset Management. Le Entità Legali sono debitamente riconosciute e controllate, rispettivamente, dall'Autorità di vigilanza finanziaria in Svezia e in Lussemburgo. Le filiali, le società controllate e succursale delle Entità Legali sono debitamente autorizzate e regolate dall'Autorità di vigilanza finanziaria locale nel rispettivo paese di domiciliazione. Se non diversamente indicato, tutti i punti di vista qui espressi sono quelli delle Entità Legali appartenenti a Nordea Asset Management e ad ogni filiale, società controllata e succursale delle Entità Legali. È vietata la riproduzione e la circolazione di questo documento senza previa autorizzazione, nonché la sua trasmissione agli investitori privati. Questo documento contiene informazioni esclusivamente riservate ad investitori professionali e consulenti finanziari e non è pensato per una divulgazione generica. I riferimenti a società o altre tipologie di investimento contenuti all'interno del presente documento non costituiscono sollecitazione alla compravendita di tali investimenti, ma hanno scopo illustrativo. Il livello di passività e benefici fiscali dipende dalle circostanze del singolo investitore e può essere soggetto a future modifiche. © Le Entità Legali appartenenti a Nordea Asset Management e ad ogni filiale, società controllata e/o succursale.

Fonte (salvo altrimenti specificato): Nordea Investment Fund S.A.