

COVER STORY



Elena Beccaria,
responsabile
ufficio analisi
per la consulenza
di Banca Patrimoni
Sella & C.

europei mentre siamo più costruttivi sulla curva americana. Il mercato ha già scontato un primo ciclo di rialzi in presenza di dati di inflazione che sembrano ampiamente sotto controllo. Sul credito manteniamo un approccio selettivo, preferendo le **emissioni euro investment grade** e sulla parte più a breve della curva. Coperture a rischi idiosincratici sono da considerare in modo strutturale a partire dai beni rifugio classici come oro o valute come lo yen. Nonostante i risultati deludenti da inizio anno, dell'oro in particolare, sono classi di attività utili alla diversificazione e alla protezione in caso di instabilità finanziaria.

LARRY HATHeway

Capo economista di Gam Investments

Nella maggioranza delle nostre strategie continuiamo a sovrappesare le azioni globali e ad assumere posizioni di sottopeso sul reddito fisso. Nell'ambito dei mercati azionari abbiamo una preferenza per i settori **It, quality**, per il Giappone e per i mercati emergenti. Rimaniamo cauti sul mercato azionario europeo. Nello spazio del reddito fisso nutriamo maggior fiducia sul credito short duration, per esempio **Mbs o Ilb** e siamo in posizione di sottopeso sui governativi con duration lunga. Guardiamo con interesse anche ad alcuni segmenti del debito emergente in valuta locale.

ELENA BECCARIA

Responsabile ufficio analisi per la consulenza di Banca Patrimoni Sella & C.

Le ultime previsioni dell'Oecd sulla crescita globale indicano una variazione del 3,7% per il Pil 2018, in discesa dello 0,2% dalle precedenti stime a causa dell'impatto della guerra commerciale. Gli Stati Uniti, con una previsione di crescita pari al 2,9% per il 2018, rimangono la forza trainante insieme alla Cina, dove però le stime di crescita sono state ridimensionate insieme a quelle europee e di numerosi mercati emer-

genti. I profitti delle aziende americane mantengono tassi di crescita a doppia cifra di cui però la metà viene dalla riforma fiscale; il **settore tecnologico** si conferma ancora il migliore.

Il rialzo dei tassi americani, chiaramente motivato dalla situazione interna, sta cominciando a mettere in difficoltà i Paesi emergenti, in particolare quelli con i fondamentali più fragili. La Cina pare affrontare una fase di rallentamento che viene in parte controllata dal governo e dalla banca centrale, protagoniste di numerose azioni a supporto di un soft landing. **L'India**, l'altro grande motore di crescita nei Paesi emergenti, sta subendo una **crisi bancaria** di cui è difficile vedere i confini. Il quadro macroeconomico però, pur all'interno di differenti criticità, si mantiene moderatamente positivo. La sottovalutazione degli indici azionari europei potrebbe trovare una nuova spinta positiva grazie a una rivalutazione dello stato della crescita nell'area euro. Questo potrebbe sostenere in particolare i **settori più ciclici** che risultano ancora molto penalizzati sia rispetto agli indici generali sia rispetto agli stessi settori d'oltreoceano. Strategicamente la riduzione della liquidità in circolazione, dovuto alla riduzione del bilancio della Fed unito alla stabilizzazione di quello della Bce e della BoJ, non potrà che indurre **maggior volatilità** sui mercati. Le preoccupazioni più grandi vengono invece da un atteggiamento generalizzato di chiusura di cui la guerra commerciale è solo uno degli esiti perversi. L'impatto di queste forze disaggreganti unito a una crescita demografica asfittica, in particolare in alcuni Paesi europei ma non solo, insinuano più di un dubbio sulla capacità di mantenere i tassi di crescita visti negli ultimi decenni.

LUCA RIBOLDI

Chief investment officer di Banor Sim

Già da qualche tempo i mercati emergenti sono entrati in una fase ribassista così come l'Europa che ha perso quasi il 20% dai massimi. L'unico mercato ad aver tenuto meglio, ma che ultimamente ha cominciato a scricchiolare, è quello americano. Siamo convinti che vari fattori come la guerra commerciale innescata dagli Usa e il Qe ormai in esaurimento a livello mondiale (e finito più di un anno fa negli States) stiano causando l'entrata in un **mercato ribassista sul**



Luca Riboldi,
Chief investment
officer di Banor Sim

fronte azionario. Il tutto, infine, è inserito in un contesto di valutazioni dei mercati azionari che erano arrivate, soprattutto nell'area dei titoli growth, a livelli storici estremamente elevati.

Al di là dei rimbalzi di breve termine che potrebbero esserci, abbiamo la sensazione che, soprattutto sui titoli growth e small/medium cap, **ogni rally sia un'opportunità** per prendere profitto. I titoli value, molto penalizzati negli ultimi due anni, hanno valutazioni storicamente convenienti, soprattutto se si guarda alle large cap europee, sia in Europa centrale che in Europa del Sud. In un'ottica di medio/lungo termine saranno da accumulare su eventuali ulteriori ribassi. Considerando un investimento a 3/5 anni, le **large cap europee** presentano in molti casi valutazioni interessanti, nella parte medio bassa del range storico degli ultimi 10 anni. Negli ultimi mesi, infine, alcuni mercati emergenti hanno cominciato ad andare meglio (Argentina, Turchia e Brasile) mentre in altri c'è stato un forte peggioramento (Messico). In molti casi il peggio potrebbe essere già alle spalle. Per quanto riguarda i mercati obbligazionari a livello globale, all'inizio del 2018 eravamo molto negativi; oggi, invece, vediamo qualche **opportunità** sia nelle **obbligazioni di alta qualità in dollari**, con rendimenti intorno al 3,5-4% nella fascia 2-5 anni, sia su qualche **mercato emergente in valuta forte e in valuta locale**, ad esempio l'Argentina.

Se la debolezza che ha contraddistinto i mercati azionari verso la fine del 2018 dovesse continuare anche nel 2019 è probabile che le materie prime sovraperformino. Il petrolio, invece, nell'ultimo anno è salito per motivi non tanto di domanda quanto per problemi sul lato dell'offerta e per sottoinvestimenti da parte delle major petrolifere. Attualmente, e in prospettiva futura, dal lato dell'offerta continua a persistere scarsità, mentre resta da capire quanto la domanda potrebbe rallentare o meno.