

Outlook 2019



LA NOSTRA VIEW SUL CONTESTO MACROECONOMICO E SUI MERCATI 2-5

Entriamo nel 2019 confermando il nostro orientamento pro-rischio e la preferenza per i titoli azionari, in particolare quelli dei Mercati Emergenti dove il momento di moderazione della crescita sembra concluso. I prezzi delle attività finanziarie e le aspettative di mercato hanno subito un sensibile aggiustamento verso il basso un anno fa, offrendo migliori opportunità e potenziali sorprese positive. Prevediamo maggiori segnali di maturazione del ciclo nel 2019, un anno in cui probabilmente sarà difficile orientarsi, tuttavia senza indicazioni più chiare di un deterioramento dei fondamentali riteniamo prematuro posizionarsi per una flessione della crescita globale o degli utili aziendali.

GSAMFUNDS.it

IN QUESTA EDIZIONE

Attraverso il ciclo economico	6
Confermiamo il nostro orientamento pro-rischio finché non emergeranno segnali più chiari di deterioramento dei fondamentali.	
Fin dove arriverà la Fed?	7
Nel 2019 l'incerto percorso della Fed dipenderà dalle condizioni finanziarie e dai dati incrementali.	
Preferiamo i Mercati Emergenti ai Mercati Sviluppati	8
Dopo un reset delle valutazioni, il miglioramento della crescita alimenterà il potenziale di investimento nei ME.	
Cosa possono dirci i Big Data sulle tendenze di mercato	9
L'analisi dei Big Data può rivelare nuovi settori e collegamenti finora inosservati tra le diverse aziende.	
In conclusione	10
Nell'azionario siamo positivi Mercati Emergenti e Small Cap USA; nell'obbligazionario, sul rischio di spread e view macroeconomiche di relative value.	

Nel 2019 aumenteranno i segnali relativi ad un ciclo economico molto vicino al termine, dopo un difficile 2018 ricco di sfide accompagnate da un significativo cambiamento (a nostro parere eccessivo) delle valutazioni e del sentiment, che ha ridotto le aspettative di sorprese positive.

Migliori opportunità: i mercati scontano un 2019 eccessivamente negativo

Crediamo che il 2019 offra alcuni importanti vantaggi rispetto al 2018. Dopo un anno difficile per gli attivi, le valutazioni appaiono ora più interessanti (**Grafico 1**). E a differenza dell'attuale punto di partenza, lo scorso inizio d'anno presentava condizioni difficili da battere: la crescita globale era forte e sincronizzata, mentre la volatilità di mercato e i rendimenti obbligazionari a lungo termine rimanevano bassi. A fronte di questo scenario, molte delle sorprese del 2018 si sono rivelate negative. La reazione al ribasso dei mercati è stata eccessiva, data la crescita ancora in atto — sebbene a ritmi inferiori — dell'economia mondiale.

Escludendo gli Stati Uniti, crediamo che il periodo di moderazione della crescita si sia ormai concluso. Nel 2019 la fase di moderazione riguarderà invece la crescita statunitense per la quale prevediamo ancora pressioni al rialzo sui tassi di interesse. Queste sfide alimenteranno i timori per la fine del ciclo economico e il possibile picco degli utili aziendali, ma tali preoccupazioni ci appaiono premature (**pagina 6**). La tentazione di ridurre l'esposizione al rischio aumenterà con il progredire del ciclo, tuttavia i segnali di deterioramento necessari per intraprendere questa strada sono assenti. Nel 2019 gli utili aziendali probabilmente cresceranno anziché diminuire, e non prevediamo un'eccessiva stretta delle banche centrali o squilibri finanziari sistemici che possano giustificare i tipici timori da fine ciclo. Il segnale di recessione dato da una curva dei rendimenti piatta o invertita è inoltre più debole perché il Quantitative Easing (QE) ha compresso il differenziale di rendimento tra tassi a breve e lunga scadenza.

Outlook di crescita: convergenza verso la crescita tendenziale

La convergenza verso la crescita tendenziale sarà un tema centrale nel 2019. La crescita statunitense probabilmente rallenterà, in particolare nel secondo semestre dell'anno con la progressiva attenuazione dell'impatto dello stimolo fiscale (**Grafico 2**), mentre negli altri Paesi abbiamo già visto una sostanziale moderazione della crescita. In Europa la crescita ha raggiunto un livello più sostenibile e tenderà a stabilizzarsi con il continuo sostegno della politica monetaria e fiscale, mentre l'ulteriore calo della disoccupazione dovrebbe favorire i consumi. Nei Mercati Emergenti, la crescita cinese ha rallentato e sussiste il rischio di una vera e propria guerra commerciale, che non rispecchia tuttavia il nostro scenario base. Riteniamo che i mercati abbiano scontato eccessivamente questi rischi negli asset dei Paesi

Emergenti, inoltre le costanti politiche di supporto in Cina potrebbero dar vita ad un periodo di sorprese positive. Molte altre economie emergenti come Brasile, Sudafrica e Russia sono ancora agli albori della fase di ripresa.

Tassi in aumento

Date le condizioni del mercato del lavoro USA e le pressioni inflazionistiche in graduale aumento, il nostro scenario centrale prevede che la Federal Reserve Bank (Fed) alzi i tassi per tre volte nel 2019. I rischi per la nostra view sulla Fed sono equilibrati per il 2019, con la possibilità sia di una pausa che di una continuazione dei rialzi trimestrali (**pagina 7**). I mercati in questo momento, stanno tuttavia scontando un solo aumento nel 2019 e crediamo continueranno a non prezzare adeguatamente il percorso di rialzi, mentre a nostro avviso si verificherà uno scenario simile al 2018: rapidi aumenti dei tassi di interesse interrotti da periodi di consolidamento, dove le pressioni al rialzo tornano ad accumularsi. A nostro parere, la pressione al rialzo dovrebbe essere maggiore sui tassi a breve, in quanto le obbligazioni a lungo termine beneficiano della domanda degli investitori in cerca di asset con duration lunga per controbilanciare le passività a lungo termine.

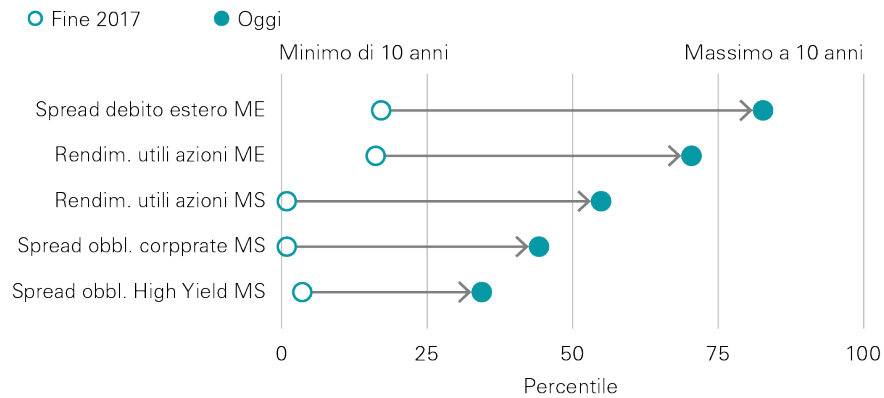
Implicazioni per gli investimenti: preferiamo le azioni alle obbligazioni societarie, queste ultime ai governativi e i Paesi Emergenti agli Sviluppati

Crediamo che il perdurare dell'espansione economica spingerà ulteriormente al rialzo le azioni, dove il potere di pricing diventerà un elemento sempre più importante nella selezione dei titoli (**pagina 10**). La convergenza della crescita causerà probabilmente l'inversione di alcuni dei maggiori trend che hanno caratterizzato i mercati finanziari nel 2018. In particolare per il dollaro, crediamo che la moderazione della crescita statunitense sarà un fattore più incisivo dell'aumento dei tassi, e prevediamo un nuovo indebolimento della valuta. Il "[Ritorno dei mercati emergenti](#)", da noi auspicato nell'outlook di settembre, avrà un margine di sviluppo assai più ampio nel 2019 (**pagina 8**) grazie al miglioramento delle prospettive di crescita e, in particolare, alle interessanti valutazioni delle valute emergenti (**Grafico 3**). In ambito obbligazionario, il contesto favorirà il credito corporate rispetto ai titoli governativi, nello specifico le obbligazioni societarie di elevata qualità con duration breve (**pagina 11**).

Il nostro outlook per il 2019 ha quindi un'impronta ottimistica, ma con rischi potenziali rilevanti che tenderanno ad aumentare verso la fine dell'anno: in particolare quelli riguardanti i fattori geopolitici, l'escalation delle tensioni commerciali, gli aumenti potenzialmente repentini dei tassi di interesse alimentati dall'inflazione salariale (**Grafico 4**) e i timori per la fine del ciclo. Finché non compariranno segnali più chiari di deterioramento del contesto macro, gli occasionali ribassi potranno offrire opportunità di acquisto.

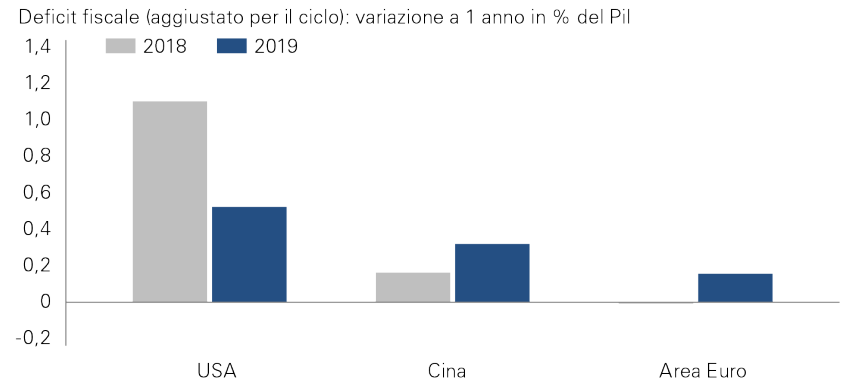
I grafici da non perdere

Grafico 1: Valutazioni più interessanti dopo la diffusa debolezza del 2018



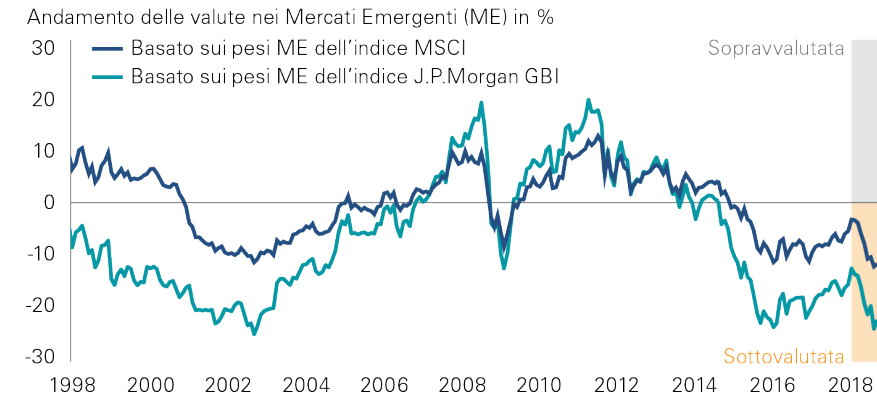
Fonte: Haver Analytics, Datastream, Bloomberg, I/B/E/S, GSAM. Dati a novembre 2018.

Grafico 2: Supporto fiscale in calo negli Stati Uniti, aumenta invece in Europa e in Cina



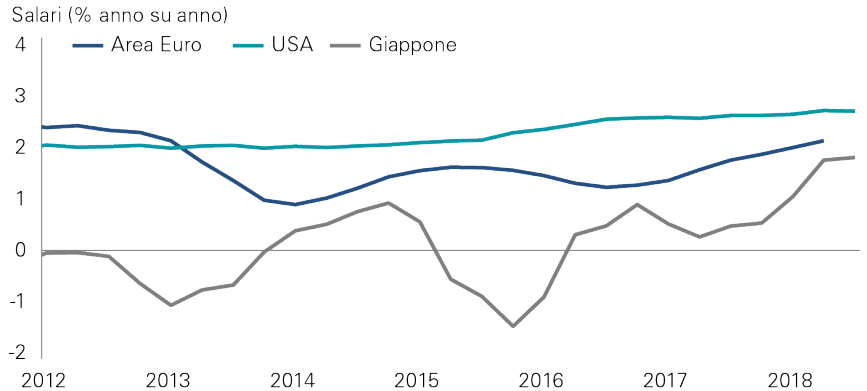
Fonte: FMI. Dati a ottobre 2018. Il disavanzo aggiustato per il ciclo rispecchia una spesa pubblica superiore alle entrate aggiustate per tenere conto delle variazioni del PIL reale.

Grafico 3: Le valute dei mercati emergenti sono sottovalutate rispetto ai fondamentali



Fonte: GSAM, Bloomberg. Dati a settembre 2018.

Grafico 4: La crescita salariale più rapida è un rischio per il futuro orientamento delle politiche



Fonte: Haver Analytics, Datastream, GSAM. Dati a novembre 2018.

La performance passata non è garanzia dei risultati futuri, che possono variare. Non è possibile investire direttamente in un indice non gestito.

Le nostre view sui mercati

Azioni e Mercati Emergenti sono tra le nostre classi di attivi preferite. Questo ordine di preferenze si basa sulle valutazioni interessanti rispetto ai fondamentali, sia macro che societari.

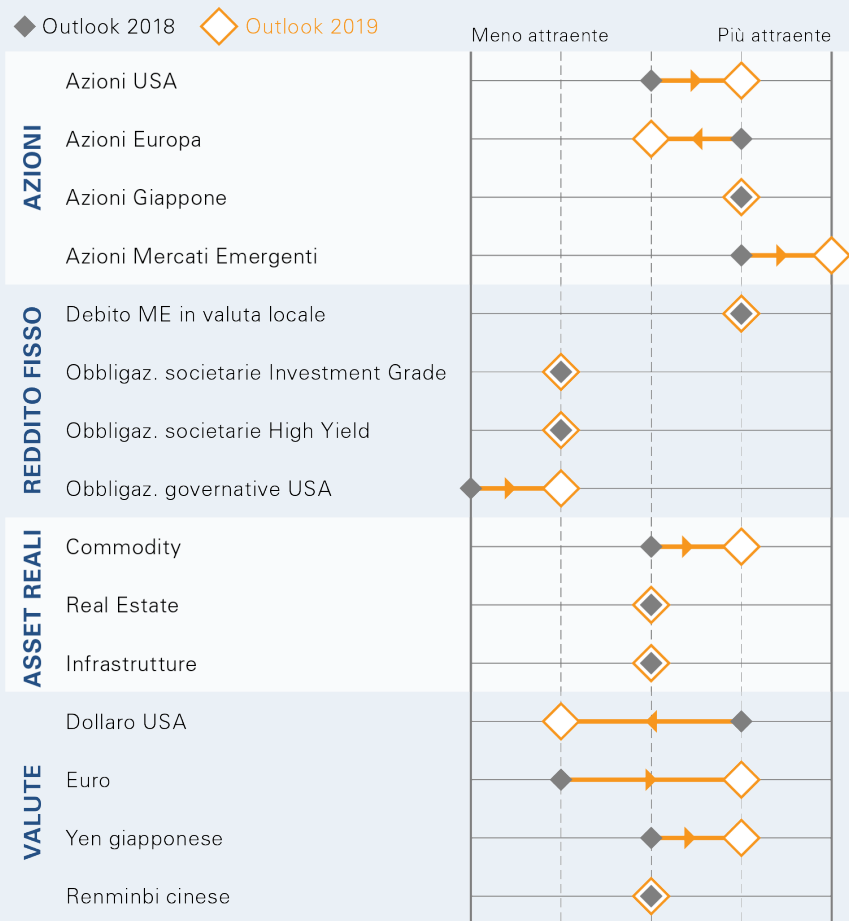
Le azioni sono la nostra asset class preferita. Crediamo che la continua espansione possa sostenere gli utili aziendali e, di conseguenza, le performance azionarie. Nel 2019 il profilo rischio-rendimento dei titoli azionari appare migliore rispetto al 2018, dopo la rideuzione dei multipli. A livello regionale, preferiamo gli azionari dei ME rispetto a quelli dei MS (pagina 8). Tra le azioni dei mercati sviluppati, i titoli statunitensi e giapponesi sono meglio posizionati rispetto a quelli dei mercati europei, dove le incertezze politiche e l'apprezzamento dell'Euro potrebbero creare alcuni ostacoli.

Tatticamente positivi, strutturalmente cauti sul credito. Pensiamo che la crescita macroeconomica ancora in corso possa prolungare il contesto societario in salute caratterizzato da forti utili e dinamiche di downgrade e default favorevoli, pertanto riteniamo prematuro posizionarsi in vista di un significativo ampliamento degli spread di credito. La recente debolezza ha creato un'interessante apertura per aggiungere un'esposizione tattica alla luce di fondamentali solidi. Siamo consapevoli di essere prossimi a un punto del ciclo che storicamente ha segnato un minimo per gli spread di credito e prevediamo di arrivarci nel corso del 2019.

Tassi in rialzo sul tratto breve della curva statunitense. Crediamo che il mercato non stia prezzando adeguatamente il ritmo dei rialzi della Fed nel breve termine. Confermiamo pertanto la nostra view ribassista sul tratto a breve dei tassi statunitensi e ci aspettiamo volatilità sui tassi a fronte del progressivo aggiustamento dei prezzi di mercato. Oltre questo scenario centrale, crediamo sussista per il mercato un rischio di eventi estremi che richiede un premio al rischio più elevato, in grado di rispecchiare fattori quali l'ampio disavanzo fiscale degli Stati Uniti, un potenziale obiettivo d'inflazione più elevato per la Fed o la conclusione del QE a livello internazionale.

Prezzi del petrolio vincolati dai tagli dell'OPEC e dalle pressioni delle nazioni consumatrici. Crediamo che i prezzi del petrolio possano muoversi all'interno di un range limitato, con il West Texas Intermediate tra \$50 e \$70 al barile. I livelli della domanda e i tagli all'offerta dell'OPEC fungeranno probabilmente da supporto inferiore del range, mentre le pressioni politiche delle nazioni consumatrici potrebbero limitare i rialzi.

Debolezza del Dollaro statunitense e rafforzamento delle valute dei ME. Mentre lo scenario di crescita mondiale trova un nuovo equilibrio allontanandosi dall'eccezionalità americana, prevediamo un indebolimento del Dollaro e l'emersione del valore latente delle valute emergenti. I rialzi della Fed dovrebbero sostenere il Dollaro, ma non crediamo che saranno sufficienti a compensare le pressioni derivanti dalle variazioni nella crescita.



Fonte: GSAM, a dicembre 2018, soggetti a variazioni. I grafici rispecchiano le view di asset allocation relativa di GSAM e possono non essere rappresentativi della view di ciascun team di portafoglio di GSAM sulle opportunità offerte dai singoli mercati.

Outlook macroeconomico in sintesi

Crescita

Prevediamo che l'espansione mondiale continuerà, ma stiamo passando da uno scenario di divergenza, caratterizzato da una forte sovraperformance degli Stati Uniti, a un contesto di convergenza, grazie all'attenuazione degli stimoli fiscali statunitensi e alla conseguente moderazione della crescita. Oltre i confini statunitensi, nei mercati sviluppati, la crescita si sta stabilizzando, mentre nei mercati emergenti sorprende al rialzo. Escludendo la Cina, nei ME la crescita è inferiore alle nostre stime di potenziale, mentre in Cina crediamo che le politiche ancora espansionistiche porteranno ad un periodo di sorprese positive.

Inflazione

Una graduale saturazione del mercato del lavoro andrà a sostegno della crescita salariale e dell'inflazione *core*. Il nostro scenario migliore prevede che negli Stati Uniti l'inflazione *core* rimanga prossima al 2% o superi leggermente questo target per tutto il 2019, con la possibilità di sorprese al rialzo connesse ai dazi o alle dinamiche salariali di fine ciclo. Nell'Eurozona l'inflazione rimarrà sottotono; date le aspettative molto basse nonostante l'accelerazione dei salari, riteniamo che una sorpresa al rialzo avrebbe un fortissimo impatto sui mercati. Nel Regno Unito, ipotizzando una situazione di stabilità valutaria e una Brexit che non alteri la status quo, l'inflazione dovrebbe diventare più moderata avvicinandosi al target.

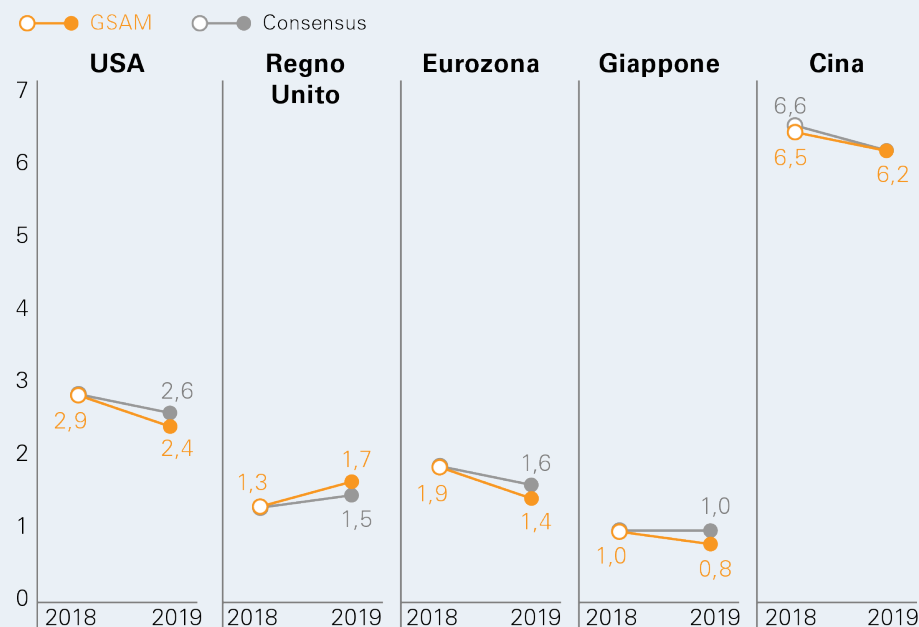
Politica monetaria

Prevediamo che la Fed rialzerà i tassi tre volte nel 2019, ben oltre il livello attualmente scontato dal mercato, ma vi sono rischi non trascurabili associati a questa *view*: la Fed potrebbe prendersi una pausa per vedere come si evolve la crescita, oppure continuare ad aumentare i tassi ogni trimestre se la crescita salariale dovesse accelerare (pagina 7). Nel 2019 anche nel Regno Unito e in Europa le banche centrali alzeranno i tassi, mentre la Bank of Japan (BoJ) continuerà a essere la più accomodante tra le principali banche centrali. Il Quantitative Easing verrà gradualmente abbandonato a livello mondiale, e le decisioni sui tassi costituiranno il principale strumento di politica monetaria.

Politica

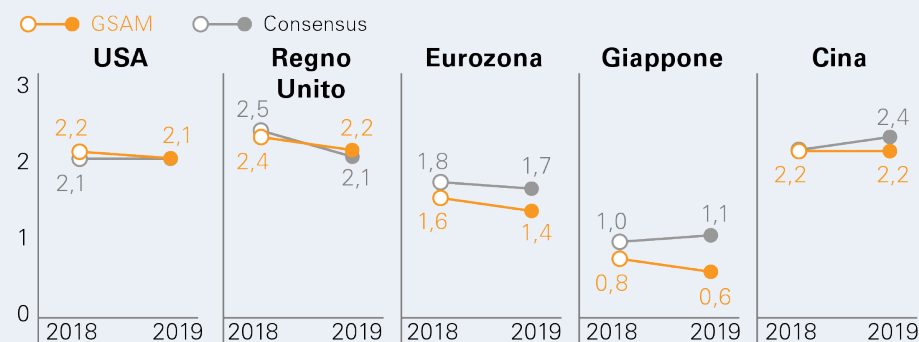
I rischi politici sono elevati e rappresentano un'importante fonte di volatilità per i mercati. Crediamo che la situazione non cambierà nel 2019. Probabilmente i timori sulla politica commerciale si riveleranno eccessivi, tuttavia sussiste l'effettiva possibilità che gli attuali dissapori portino conseguenze anche gravi. I negoziati sulla legge di bilancio italiana rappresentano un'altra potenziale fonte di volatilità. Prevediamo che l'impatto della Brexit sarà limitato oltre i confini britannici, mentre la sterlina sarà il principale ammortizzatore in caso di shock negativi.

Previsioni di crescita (%)



Fonte: GSAM, Bloomberg. Dati a dicembre 2018.

Previsioni di inflazione (%)



Fonte: GSAM, Bloomberg. Dati al 4 dicembre 2018. I dati relativi agli Stati Uniti fanno riferimento all'indice di spesa per consumi personali (PCE). Tutti gli altri all'indice dei prezzi al consumo (PCI).

TEMI DI INVESTIMENTO

Attraverso il ciclo economico

Avvicinandosi alla fine del ciclo economico, nel 2019 l'attenzione degli investitori sarà sulla riduzione del rischio. Per muoversi in tale direzione servono però segnali più chiari di deterioramento dell'economia, che non prevediamo per il primo semestre del 2019, sebbene possano emergere rischi inattesi con il passare dei mesi.

Caratteristiche di fine ciclo...

Secondo le nostre previsioni, nel 2019 l'espansione degli Stati Uniti diverrà la più lunga mai registrata. Sempre più segnali indicano che l'economia sta attraversando l'ultima fase del ciclo: dal surriscaldamento del mercato del lavoro al progressivo consolidamento dell'inflazione, fino all'aumento della volatilità di mercato e all'appiattimento della curva dei rendimenti. Inoltre, la riduzione del supporto fiscale, associata ai continui rialzi della Fed, potrebbe rendere l'attesa moderazione della crescita più repentina. Nonostante questi segnali, ci aspettiamo che il ciclo continui per tutto il 2019.

...che probabilmente incideranno sui mercati

Il contesto di fine ciclo sarà determinante per l'andamento dei mercati. Solitamente i mercati azionari diventano più volatili verso la fine del ciclo. Riteniamo che il minimo della volatilità azionaria sia stato raggiunto a fine 2017, e la nostra previsione di ribassi ciclici fa riferimento ad un chiaro andamento storico. Il successivo segnale, secondo il modello storico, è il minimo degli spread di credito. È prematuro posizionarci in vista di tale evento, ma seguiremo con attenzione i mercati del credito nel 2019 per scorgerne eventuali indizi. Infine, il contesto di fine ciclo può generare il timore che si sia ormai raggiunto il picco degli utili, ma crediamo che per ora sia prematuro parlarne. Storicamente, i margini hanno continuato a espandersi fino a poco prima dell'inizio di una recessione (Figura 5).

È troppo presto per ridurre il rischio...

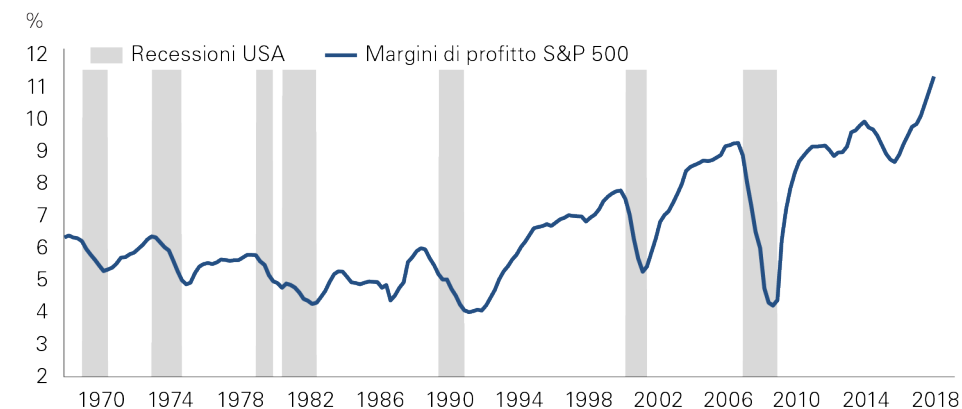
Il lungo ciclo caratterizzato da forti rendimenti che ci ha accompagnato finora e i segnali di una sua prossima fine alimentano la tentazione di ridurre il rischio per prepararsi alla fase finale. Ma noi crediamo che sia troppo presto per farlo. Qualsiasi decisione guidata dalle aspettative di fine ciclo sarà circondata da notevole incertezza, dato il numero limitato di cicli storici a cui fare riferimento. Prima di ridurre il rischio, qualsiasi view di lungo termine sulla

fine del ciclo dovrebbe essere integrata da una più chiara conferma analitica che l'economia stia andando nella direzione sbagliata. Finora tali segnali, quali la riduzione dei margini di profitto delle aziende, l'eccessiva stretta delle banche centrali e gli squilibri finanziari sistemici, non sono evidenti e difficilmente li vedremo nel 2019, anche se i rischi aumenteranno verso la fine dell'anno.


...ma non per iniziare a migliorare il trade-off sulla riduzione del rischio

Non è invece troppo presto per considerare possibili soluzioni utili a migliorare il trade-off tra i rischi di fine ciclo e la continua espansione. A livello micro, riteniamo che ciò significhi esporsi a società con un forte potere di pricing, mentre sul fronte macro favoriamo le economie ancora all'inizio del ciclo. Molte economie emergenti sono in una fase più precoce del ciclo rispetto alle economie dei mercati sviluppati, pertanto gli asset dei ME possono aiutare a migliorare l'esposizione complessiva di portafoglio. Il debito locale dei ME offre un rendimento più elevato rispetto al credito high yield, e riusci a realizzare una notevole sovraperformance all'epoca del deterioramento dell'ultimo ciclo dei mercati sviluppati.

Grafico 5: I margini di profitto USA tendono a raggiungere il picco verso la fine del ciclo economico



Fonte: Haver, NBER, GSAM. Dati a novembre 2018.

 Non vi sono segnali di fine ciclo evidenti, quali una contrazione dei margini di profitto aziendali, un'eccessiva stretta delle banche centrali e squilibri finanziari sistemici, e difficilmente li vedremo nel 2019, sebbene ci attendiamo un aumento dei rischi nella seconda parte dell'anno.

TEMI DI INVESTIMENTO

Fin dove arriverà la Fed?

La Fed ha avviato la normalizzazione della politica monetaria da due anni. In vista del 2019, una delle principali domande riguarda il proseguimento di questo graduale rialzo dei tassi.

Nel 2018 non abbiamo mai messo in dubbio il proseguimento della campagna di inasprimento monetario condotta dalla Fed. I cambiamenti nella politica della Fed si riflettono sull'economia mediante le condizioni finanziarie, tra cui i rendimenti delle obbligazioni a lungo termine, le azioni, gli spread creditizi e i tassi di cambio. Dal momento che, fino a poco tempo fa, ben pochi segnali lasciavano intendere che la normalizzazione della politica della Fed stesse causando un inasprimento delle condizioni finanziarie generali, non c'era alcuna valida ragione per aspettarsi una pausa dalla banca centrale americana.

Il ritorno della volatilità sui mercati ha però cambiato le carte in tavola: le condizioni finanziarie stanno infatti iniziando a risultare decisamente più restrittive per la prima volta da quando la Fed ha iniziato a incrementare i tassi di interesse in maniera regolare (Grafico 6). Pur prevedendo una continuazione del processo restrittivo della Fed, non siamo più così certi che la banca centrale americana possa mantenere lo stesso ritmo di rialzi nel 2019.

Il bilancio al primo posto

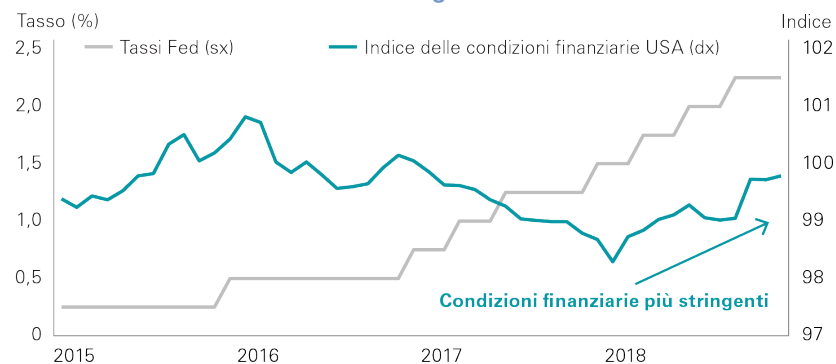
Oltre a causare i cambiamenti delle condizioni finanziarie, la Fed deve al contempo reagire a tali cambiamenti. Se le condizioni finanziarie dovessero continuare a inasprirsi e la crescita statunitense dovesse rallentare per il minor sostegno della politica fiscale, la Fed potrebbe reagire con una pausa, prendendo tempo per valutare l'outlook di medio e lungo periodo. In tale scenario, la Fed darà a nostro avviso priorità al proseguimento della riduzione del bilancio piuttosto che agli aumenti dei tassi. La Fed ha accelerato gradualmente la riduzione del bilancio fino a raggiungere il target massimo di 50 miliardi di dollari al mese. A nostro parere, è improbabile che i responsabili della politica monetaria della Fed intervengano su questo piano a meno di un drastico rallentamento dell'economia, è invece più verosimile che la campagna di inasprimento sia messa in pausa mediante un rallentamento dei rialzi dei tassi anziché intervenendo sul ritmo di riduzione del bilancio.

Le condizioni finanziarie sotto la lente

Nonostante la Fed ponga la propria attenzione sulle condizioni finanziarie generali, non ne controlla il meccanismo tramite cui una politica monetaria più restrittiva si trasmette dai mercati finanziari all'economia reale (ovvero tassi di interesse, condizioni creditizie, azioni o tassi di cambio). Alcuni meccanismi sono però più importanti di altri per gli investitori.

A nostro parere, un inasprimento delle condizioni finanziarie dovuto a un arretramento delle azioni non rappresenta, da solo, una valida motivazione per ridurre il rischio e potrebbe essere fonte di opportunità. Prestiamo attenzione ad altri driver dell'inasprimento delle condizioni finanziarie, tra cui l'aumento dei tassi o l'ampliamento degli spread creditizi. Ma ci aspettiamo che questa pressione sia in parte compensata da un indebolimento del Dollaro statunitense nel momento in cui la crescita degli Stati Uniti tornerà ad allinearsi con quella del resto del mondo. Anche l'ampliamento degli spread dei titoli societari ha contribuito al recente inasprimento delle condizioni finanziarie, ma ci aspettiamo un miglioramento della performance nel 2019 a fronte della costante solidità dei fondamentali aziendali. Di conseguenza, tra i principali scenari di rischio per i mercati finanziari figura l'accelerazione dell'inflazione in uno scenario di crescita in rallentamento, un contesto che potrebbe indurre la banca centrale a portare avanti la sua politica restrittiva.

Grafico 6: Le condizioni finanziarie reagiscono ai rialzi della Fed



Fonte: Macrobond, GSAM. Dati al 12 novembre 2018.



Il nostro scenario di base prevede tre rialzi dei tassi da parte della Fed nel 2019 ma, dato l'inasprimento delle condizioni finanziarie di quest'anno, ci aspettiamo che l'anno prossimo il ritmo di rialzo dei tassi dipenda maggiormente dai dati, rispetto a quanto accaduto nel 2017-2018.

TEMI DI INVESTIMENTO

ME: una flessione, non un'inversione di rotta

Con il riequilibrio della crescita globale, ci aspettiamo che gli asset dei ME tornino a sovraperformare quelli dei MS. Tuttavia è importante ricordare che volatilità e *drawdown* («ribassi») non sono rari nei ME e soprattutto non precludono il conseguimento di una performance positiva nel lungo periodo.

I *drawdown* non sono insoliti nelle fasi rialziste dei ME

Contrariamente alle nostre previsioni, nel 2018 gli asset dei ME hanno subito pesanti *drawdown* a causa di un contesto in continua evoluzione che, nei diversi momenti, si è concentrato sull'aumento dei tassi, gli squilibri delle partite correnti, le tensioni commerciali e il rallentamento della crescita in Cina.

Siamo convinti che la sottoperformance registrata dagli asset dei ME nel 2018 sia dipesa soprattutto dalla crescita inferiore alle attese delle economie dei mercati emergenti. La crescita risulta comunque migliore rispetto a quella del 2016, quando i timori sui ME erano elevati, inoltre riteniamo che molte economie siano ancora nelle fasi iniziali di cicli di espansione di lungo termine. Di conseguenza siamo convinti che ci sia margine per un miglioramento della crescita dei ME e dei rendimenti dei relativi asset. Inoltre, la presenza di forti *drawdown* dei mercati emergenti non è di certo una novità all'interno di un lungo periodo di sovraperformance rispetto agli asset dei mercati sviluppati. Come mostra il Grafico 7, l'attuale *drawdown* è del tutto in linea con le precedenti fasi rialziste dei ME.

Valutazioni interessanti

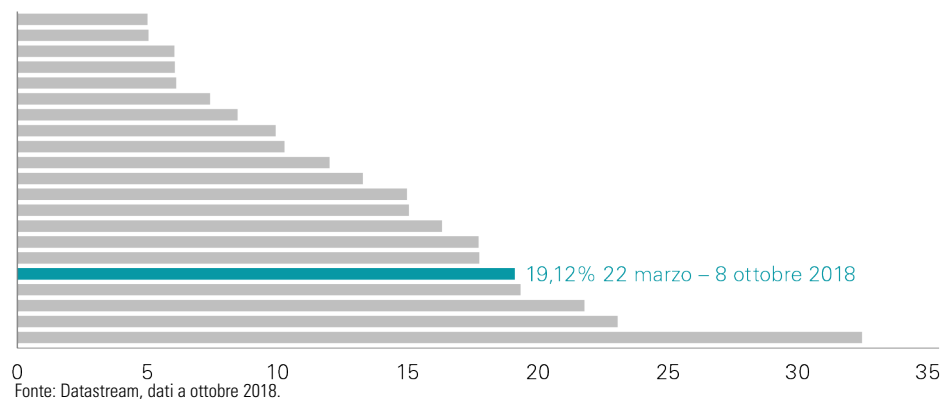
Riteniamo vi siano interessanti potenzialità di rendimento per gli asset dei ME nel 2019, soprattutto per valute ed azioni che dovrebbero beneficiare della ripresa della crescita. In base alle nostre stime del *fair value*, le valute dei ME sono sottovalutate del 12% e del 23%, quando aggregate utilizzando rispettivamente come riferimento gli indici MSCI EM e GBI (Grafico 3). L'entità di questo differenziale rispetto al *fair value* è simile a quella registrata nei primi mesi del 2016 e all'inizio degli anni Duemila, due periodi poi seguiti da buoni rendimenti delle valute dei ME. Le azioni dei ME sono scambiate con un interessante sconto del 25% rispetto a quelle dei MS, pur avendo margine per offrire una crescita degli utili superiore.

La sfida cinese

Rispetto alla nostra view, il rischio più significativo per il 2019 e nel medio-lungo periodo è rappresentato dalla Cina. Dato che, nel breve periodo, le ampie politiche di supporto rappresentano, a nostro parere, un segnale dell'insoddisfazione dei responsabili della politica monetaria per l'attuale andamento dell'economia, ci aspettiamo che questo sostegno sia assicurato fino a un miglioramento del trend di crescita. Le nostre previsioni per il 2019 indicano però per la Cina una crescita del 6,2%, il tasso più basso dall'inizio degli anni Novanta. La creazione di credito, che ha raggiunto livelli elevati negli ultimi anni, comporterà rischi nel medio e lungo periodo, dal momento che la crescita, oltre a rallentare il passo, dipenderà più dai consumi che dagli investimenti. Riteniamo comunque che il periodo di maggiore decelerazione della crescita sia ormai passato, pertanto il resto dei Paesi dei ME dovrebbe subire meno pressioni a breve termine.

Grafico 7: I *drawdown* non sono insoliti nei ME, anche nei mercati rialzisti di lungo periodo

Ribassi del 5% (e oltre) dei ME rispetto ai MS nei periodi 1988-94 e 2001-10



I *drawdown* degli asset dei ME – valute e azioni in particolare – sono andati oltre quanto si potrebbe evincere dai fondamentali. Nel 2019 la performance degli asset emergenti potrebbe beneficiare della maggiore crescita (Cina esclusa) e delle politiche di supporto in Cina.

STRATEGIA DI INVESTIMENTO

Azioni

Le azioni si confermano la nostra asset class preferita ma la selezione dei titoli assume un'importanza sempre maggiore in un contesto segnato da fattori quali volatilità in aumento, forti rischi a livello politico e commerciale, rallentamento della crescita dei ricavi e pressioni sui margini.

Fondamentali ancora solidi, ma la volatilità richiede una maggiore selettività

Il comparto azionario dovrebbe realizzare rendimenti positivi nel 2019. Questa opinione è motivata dalla costante crescita, seppur a un ritmo meno serrato, dell'economia e degli utili (Grafico 9), oltre che dalle interessanti valutazioni rispetto ai fondamentali macroeconomici, soprattutto dopo l'ultima ondata di vendite. I periodi di volatilità sul mercato azionario, che dovrebbero diventare una costante dato il clima di incertezza, hanno sottolineato l'importanza di una gestione attiva.

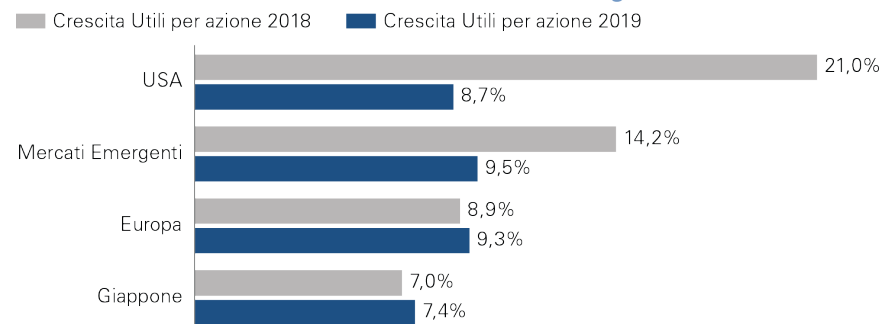
Continuiamo a preferire le azioni dei ME a quelle dei MS, in quanto la crescita dei Mercati Emergenti è in ripresa dopo l'inatteso rallentamento di quest'anno e le valutazioni restano interessanti rispetto ai MS (pagina 8). Pur prendendo atto del rallentamento della crescita cinese nel breve periodo, riteniamo che le azioni domestiche cinesi saranno sostenute da ottimi fondamentali nel medio termine, frutto di una transizione secolare verso una crescita alimentata dai consumi e dall'innovazione, oltre che delle riforme in corso e della politica accomodante. Siamo ancora ottimisti anche rispetto alle azioni indiane, in quanto dovrebbero beneficiare del rafforzamento della crescita economica, della riforma strutturale in atto e dei fattori demografici favorevoli.

Nei MS, siamo positivi sulle azioni giapponesi date le costanti riforme e riteniamo che le valutazioni delle azioni USA siano più interessanti dopo il ribasso. Siamo ottimisti sulle azioni delle Small Cap statunitensi. Le small cap hanno tratto vantaggio dalla loro maggiore esposizione ai ricavi domestici rispetto alle Large Cap (79% per l'indice Russell 2000 vs. 63% per l'indice S&P 500) e risultano quindi meno vulnerabili alle tensioni commerciali. Per il 2019 ci aspettiamo una crescita degli utili delle Small Cap leggermente più sostenuta rispetto alle Large Cap, mentre le valutazioni sono scese dopo le pesanti flessioni subite nell'ultimo sell-off, con l'indice Russell 2000 che ora scambia a un terzo del premio di valutazione storico a 10 anni rispetto all'indice S&P 500.

Il potere di determinazione dei prezzi è cruciale in un quadro di rallentamento delle vendite e pressioni sui margini

Margini e utili delle società statunitensi non hanno ancora raggiunto il picco a nostro parere (pagina 6), anche se la loro crescita potrebbe rallentare in futuro a causa delle problematiche sui margini e del rallentamento delle vendite. I dati sulle vendite sono risultati contrastanti nel terzo trimestre e siamo convinti che la crescita dei ricavi, fortemente orientata verso l'espansione economica, subirà un rallentamento con il venir meno degli effetti positivi della riforma fiscale e degli incentivi economici. Rimaniamo inoltre vigili sull'aumento delle problematiche legate ai margini, in gran parte derivanti da dazi commerciali, inflazione del costo del lavoro e aumento dei costi di spedizione e produzione. I dazi rappresentano la nostra maggiore preoccupazione in riferimento ai margini, dal momento che il loro impatto potenziale risulta superiore e si riflette sull'intera filiera. Inoltre, i dazi non favoriscono il consumatore, a differenza dell'inflazione del costo del lavoro che dovrebbe invece sostenere i consumi. Ci aspettiamo che il potere di determinazione dei prezzi diventi sempre più importante in un contesto di rallentamento delle vendite e compressione dei margini, confermando ancora una volta l'importanza della gestione attiva e della selezione dei titoli. Il potere di pricing oscilla nel tempo con la domanda e varia nei diversi settori: i settori dei Beni di consumo, Energia e Materiali tendono ad avere un minore potere di prezzo, mentre i Servizi di pubblica utilità, Sanità, Tecnologia e Real Estate hanno tradizionalmente dimostrato una maggior capacità di trasferire i costi sui consumatori.

Grafico 9: Azioni sostenute dalla costante crescita degli utili



Fonte: Factset. Dati al 24 novembre 2018. Calcoli basati sull'indice S&P 500 per gli USA, l'indice MSCI EM per i mercati emergenti, l'indice MSCI Europe per l'Europa e l'indice TOPIX per il Giappone.



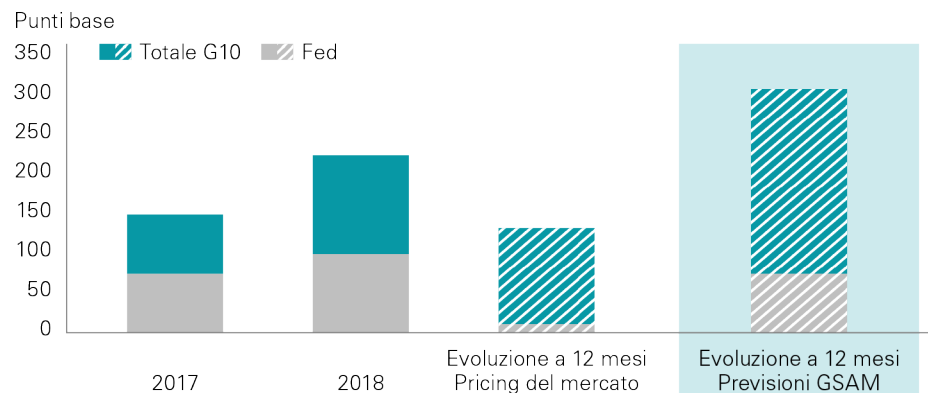
Le valutazioni azionarie sono notevolmente diminuite, con il rapporto prezzo/utili a termine sull'S&P 500 in calo verso i livelli di febbraio 2016. Pur confermando la nostra propensione al rischio e preferendo i titoli con valutazioni più interessanti, siamo più attenti all'incertezza di breve periodo e sottolineiamo l'importanza della selettività dell'investimento azionario.

STRATEGIA DI INVESTIMENTO

Obbligazioni

Per il 2019 prevediamo un maggiore inasprimento nelle politiche delle banche centrali del G10 rispetto a quanto scontato dal mercato. Anche le nostre previsioni di rialzo dei tassi risultano differenti e si riflettono sulle nostre view di tipo direzionale e *relative value* su valute e tassi. Nel comparto delle obbligazioni societarie, riteniamo sia prematuro posizionarsi per una svolta del ciclo e un'ondata di declassamenti, mentre è opportuno concentrarsi su titoli a cedola di elevata qualità e duration breve.

Grafico 10: Prevediamo rialzi dei tassi anche da parte di altre banche centrali oltre alla Fed nel 2019



Fonte: GSAM, Bloomberg. Dati al 23 novembre 2018. I valori riferiti al 2018 presumono un rialzo dei tassi della Fed di 25pb a dicembre.

View macroeconomiche *relative value* e modesto sovrappeso sul rischio di spread.

Tassi e valute. I rialzi dei tassi della Fed per il 2019 impliciti nelle quotazioni di mercato restano nettamente al di sotto delle nostre attese. Dato questo disallineamento, abbiamo una view ribassista sui tassi statunitensi a breve termine, sia in termini direzionali che *relative value*. Siamo sovrappesati sui titoli governativi dei principali paesi europei e in sottopeso sull'euro in quanto il rallentamento della crescita, unito alla debolezza dell'inflazione, sostiene la nostra previsione di una politica monetaria ancora accomodante. Tra i Mercati Sviluppati, propendiamo per un sottopeso sui titoli governativi e un sovrappeso sulle valute dei mercati in cui le banche centrali sono prossime alla normalizzazione (come Svezia e Norvegia) rispetto a quelle in cui le banche centrali sono più prudenti data la sensibilità delle famiglie alle variazioni dei tassi (come Canada e Australia).

Obbligazioni societarie. In quest'ultima fase del ciclo condividiamo le preoccupazioni relative a un piccolo negativo degli spread e a un'ondata di declassamenti dell'high yield tra gli emittenti BBB, tuttavia riteniamo sia prematuro posizionarsi per questi scenari. La costante crescita dell'economia e degli utili aziendali potrebbe contribuire a contenere i declassamenti e i default, concedendo tempo agli emittenti più indebitati per migliorare la qualità del credito. Anche se la contrazione non rientra nel nostro scenario di base, una decelerazione della crescita degli utili e del contesto macroeconomico per il 2019 è verosimile. Tale situazione richiede un'esposizione mirata ad emittenti con una situazione patrimoniale solida o in miglioramento, elevati indici di copertura degli interessi e potere di prezzo (dato l'aumento dei costi di produzione e dei salari).

Credito cartolarizzato. Una caratteristica fondamentale di questo ciclo è il netto miglioramento della situazione patrimoniale delle famiglie. Pertanto, confermiamo il nostro giudizio positivo sul credito al consumo e sui mutui residenziali, nonostante i primi segnali di rallentamento del mercato statunitense degli immobili residenziali. A nostro parere, quest'ultimo settore sarà ancora sostenuto da fattori quali il perdurare della crescita economica, la disponibilità di credito, i ridotti livelli di scorte rispetto ai valori storici e una domanda in crescita poiché i *millennials* – che il prossimo anno diventeranno la generazione più numerosa degli Stati Uniti superando i *baby-boomers* – entreranno nel periodo di picco per l'acquisto delle prime case.

Debito dei Mercati Emergenti (DME). Dopo le correzioni di quest'anno, riteniamo vi sia potenziale di investimento nei mercati emergenti all'inizio del ciclo e in fase di rimbalzo. Abbiamo assunto una posizione neutrale o di lieve sovrappeso sul DME esterno e continuiamo a individuare opportunità idiosincriche tra il debito corporate dei ME e quello in valuta locale.



Siamo ribassisti sui titoli governativi USA a breve termine e rialzisti su quelli dei principali Paesi europei. Siamo positivi sul credito cartolarizzato a breve duration e sui *leveraged loan* (mentre i tassi entrano in fase rialzista) e tatticamente positivi sul credito corporate USA (valutazioni interessanti e buoni fondamentali). Vediamo potenziale di medio-lungo termine nel debito dei mercati emergenti.

Note supplementari

Le opinioni qui espresse sono aggiornate a dicembre 2018 e potrebbero essere soggette a modifiche in futuro. I singoli team di gestione di portafoglio di GSAM potrebbero avere pareri e opinioni e/o prendere decisioni di investimento che, in talune circostanze, potrebbero non essere sempre in linea con i pareri e le opinioni espresse nel presente documento.

Glossario dei termini

La **volatilità** è una misura della variabilità dei prezzi di uno strumento finanziario nel corso del tempo. Se i prezzi oscillano molto in un periodo breve di tempo, si dice che il mercato è molto volatile. Il **Rapporto prezzo/utili (price-to-earnings, P/E)** misura il prezzo azionario corrente di un titolo azionario rispetto ai relativi utili per azione. Maggiore il rapporto, più il mercato è disponibile a pagare per ogni euro di utile generato annualmente dalla società. **Obbligazione Investment Grade**, un'obbligazione con rating **BBB** o maggiore, da un'agenzia di rating indipendente come Standard and Poor's. **Drawdown**, declino che si registra dal punto di massimo durante un periodo specifico di tempo, relativo ad uno strumento finanziario. Il **Rischio di coda** sorge quando la probabilità che il valore di un investimento si muova di oltre 3 deviazioni standard dalla sua media, è maggiore di quando previsto da una distribuzione di frequenza Normale. Il mercato **Bull** è un termine usato per descrivere un mercato in cui i prezzi salgono o ci si attende che salgano. **G10**, gruppo di paesi industrializzati che cooperano su questioni economiche. **Leveaged loan** termine utilizzato per descrivere l'emissione di prestito verso una società che presenta già un considerevole livello di indebitamento.

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, né devono essere interpretate come una consulenza di investimento.

Tutti gli investimenti sono soggetti a rischio, tra cui perdita di capitale. Specifiche classi di attivo sono caratterizzate da rischi specifici. Titoli obbligazionari e di debito sono soggetti al rischio di tasso. Quando i tassi di interesse aumentano, i prezzi dei titoli obbligazionari diminuiscono. I titoli azionari sono più volatili rispetto a quelli obbligazionari ed hanno un rischio maggiore. I titoli internazionali hanno rischi particolari come quello derivante dal tasso di cambio, rischio politico, economico e di mercato. Questi rischi sono accentuati nei Mercati Emergenti, i cui titoli possono essere meno liquidi e più volatili. Tutti questi rischi devono essere considerati prima di effettuare un investimento.

IL PRESENTE MATERIALE NON COSTITUISCE UNA SOLLECITAZIONE ALL'INVESTIMENTO NELLE GIURISDIZIONI IN CUI TALE SOLLECITAZIONE SIA ILLEGALE, O IN RELAZIONE ALLE PERSONE CUI SIA ILLEGALE PROPORRE UNA TALE SOLLECITAZIONE.

IL PRESENTE MATERIALE È SOLO A FINALITÀ INFORMATIVE ED È FORNITO UNICAMENTE SULLA BASE CHE NON COSTITUIRÀ CONSULENZA IN MATERIA DI INVESTIMENTO E/O UNA RACCOMANDAZIONE A PERSONE O PIANI DI INVESTIMENTO, E GOLDMAN SACHS NON HA UNA RELAZIONE FIDUCIARIA O DI CONSULENZA PER INDIVIDUI O PIANI DI INVESTIMENTO PER IL FATTO DI AVER RIPORTATO LE PRESENTI CONSIDERAZIONI SUGLI INVESTIMENTI, COMPRESO IL EMPLOYEE RETIREMENT INCOME SECURITY ACT DEL 1974 O REGOLAMENTAZIONE DEL DEPARTMENT OF LABOR. GLI SPONSOR DEI PIANI DI INVESTIMENTO O FIDUCIARI DOVREBBERO CONSIDERARE LE PROPRIE CIRCOSTANZE NEL GIUDICARE IL POSSIBILE PIANO DI INVESTIMENTO.

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.

Sebbene alcune informazioni siano state ottenute da fonti ritenute attendibili, non ne garantiamo l'esattezza, la completezza o la correttezza. Abbiamo fatto affidamento sull'accuratezza e la completezza di tutte le informazioni disponibili da fonti pubbliche, senza condurre una verifica indipendente delle stesse. **La performance passata non è garanzia dei risultati futuri, che possono variare. Il valore degli investimenti e i proventi che ne derivano sono soggetti a fluttuazioni e possono tanto diminuire quanto aumentare. Si può verificare una perdita di capitale.**

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 clienti specifici. I dati effettivi possono variare e tali cambiamenti possono non essere qui rappresentati. Queste previsioni sono soggette a elevati livelli di incertezza che potrebbero influire sulla performance effettiva. Di conseguenza, tali previsioni devono essere considerate come una semplice esemplificazione di una vasta gamma di possibili risultati. Queste previsioni sono calcolate sulla base di ipotesi, possono essere 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 alle presenti previsioni.

Note supplementari

Il Global Industry Classification Standard (GICS) è stato sviluppato da ed è proprietà esclusiva, e un marchio di servizio, di Morgan Stanley Capital International Inc. (MSCI) e Standard & Poor's, una divisione di The McGraw-Hill Companies, Inc. (S&P), ed è concesso in licenza d'uso a Goldman Sachs. Né MSCI, né S&P né alcuna altra parte coinvolta nello sviluppo o nella compilazione del GICS o di qualsiasi altra classificazione GICS rendono una qualsiasi garanzia o dichiarazione, espressa o implicita, relativamente a tale standard o classificazione (o ai risultati ottenibili attraverso il loro utilizzo), e tutte le parti sopraccitate escludono esplicitamente ogni garanzia di originalità, precisione, completezza, commerciabilità o idoneità per un particolare scopo in relazione a tale standard o classificazione. Salvo quanto sopra affermato, in nessun caso MSCI, S&P, le rispettive società collegate o le altre parti terze coinvolte nello sviluppo o nella compilazione del GICS o di eventuali classificazioni GICS potranno essere ritenute responsabili per eventuali danni diretti, indiretti, speciali, punitivi, consequenziali o danni di qualsiasi altra natura (inclusa la perdita di profitti), anche se informate della possibilità di tali danni.

Goldman Sachs non fornisce consulenze legali, fiscali o contabili ai propri clienti. Si consiglia vivamente agli investitori di rivolgersi ai propri consulenti legali, fiscali o contabili in relazione a potenziali transazioni o investimenti. Non vi è alcuna garanzia che lo status o il regime fiscale applicabile all'operazione o all'investimento proposti siano mantenuti in futuro. Il regime o lo status fiscale può essere modificato per legge o dall'azione governativa, su base futura o retroattiva.

Regno Unito e Spazio Economico Europeo (SEE): nel Regno Unito, il presente materiale 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.

Svizzera: documento riservato agli investitori qualificati - È vietata la distribuzione al pubblico. Il presente documento è fornito da Goldman Sachs Bank AG, Zurigo. Eventuali rapporti contrattuali futuri saranno stipulati con società collegate di Goldman Sachs Bank AG con sede al di fuori della Svizzera. Ricordiamo che i sistemi legali e normativi esteri (non svizzeri) potrebbero non assicurare lo stesso livello di protezione in materia di riservatezza e di protezione dei dati del cliente offerto dalla legge svizzera.

© 2018 Goldman Sachs. Tutti i diritti riservati. Data del primo utilizzo: 10 dicembre 2018.

[GSAM.com/Outlook2019](https://www.gs.com/outlook2019)