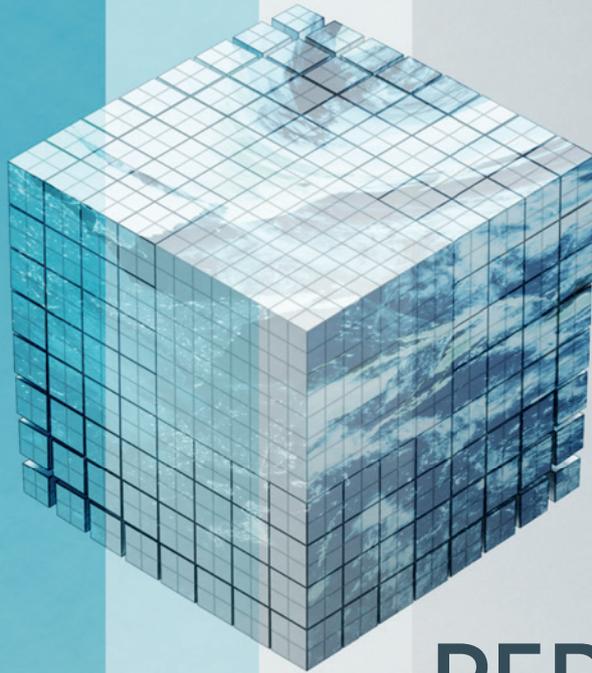
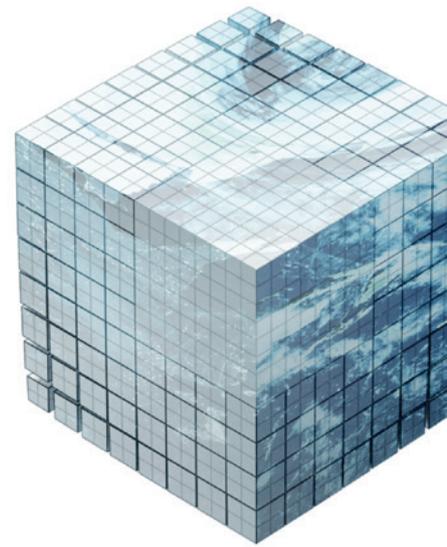


Janus Henderson
—KNOWLEDGE. SHARED—



MARKET GPS
**PROSPETTIVE
PER L'AZIONARIO
PER IL 2020**

Destinato ai soli investitori professionali



NEL 2020 L'AZIONARIO RIUSCIRÀ A RISALIRE UN ALTRO MURO DI PREOCCUPAZIONI?



Nel 2019, le azioni hanno raggiunto livelli record, e la situazione geopolitica ha portato maggiore volatilità nel mercato. Se le oscillazioni si protrarranno anche nel 2020 (e pensiamo che potrebbe accadere), i Co-Head del team Equities, Alex Crooke e George Maris, ritengono che l'attenzione ai fondamentali diventerà ancora più centrale per gli investitori azionari.

Nell'ultimo anno, per gli investitori azionari globali è stato come fare un giro sulle montagne russe, sulla scia delle crescenti preoccupazioni per le dispute commerciali e per il rallentamento della crescita economica. Ciononostante, l'azionario ha continuato a registrare ottimi guadagni. Verso fine ottobre, l'indice S&P 500® ha toccato un nuovo record e la maggioranza dei benchmark azionari, sia dei mercati sviluppati sia di quelli emergenti, nel corso del 2019 si sono mantenuti in territorio positivo.¹

Ora la domanda è: nel 2020 le azioni possono crescere ancora di più? Riteniamo che la situazione geopolitica potrebbe influenzare questa risposta, soprattutto alla luce delle elezioni presidenziali americane alle porte, della Brexit ancora in sospeso e dei negoziati commerciali in corso. Tuttavia, riteniamo che ci siano anche degli elementi positivi: l'allentamento della politica monetaria da parte delle principali banche centrali, il potenziale di stimolo fiscale e un mercato del lavoro solido negli Stati Uniti. Alla fine del ciclo economico, le valutazioni di molti indici azionari si attestano adesso al di sopra della media a lungo termine, ma le azioni risultano appetibili rispetto ad altre classi di investimento, comprese le obbligazioni, dove per circa 13 trilioni di dollari di debito pubblico sono causa di rendimenti negativi. Per farla breve: nel 2020 le azioni potrebbero dover scalare un altro muro di incertezze, ma non crediamo che si stia perdendo la retta via. Piuttosto, la continua volatilità potrebbe creare opportunità per l'investitore disposto ad resistere agli ostacoli e a rimanere concentrato sui fondamentali.

Diversi segnali conducono a un outlook incerto

Con il rallentamento dell'attività industriale a livello globale, aumentano le preoccupazioni circa una possibile recessione nel 2020. Sebbene la crescita tenda a moderarsi verso la fine di un ciclo economico, siamo convinti che gli eventi politici stiano aggravando il rallentamento. Pensiamo agli Stati Uniti: nonostante la robusta spesa per i consumi e un tasso di disoccupazione che è sceso fino al 3,5% (al minimo negli ultimi 50 anni), il sentiment imprenditoriale statunitense ha subito una forte contrazione nella seconda metà del 2019 a causa del calo delle esportazioni, dovuto allo stallo commerciale e alla riduzione della spesa in conto capitale (capex) delle imprese.

Non possiamo prevedere la traiettoria della guerra commerciale o di altri eventi politici che potrebbero condurre a duplici esiti (ad esempio, le elezioni presidenziali americane). Tuttavia, dal momento che la politica governativa diventa sempre più imprevedibile – con conseguenze variabili sulle industrie nel breve termine – riteniamo che la diversificazione sarà di particolare importanza per gli investitori azionari.

Riteniamo inoltre che sia fondamentale avere una conoscenza approfondita della capacità di un team di gestione di far fronte a questi eventi. Alcune imprese non si affidano all'economia solo per la crescita, piuttosto, stanno mettendo a punto prodotti innovativi, tramite la ricerca di sinergie tramite fusioni e acquisizioni oppure tramite la costruzione di reti di sicurezza. Le imprese che possono sfruttare questo tipo di leve potrebbero avere successo, indipendentemente dal contesto

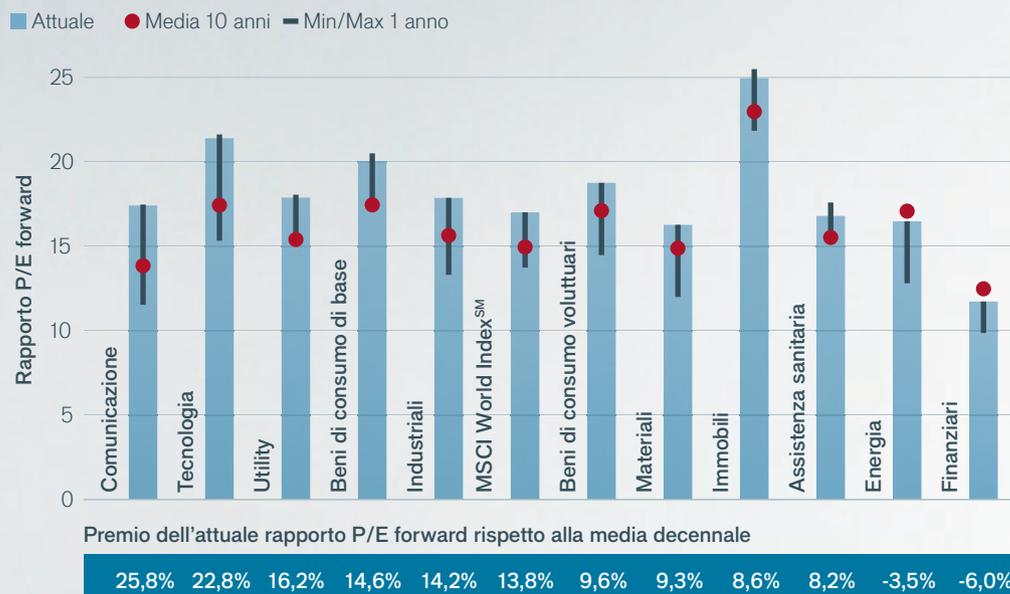
politico o economico. Allo stesso modo, molte imprese sono sempre più attente ai fattori ambientali, sociali e di governance (ESG), soprattutto perché la politica fiscale e le normative ambientali e sulla privacy sono fonte di cambiamento. A nostro avviso, le imprese che affrontano queste problematiche con attenzione potrebbero creare valore per gli azionisti nel lungo periodo

La crescita debole potrebbe innescare una risposta da parte dei governi.

Nel breve termine, il commercio globale rimane un tema dominante. Una svolta nei negoziati commerciali tra Stati Uniti e Cina potrebbe dissuadere l'eccesso di aspettative di guadagno nel 2020 e contribuire alla crescita delle azioni.

ALLEGATO 1: AZIONI GLOBALI RAPPORTI PREZZO/ UTILI (P/E)

In generale, molte azioni scambiano a premio rispetto alla loro media a lungo termine. Tuttavia, alcuni premi sono più elevati di altri, anche tra i settori a bassa crescita.



Fonte: Bloomberg. I dati sono settimanali a decorrere dal 25 ottobre 2019. I settori sono quelli dell'indice MSCI WorldSM. I P/E si basano sugli utili a termine, stimati su 12 mesi.

Al contrario, uno stallo dei negoziati commerciali potrebbe indurre le imprese a ridurre gli investimenti in conto capitale e le assunzioni. Consapevoli di quest'ultima eventualità, le banche centrali si sono spostate da politiche restrittive verso il taglio dei tassi e la ripresa dei programmi di acquisto di obbligazioni, mosse che sono finalizzate a rilanciare l'economia e che spesso favoriscono i titoli azionari.

Tuttavia, con i tassi già vicini ai minimi storici, se non già ai minimi, l'efficacia della politica monetaria potrebbe cominciare a diminuire. Il presidente uscente della Banca centrale europea (BCE), Mario Draghi, ha lasciato intendere proprio questo, quando ha affermato che è necessario uno stimolo di bilancio coordinato in tutta l'Eurozona per aumentare gli investimenti.

Ad oggi, la Federal Reserve (Fed) ha tagliato i tassi tre volte nel 2019 e, a ottobre, ha dichiarato che le prospettive di ulteriori tagli dipenderanno dalle assunzioni e dall'inflazione. Tuttavia, ci aspettiamo che la Fed allenterà la sua politica laddove le condizioni economiche dovessero indebolirsi. Altrove, alcuni governi stanno già adottando misure di stimolo fiscale. Il Ministro del Tesoro britannico, Sajid Javid, ha aumentato la spesa pubblica programmata per il periodo d'imposta 2020-2021 dell'importo maggiore degli ultimi 15 anni. Nel frattempo, il Giappone ha stanziato fondi per agevolazioni fiscali mirate, voucher per acquisti e opere pubblici, e ha dichiarato che potrebbero ricorrere a ulteriori stimoli fiscali nel caso in cui delle turbolenze globali minacciassero l'economia del paese.

Se questi sforzi saranno ripagati, le imprese cicliche, che fanno leva sul prodotto interno lordo (PIL), potrebbero beneficiarne. Storicamente, questi titoli spesso

ALLEGATO 2: VALUTAZIONE RELATIVA DELLE OBBLIGAZIONI/AZIONI



La politica monetaria espansiva ha reso le obbligazioni costose rispetto alle azioni, soprattutto di recente, e specie via via che un numero sempre maggiore di titoli di debito pubblico corrisponde rendimenti negativi.

Fonte: Bloomberg; i dati sono mensili e vanno dal 2 febbraio 2001 al 25 ottobre 2019 e riflettono lo "Yield to worst" dell'indice Bloomberg Barclays Global Treasury e la redditività degli utili dell'indice MSCI World SM. Per "Yield to worst" (YTW) si intende il rendimento più basso che un investitore può aspettarsi quando investe in un'obbligazione soggetta a rimborso anticipato (callable).

sopraperformano nelle ultime fasi del ciclo economico, in previsione di un intervento dei governi. Per di più, alcuni di questi settori attualmente scambiano a sconto sul mercato più ampio o rispetto alle loro medie a lungo termine, offrendo margine per un potenziale aumento. Senz'altro riteniamo che i temi secolari, tra cui la disruption tecnologica, l'ascesa del ceto medio nei mercati emergenti e l'innovazione sanitaria, potrebbero continuare a favorire le azioni che si collocano sul lato giusto di questi trend a lungo termine. Tuttavia, un rilancio dei titoli ciclici potrebbe aiutare a deconcentrare la recente sovraperformance azionaria.

Gli scambi "anti-momentum"

Un ampliamento della performance azionaria sarebbe positivo, a nostro avviso. Per gran

parte del 2019, gli investitori hanno premiato i titoli tradizionalmente difensivi, rilanciando di multipli, anche se la crescita del flusso di cassa libero è stata minima. Tuttavia, a settembre è iniziata una brusca rotazione, che ha visto un passaggio dai difensivi ai titoli ciclici finora trascurati. A nostro avviso, questo approccio "anti-momentum" rappresenta un importante cambio di sentiment: gli investitori non sono più disposti a pagare un sovrapprezzo in cambio della "sicurezza". Questo stesso trend è stato presente anche tra le società che emettono offerte pubbliche iniziali (IPO); alcune startup "unicorn" di alto profilo (startup private dal valore pari o superiore a 1 miliardo di dollari) nel 2019 hanno richiamato le IPO dopo che il mercato si è dimostrato restio a scommettere su una crescita non redditizia.

Dare un senso ai multipli azionari

I rapporti prezzo/utile (P/E) a termine di alcuni settori azionari globali si collocano ben al di sopra della media decennale, nonostante la debolezza della crescita negli ultimi cinque anni. Si tratta di settori tradizionalmente difensivi, come i beni di consumo di prima necessità, per cui fino a poco tempo fa gli investitori erano disposti a pagare molto di più in cambio della sicurezza. Per contro, alcuni settori con P/E a sconto o con premi più bassi hanno generato tassi di crescita più interessanti nello stesso periodo. Nel frattempo, la tecnologia scambia a premio, ma forse è per una buona ragione: il settore ha messo a segno la crescita più elevata in termini di utile d'esercizio.

CRESCITA DEGLI UTILI DI ESERCIZIO NEGLI ULTIMI 5 ANNI

-0.1% ▶ BENI DI CONSUMO DI PRIMA NECESSITÀ

3.4% ▶ BENI DI CONSUMO VOLUTUARI

4.4% ▶ FINANZIARI

8.0% ▶ MATERIALI

11.3% ▶ TECNOLOGIA

Fonte: Bloomberg. I dati sono basati sui settori dell'indice MSCI World dal 31 dicembre 2013 al 31 dicembre 2018.

A nostro avviso questo scetticismo è salutare. Sebbene le azioni comportano un rischio maggiore rispetto al debito sovrano dei mercati sviluppati, su base relativa i titoli azionari appaiono interessanti, a fronte di un indice MSCI All Country WorldSM che offre un rendimento del 5,4%, oltre 3 volte tanto il rendimento dei Treasury USA a 10 anni, e ben al di sopra del rendimento negativo del Bund tedesco a 10 anni.

In un'economia globale caratterizzata da novità dirompenti in campo tecnologico e incertezza politica, riteniamo cruciale identificare le imprese le cui valutazioni sono sostenute da bravi team di gestione, marchi consolidati e da una comprovata capacità di conquistare quote di mercato e/o di espandere i flussi di cassa liberi. Per alcune azioni, multipli bassi possono essere giustificati dalla disintermediazione in atto nel settore, mentre multipli più alti potrebbero riflettere la leadership di mercato vantata da una società e il suo rapido potenziale di crescita. Queste sfumature spesso fanno la differenza per i rendimenti a lungo termine di un portafoglio di investimento, ma possono essere trascurate durante i periodi di maggiore volatilità.

Trovare opportunità su scala globale

Riteniamo inoltre che gli investitori debbano diversificare a livello geografico. Nel 2019, le azioni statunitensi sono stati in testa rispetto alle azioni globali, favorite in parte dall'innovazione e dalla relativa buona salute dell'economia statunitense. Nel 2020, pensiamo che questo primato potrebbe estendersi a regioni in cui le valutazioni appaiono relativamente interessanti e in cui esiste un potenziale di crescita.

In Europa, il sentiment è stato particolarmente negativo a causa della Brexit e della guerra commerciale che ha colpito l'industria manifatturiera e le esportazioni, le quali contribuiscono in misura significativa al PIL dell'Eurozona. Tuttavia alcune previsioni pronosticano una svolta nella produzione industriale nel 2020, soprattutto in caso di miglioramento dei negoziati commerciali. Inoltre, a novembre la BCE ha ripristinato il suo programma di acquisto titoli. Questa liquidità dovrebbe contribuire a sostenere l'economia e a garantire la stabilità dei prezzi degli attivi, migliorando potenzialmente la fiducia degli investitori nei confronti dell'Europa.

Allo stesso tempo, la guerra commerciale sta reindirizzando il flusso degli investimenti e dei beni, e alcune regioni ne stanno beneficiando. Dal 2017 al 2018, gli investimenti greenfield della Cina nel resto dell'Asia in via di sviluppo sono aumentati di quasi il 200%, secondo un rapporto stilato dalla Asian Development Bank.² Nel frattempo, per i primi sei mesi del 2019, gli Stati Uniti hanno importato il 12% in meno dalla Cina su base annua, mentre le importazioni USA dal Vietnam sono aumentate del 33%, da Taipei del 20% e dal Bangladesh del 13%.

Tale crescita dovrebbe essere ponderata insieme ai rischi intrinseci degli investimenti in alcune economie in via di sviluppo, in cui le aziende statali possono essere costrette ad assecondare il fabbisogno militare nazionale e gli interessi degli azionisti di minoranza non sempre sono prioritari. A nostro avviso, c'è un'altra ragione per rimanere disciplinati nel mercato odierno e restare concentrati sui fondamentali anche il prossimo anno.



LEGGI DI PIÙ

LA SERIE “MARKET GPS: PROSPETTIVE D’INVESTIMENTO” INCLUDE ARTICOLI REDATTI DAI RESPONSABILI DELLE NOSTRE ASSET CLASS DI AZIONI, OBBLIGAZIONI E STRUMENTI ALTERNATIVI, NONCHÉ UNA COMMENTO RIASSUNTIVO.

Scopri tutto il numero Market GPS: prospettive d’investimento per il 2020 su JanusHenderson.com

I team d’investimento di Janus Henderson condividono regolarmente le proprie opinioni, ma sono liberi di esprimersi in autonomia sulle opportunità e i rischi del mercato. La sezione Insights del sito internet di Janus Henderson contiene i commenti dei singoli gestori di portafoglio, in linea con il nostro approccio “*Knowledge. Shared*”.

¹ Tutti i dati provengono da Bloomberg e sono aggiornati al 31 ottobre 2019, salvo indicato diversamente.

² Gli investimenti greenfield sono progetti in cui gli investitori avviano una nuova attività o espandono operazioni commerciali in territori stranieri.

Le presenti analisi sono valide alla data di pubblicazione. Le presenti informazioni vengono fornite per il solo scopo informativo e non costituiscono né sono da intendersi alla stregua di una consulenza finanziaria, legale o fiscale, né di una offerta di vendita, di una sollecitazione di un'offerta d'acquisto, né di una raccomandazione ad acquistare, vendere o detenere qualsiasi titolo, una qualsiasi strategia d'investimento o un qualsiasi settore di mercato. Il presente documento non fornisce, né direttamente né indirettamente, nessun servizio di gestione degli investimenti e non è da ritenersi specifico per le esigenze di nessun cliente in particolare. Pareri ed esempi sono da intendersi come un'illustrazione di tematiche più ampie, non come un'indicazione finalizzata alla negoziazione di titoli, e possono andare incontro in qualsiasi momento a modifiche, dovute a variazioni intervenute nel mercato o nelle condizioni economiche. Non vi è alcuna intenzione di indicare o sottintendere che qualsiasi esempio/caso illustrativo citato rientri, o rientrassi in passato, fra quelli detenuti in portafoglio. Nessuna previsione può essere garantita e non si fornisce alcuna garanzia in merito all'esattezza, alla completezza o alla tempestività delle informazioni fornite, né in merito alle risultanze desunte dal suo utilizzo. Nel redigere il presente documento, Janus Henderson Investors ha ragionevole motivo di fare affidamento sull'esattezza e la completezza di tutte le informazioni messe a disposizione da fonti pubbliche. Le performance passate non sono indicative di quelle future. Investire comporta dei rischi, fra cui la possibile perdita del capitale iniziale e l'oscillazione di valore.

Non tutti i prodotti o servizi sono disponibili in tutte le giurisdizioni. La distribuzione del presente materiale o delle informazioni in esso contenute può essere limitata a sensi di legge e pertanto se ne sconsiglia l'utilizzo nelle giurisdizioni o nelle circostanze che lo vietino. I contenuti del presente materiale non sono stati approvati né avallati da nessuna autorità normativa. Janus Henderson non può essere ritenuta responsabile di qualsiasi distribuzione illecita a terzi del presente materiale, in tutto o in parte, né per informazioni ricostruite dallo stesso.

Il presente materiale non può essere riprodotto, nella sua totalità o in parte, in qualsiasi forma, né citato come riferimento in qualsiasi altra pubblicazione senza l'esplicita autorizzazione scritta in tal senso. Le telefonate potrebbero essere registrate, per la nostra reciproca tutela, per migliorare l'assistenza clienti e per obblighi di conservazione ai sensi delle normative vigenti.

In Europa, emesso da Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors è il nome con cui vengono forniti i prodotti e i servizi d'investimento da Janus Capital International Limited (n. di reg. 3594615), Henderson Global Investors Limited (n. di reg. 906355), Henderson Investment Funds Limited (n. di reg. 2678531), AlphaGen Capital Limited (n. di reg. 962757), Henderson Equity Partners Limited (n. di reg. 2606646) (ciascuna registrata in Inghilterra e Galles all'indirizzo 201 Bishopsgate, Londra EC2M 3AE e regolamentata dalla Financial Conduct Authority) e da Henderson Management S.A. (n. di reg. B22848, registrata all'indirizzo 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Lussemburgo e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier). Negli Stati Uniti i servizi di consulenza sono erogati dalle società di consulenza finanziaria registrate presso la SEC operanti come controllate di Janus Henderson Group plc. In Canada, **i prodotti e servizi sono offerti esclusivamente a investitori istituzionali in determinate giurisdizioni da Janus Capital Management LLC.**

Emesso a (a) Singapore **da Janus Henderson Investors (Singapore) Limited, società autorizzata e regolamentata dall'autorità monetaria di Singapore.** Janus

Henderson Investors (Singapore) Limited numero di iscrizione al registro delle imprese 199700782N; destinato ad uso esclusivo da parte di investitori istituzionali, come specificato nella Sezione 4A del Securities and Futures Act, Singapore. Il presente documento promozionale o pubblicazione non è stato sottoposto a revisione da parte dell'Autorità monetaria di Singapore. (b) in Hong Kong da Janus Henderson Investors Hong Kong Limited, società autorizzata e regolata dalla Securities and Futures Commission, (c) in Taiwan R.O.C da Janus Henderson Investors Taiwan Limited, società autorizzata e regolata dalla Financial Supervisory Commission R.O.C. Pubblicato in modo indipendente da Janus Henderson Investors Taiwan Limited, Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Telefono: (02) 8101-1001. Numero di licenza SICE approvato 023, rilasciato nel 2018 dalla Financial Supervisory Commission, (d) in Corea del Sud da Janus Henderson Investors (Singapore) Limited. In Corea del Sud il presente materiale è pubblicato esclusivamente ad uso del destinatario, che alla ricezione del documento dichiara di essere un investitore professionale qualificato, (e) in Giappone da Janus Henderson Investors (Japan) Limited, società regolata dalla Financial Services Agency e registrata come Società di strumenti finanziari che esegue attività di gestione degli investimenti, consulenza agli investimenti e attività di agenzia, nonché attività con strumenti finanziari di tipo II, (f) in Australia e Nuova Zelanda da Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 561, AFSL 444266) e (g) in Medio Oriente da Janus Capital International Limited, società regolata dalla Dubai Financial Services Authority in qualità di ufficio di rappresentanza. In Medio Oriente non si condurrà alcuna transazione ed eventuali indagini saranno di competenza di Janus Henderson.

Per altri paesi/regioni APAC: il presente materiale è fornito al solo scopo informativo e non va distribuito a terzi o divulgato. Il presente materiale è destinato ai soli Investitori istituzionali (o investitori professionali/esperti/qualificati a seconda del termine applicabile nelle giurisdizioni locali).

Nota per i lettori di Cina (RPC), Africa e Colombia: Janus Henderson (a) non è approvata o autorizzata da né registrata presso la China Securities Regulatory Commission ai fini dello svolgimento dell'attività di gestione di investimenti o consulenza agli investimenti, né è autorizzata da qualsiasi altra autorità normativa della RPC per fornire servizi di gestione di investimenti o consulenza agli investimenti nel territorio della Repubblica Popolare Cinese (la "RPC") (che, a tal fine, non include le Regioni ad amministrazione speciale di Hong Kong e Macao né Taiwan). Janus Henderson Investors non rilascia alcuna dichiarazione e garanzia in merito alla conformità con le leggi della RPC. Il presente documento e le informazioni in esso contenute sono disponibili solo per determinati investitori istituzionali mirati nella RPC. (b) non è autorizzata in Sud Africa per scopi di marketing né è (c) autorizzata a commercializzare i propri prodotti e/o servizi in Colombia o ai suoi residenti, salvo laddove tale promozione o commercializzazione sia conforme alle disposizioni normative vigenti.

Destinato ai soli investitori professionali e istituzionali. Il presente materiale non può essere riprodotto o distribuito a soggetti diversi dal rispettivo destinatario.

Al di fuori degli Stati Uniti.: destinata ad uso esclusivo da parte di investitori istituzionali ed esperti, distributori qualificati, investitori e clienti wholesale secondo le rispettive definizioni di cui alle leggi applicabili. Non destinato alla consultazione o distribuzione al pubblico.

Janus Henderson, Janus, Henderson, e Knowledge. Shared e Knowledge Labs sono marchi commerciali di Janus Henderson Group plc o di una delle sue controllate. © Janus Henderson Group plc.