

# ADVISOR

NEWSMAGAZINE DELLA  
CONSULENZA FINANZIARIA

*Cina,  
Grecia e Fed  
rivoluzionano  
i mercati.  
I gestori  
prendono le  
contromisure*

# LA GRANDE SFIDA

Paolo Federici,  
Fidelity Worldwide  
Investment

anno XI - n. 9  
settembre 2015 - 7 euro

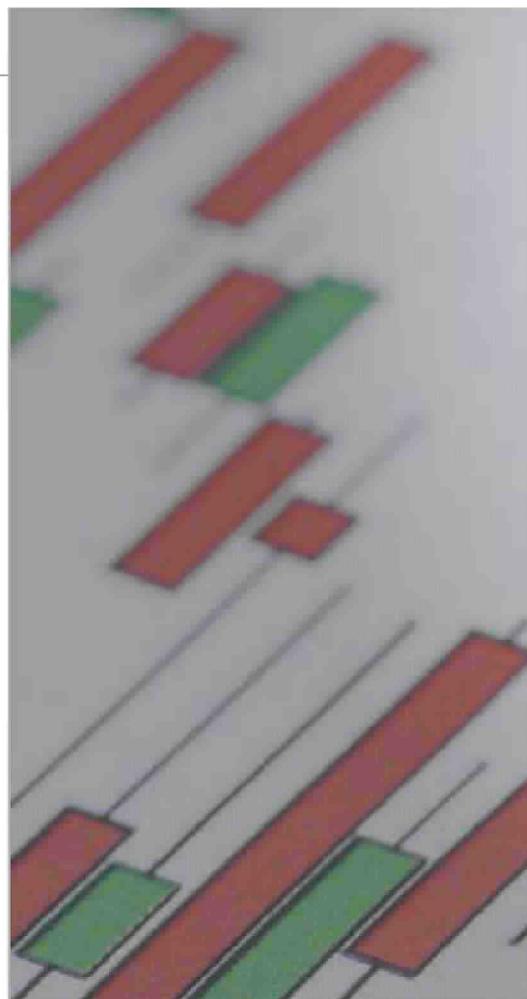


## — COVERSTORY —

a cura  
della Redazione  
di ADVISOR

Cina, Grecia, Fed, materie prime, geopolitica. Le variabili da gestire per la fine del 2015 sono diverse, ma i gestori si dichiarano pronti ad affrontare la grande sfida dei nuovi mercati. Una prova che mette in secondo piano i tradizionali “fondamentali”

**L**e incognite da qui a fine anno non mancano: Cina, Grecia, Fed, *commodity*. Eppure i gestori, pur consapevoli dell'aumento della volatilità per l'ultimo quarto del 2015, sembrano accomunati da un ottimismo di fondo che li porta a vedere il bicchiere mezzo pieno. Soprattutto se si parla di mercati azionari. E in vetta alle preferenze dei fund manager spiccano Europa e Giappone. Sono queste alcune delle evidenze emerse dall'edizione speciale del **Barometro di ADVISOR**. Un'edizione nella quale abbiamo chiesto ai vari gestori quali sono i principali rischi che vedono da qui al 2015? E quali sono le *asset class* che potranno beneficiare nei prossimi mesi di una fase di rialzo (o di ribasso)? Le divergenze tra *fund manager* non mancano (nelle pagine successive è possibile leggere un estratto delle opinioni di molti dei gestori che hanno partecipato al sondaggio e visionare i risultati completi del Barometro di ADVISOR, ndr), ma su un punto sembrano essere tutti d'accordo: per chi cerca il rischio azionario meglio l'Europa, questo il parere dell'89% degli intervistati. E la Fed, entro la fine del 2015, alzerà i tassi, con un inevitabile aumento della volatilità e l'avvio di una nuova fase di mercato. La grande sfida per i *fund manager* sarà quella di non perdere di vista i fondamentali sotto il fuoco incrociato di Banche Centrali e decisioni politiche.



## BAROMETRO ADVISOR

	Trend in rialzo	Trend stabile	Trend in ribasso
Azionario Italia	81%	19%	0%
Azionario Europa	89%	11%	0%
Azionario USA	19%	67%	15%
Azionario emergenti	7%	50%	43%
Obbligazionari Italia	31%	42%	27%
Obbligazionari Europa	14%	61%	25%
Obbligazionari USA	0%	26%	74%
Obbligazionari emergenti	30%	33%	37%
Materie prime	4%	54%	42%
Tassi BCE	0%	100%	0%
Tassi FED	76%	20%	4%
Cambio euro/dollaro	11%	18%	71%

Fonte: dati raccolti dalla redazione di ADVISOR. Sondaggio chiuso il 21 agosto 2015. Società partecipanti al sondaggio: AcomeA SGR, Ambrosetti AM SIM, Amundi AM, AXA IM, Banor Capital, BNP Paribas IP, BNY Mellon, CFO SIM, Columbia Threadneedle, FIA AM, Financière de l'Échiquier, Franklin Templeton Investments, GAM Italia SGR, Goldman Sachs AM, HSBC Global AM, Janus Capital, JP Morgan AM, La Française AM, M&G Investments, Petercam IAM, Schroders Italy SIM, Sofia SGR, Standard Life Investments, State Street Global Advisors, Tendercapital Ltd, UBP, Vontobel, WisdomTree Europe, Zenit SGR.



# Quattro mesi di fuoco per i fund manager

**Amundi AM**

## LA CINA PREOCCUPA PIÙ DELLA GRECIA

L'attuale rimbalzo macroeconomico europeo e il recupero della crescita sia in Giappone sia negli USA appaiono destinati a proseguire nell'ultima parte dell'anno, mantenendo uno scenario di base favorevole agli attivi che offrono premi al rischio. L'area euro è sostenuta dalle migliorate condizioni finanziarie interne ed esterne: tra queste citiamo l'effetto positivo sull'export proveniente dal deprezzamento dell'euro, la riduzione degli spread di finanziamento nei paesi periferici e il graduale recupero dei volumi di credito bancario a famiglie e imprese. Il venir meno dei rischi legati alla questione greca e la determinazione della BCE nel proseguire sulla strada dell'allentamento quantitativo sono altri fattori che contribuiranno a mantenere contenuto il rischio sistemico e la volatilità dei mercati europei. Tra gli attivi che offrono un potenziale attraente, citiamo i prodotti a spread, inclusi i titoli periferici, e l'azionario area euro e nipponico. Tra i rischi alla crescita globale, permane quello legato ad un rallentamento maggiore rispetto alle attese della Cina.

**AcomeA**

## MEGLIO MADE IN ITALY O JAPAN

Per quanto riguarda l'equity abbiamo un atteggiamento di cautela. Prediligiamo l'Italia, al cui interno abbiamo un sovrappeso verso i settori finanziario e *telecom*, e il Giappone dove siamo in leggero sovrappeso sui titoli *IT* e *industrials*. Siamo sottopesati verso l'equity USA. Sui mercati emergenti, che non privilegiamo, siamo in sovrappeso su Cina e Russia.

Sull'obbligazionario continuiamo a non avere esposizione verso i Titoli di Stato core dell'Area Euro e a mantenere una bassa duration in vista di eventuali opportunità che potrebbero profilarsi al margine della crisi greca. Manteniamo il focus sulle obbligazioni governative emergenti quali Brasile, Turchia, Indonesia, Messico, Sud Africa e Russia sia in valuta locale sia in euro.

**Alessandro Allegri - Ambrosetti AM SIM**

## NON PERDIAMO L'OTTIMISMO

Per l'ultimo quadrimestre dell'anno ci attendiamo un quadro sostanzialmente positivo sui mercati azionari con condizioni strutturali che si confermano favorevoli a un miglioramento del ciclo economico e finanziario. Le fragilità che hanno generato aumenti di volatilità e improvvise discese potranno affievolirsi nell'ultima parte dell'anno

in modo da ricreare le condizioni ideali di ripresa del percorso rialzista. Rimaniamo in particolare positivi sull'area Euro e riteniamo che interessanti opportunità di investimento saranno presenti sui titoli italiani. Atteggiamento neutro positivo verso l'azionario americano per il quale si stima un andamento privo di particolari stimoli o preoccupazioni.

## — COVERSTORY —

Marco De Micheli - AXA IM

**MENO A-SHARE IN PORTAFOGLIO**

L'Euro Summit del 12-13 Luglio ha sancito il terzo salvataggio della Grecia riducendo il rischio Grexit, il che fa propendere per un ritorno al sovrappeso azionario, finanziato da una riduzione della liquidità. Il recente ribasso del mercato cinese non ha ancora toccato i minimi, e restiamo in sottopeso di A-Share. Tale debacle finanziaria non sembra tuttavia poter

influenzare più di tanto la domanda domestica (i cinesi detengono in media solo il 3% del loro patrimonio in azioni locali); potrà al contrario manifestarsi un effetto di contagio sul resto del continente asiatico. Nel reddito fisso le attese di rialzo dei tassi US fanno propendere per un sottopeso di Treasury a favore di Bund e periferici Euro in termini tattici.

Lorenzo Bombarda - Banor Capital

**COMMODITIES ANCORA SOTTOVALUTATE**

L'Europa continuerà a crescere sulla spinta della soluzione della crisi greca e del Quantitative Easing, e pensiamo ci sia ancora molto valore da estrarre dagli investimenti. In particolare seguiamo con attenzione il mercato italiano per le valutazioni tuttora favorevoli di molti titoli nonostante la crescita già notevole dell'indice da inizio anno.

Sul fronte cinese, in risposta alla recente volatilità dei mercati azionari che ha in parte destabilizzato la fiducia degli investitori cinesi e non, sono attese molte e importanti riforme che dovrebbero ridare nelle intenzioni del governo nuovo impulso a consumi e investimenti. Le commodities infine sembrano destinate a rimanere sottovalutate per qualche tempo.

Massimo Terrizzano - BNP Paribas IP

**USA E GIAPPONE GUIDANO L'EQUITY**

Superato il momento più critico del salvataggio della Grecia, gli investitori sono tornati a focalizzare la loro attenzione sui fondamentali: economia, tassi e utili aziendali. In un contesto di politica monetaria ancora accomodante e di bassi tassi d'interesse abbiamo deciso di sovrappesare gli investimenti azionari, nonostante l'andamento incerto della crescita economica e le difficoltà incontrate da molte società a migliorare gli utili.

Sotto il profilo geografico, il maggior peso azionario è andato a beneficio di USA e Giappone, ritenendo che la corsa dei mercati europei abbia già scontato la maggior parte delle buone notizie e che i mercati emergenti siano esposti al rischio di un rallentamento della crescita. A livello obbligazionario l'unico settore dove vi sono margini di miglioramento è quello delle emissioni *corporate high yield*.

Marco Palacino - BNY Mellon IM

**IL MAGGIORE RISCHIO? ESSERE "DIREZIONALI"**

I mercati azionari e obbligazionari attraverseranno probabilmente nuove fasi di volatilità accentuata. La Grecia resta un'incognita ma, se i rischi geopolitici in Europa dovessero attenuarsi, l'attenzione degli investitori si sposterà sulla stretta alle politiche monetarie della Fed. I rischi principali per gli investitori italiani derivano dalla necessità di correggere in corsa le strategie di investimento direzionali, in uno scenario in cui la liquidità va scemando, le probabilità di ribassi improvvisi sono elevate e i profitti sono difficili da catturare. Le strategie a ritorno assoluto, che sono progettate per ridurre gli effetti negativi della volatilità e per offrire ritorni decorrelati dall'andamento dei mercati, permettono già ora di coniugare in maniera interessante gli obiettivi di ricerca del rendimento e di protezione dai rischi eccessivi.

Roberto Bragiotto - CFO SIM

**BOND, OPPORTUNITÀ DALL'HIGH YIELD EUROPEO**

Non siamo ribassisti in senso assoluto sul mercato USA ma riteniamo che l'avvio del percorso di normalizzazione sui tassi sarà associato ad una maggiore volatilità. Restiamo positivi sull'azionario europeo che, superato lo stallo per la crisi greca, si avvantaggerà dei progressi sull'accesso al credito e dell'indebolimento dell'euro. Continuiamo a ritenere che ci siano prospettive favorevoli per il mercato azionario giapponese. Al contrario non riteniamo interessante un posizionamento sui mercati emergenti globali. Nell'obbligazionario, in un mercato dove le correlazioni tra le varie asset class sono fortissime, l'unica vera alternativa sembra la liquidità. L'*high yield* europeo offre con questo scenario macroeconomico le migliori opportunità di rischio rendimento.

Mark Burgess - Columbia Threadneedle Investments

**LA SVOLTA ARRIVA CON LA FED**

Gli Stati Uniti sono passati in secondo piano nelle ultime settimane, ma dalla presidente della Fed Janet Yellen è giunto il segnale finora più chiaro che gli aumenti dei tassi negli USA potrebbero verificarsi già a settembre: sembra che la Fed sia pronta al decollo. Restiamo sovraesposti alle azioni nell'ambito

dei portafogli multi-asset, ma abbiamo ridimensionato la nostra esposizione azionaria al fine di contenere il rischio. In ambito azionario, continuiamo a sovrappesare Giappone, Regno Unito, Europa e Asia (Giappone escluso), mentre confermiamo il sottopeso su Stati Uniti e

mercati emergenti. Per quanto riguarda il reddito fisso, riteniamo che il rendimento aggiuntivo offerto dalle emissioni investment grade rispetto ai titoli sovrani (130 pb per le obbligazioni societarie USA di alta qualità) sosterrà questa classe di attivi vista la mancanza di alternative chiare.

## — COVERSTORY —

Ingo Werner - FIA Asset Management

**IL RITMO LO DETTA L'AMERICA**

La parte conclusiva del 2015 sarà guidata dal rialzo tassi USA e dalle conseguenze a questo imputabili: tassi USA, cambio Eur/Usd, cambio Usd vs valute emergenti e potenziale impatto sui tassi guida Core. La tempistica di tale rialzo, subito a settembre come indicato dalla maggior parte degli esperti oppure

posticipata verso dicembre, detterà i movimenti degli investimenti legati ai vari asset. Sullo sfondo lo spettro della situazione in Cina da valutare con attenzione. Al momento restiamo positivi sull'*equity* europeo e su quello giapponese. Riteniamo che il debito governativo europeo,

soprattutto periferico, dovrebbe continuare a beneficiare del miglioramento dell'economia della zona Euro, anche grazie alle riforme che alcuni Paesi (Italia, Francia in primis) stanno mettendo in piedi per migliorare la propria competitività, nonché dal protrarsi degli stimoli monetari derivanti dal QE della BCE.

**Massimo De Palma - GAM (Italia) SGR  
DIAMO SPAZIO  
ALLE ALTERNATIVE**

Da un lato all'interno dell'area Euro la crisi greca ha messo in dubbio la sostenibilità di lungo termine del progetto di divisa comune, dall'altro il rallentamento dei Mercati Emergenti è emerso con particolare evidenza, dati i problemi concomitanti attraversati da Cina, Russia e Brasile. Ulteriore volatilità è naturale conseguenza delle aspettative altalenanti sulla tempistica dei primi rialzi della Fed. Riteniamo che lo scenario di mercato rimarrà volatile e vulnerabile rispetto al deterioramento di alcune delle variabili presentate. Nel confermare la preferenza già accordata in passato alle azioni rispetto alle obbligazioni, assegniamo un peso significativo alle strategie alternative (*long/short azionari, prodotti a rendimento assoluto obbligazionari*), con l'obiettivo di ridurre la sensibilità rispetto ad eventuali correzioni di mercato.

**Marc Craquelin - La Financière de l'Echiquier  
L'EUROPA È FOCOLAIO DI OTTIMISMO**

Una volta dissolti i timori legati alla Grecia, gli investitori torneranno a concentrarsi sui buoni fondamentali della zona euro, in particolare la ripresa della crescita economica e le revisioni degli utili societari. Il contesto macroeconomico incita a privilegiare le azioni europee. Questa asset class è già valutata correttamente, ma dovrebbe continuare a offrire

ottime opportunità nei prossimi mesi. Il ritorno di fusioni e acquisizioni e la forte ripresa delle IPO in Europa negli ultimi 18 mesi puntano in questa direzione. L'universo obbligazionario suggerisce cautela. Ma se ci teniamo a distanza dal debito sovrano e rimaniamo investiti con convinzione e selettività nei bond corporate di breve termine, il rendimento è interessante.

**Pierluigi Ansuinelli - Franklin Templeton Investments  
RITORNA L'AMERICA. E LA VOLATILITÀ**

Per la seconda parte dell'anno è ragionevole attendersi una ripresa delle dinamiche di crescita negli Stati Uniti e soprattutto in Area Euro e Giappone. La novità potrebbe essere che i mercati finanziari inizieranno a individuare nella crescita economica (non solo USA) il vero elemento di spinta per un rialzo graduale dei tassi, con conseguente rotazione nell'allocazione dei portafogli

sebbene in un contesto di maggiore volatilità. L'attuale ciclo economico globale ha una durata e un'evoluzione anomala rispetto ai dati medi storici. Le gestioni multi-asset consentono di estrarre valore da molteplici fonti sia tradizionali (*azioni e obbligazioni*) sia alternative (*relative value, event driven, long/short equity, global macro, matene prime, real estate*).

**HSBC Global AM  
NEL LUNGO PERIODO  
MEGLIO RISCHIARE**

La crescita economica sta recuperando per quanto riguarda i Paesi sviluppati, soprattutto USA e Eurozona. Poiché l'economia statunitense sta mostrando segnali di recupero, dopo i dati del primo trimestre abbastanza deboli, e poiché la situazione collegata alla Grecia si è stabilizzata, almeno temporaneamente, è probabile che la Fed aumenti i tassi d'interesse entro quest'anno, almeno gradualmente. Il dollaro ha continuato a rafforzarsi, anticipando l'aumento dei tassi negli USA. E ciò ha spinto verso il basso il prezzo delle materie prime, facendo segnare i livelli minimi e tenendo l'inflazione su bassi livelli. Nel lungo periodo continuiamo a preferire le attività rischiose come le azioni dei Paesi sviluppati e emergenti, i titoli del credito *high yield* e il debito emergente rispetto alle obbligazioni governative dei Paesi sviluppati.

**Loredana La Pace - Goldman Sachs Asset Management (GSAM)  
EUROPA E GIAPPONE PIÙ VELOCI**

Guardiamo con ottimismo al quarto trimestre del 2015. L'allentamento della politica monetaria in Europa e Giappone potrebbe rilanciare queste economie, mentre la stabilità dei prezzi nel settore energetico e altri fattori, continueranno a stimolare il consumo degli USA. Cominceremo a vedere la prova effettiva di riforme strutturali - dai cambiamenti di *corporate governance* in Giappone alle riforme in India - che potrebbero portare a una forte crescita

dei guadagni e valutazioni più elevate in queste regioni. È probabile che l'azionario globale torni leggermente al di sotto della media di lungo periodo dell'8-10%. Nel complesso l'economia USA crescerà ad un ritmo superiore rispetto agli altri mercati sviluppati, ma politica monetaria espansiva, valute deboli e possibilità di una maggiore crescita degli utili societari potrebbero dare ai titoli europei e giapponesi migliori chance di sovraperformare.

**Maria Paola Toschi - JP Morgan Asset Management**  
**MIGLIORANO I FONDAMENTALI**

Gli eventi in Grecia e in Cina hanno offerto elementi di preoccupazione che potrebbero perdurare. La situazione greca è sotto controllo ma restano molti temi aperti e la instabile situazione politica potrebbe generare tensioni. I mercati cinesi continuano a essere volatili e a mostrare rischi di ipercomprato. Nella restante parte dell'anno c'è, poi, l'attesa per un

primo rialzo dei tassi USA, il primo dal 2006. La volatilità potrebbe continuare a interessare i mercati. Per questo riteniamo che diversificare sia più importante che mai. I tassi potrebbero cominciare ad alzarsi in USA e UK. Ma il miglioramento dei fondamentali economici continuano a offrire opportunità in diverse aree tra cui Europa, Giappone e Stati Uniti.

**Gilles Seurat - La Française**  
**POCO VALORE DAGLI STATI UNITI**

Il contesto globale resta caratterizzato dall'aumento del ruolo delle banche centrali nei paesi sviluppati, la BCE e la BOJ hanno preso il testimone dalla Fed. Questo stimolo monetario dovrebbe continuare ad agire a supporto dei mercati rischiosi (azionario e credito) sempre in un contesto di bassa inflazione. A livello regionale, la zona Euro resta favorita

da parte nostra. Nell'attesa che il paziente greco faccia una ricaduta, molti indicatori sono positivi: l'Euro è debole, le materie prime sono in calo, i tassi sono bassi. Al contrario, non vediamo valore nelle azioni americane. Sui mercati obbligazionari, vediamo delle opportunità nella compressione degli spread sulla zona periferica Europea contro la Germania.

**Andrea Orsi - M&G Investments**  
**GERMANIA, ITALIA E SPAGNA IN POLE**

Riteniamo che il contesto macroeconomico globale rimarrà favorevole anche nei prossimi mesi e sarà caratterizzato da maggiori livelli di volatilità che porteranno interessanti opportunità di investimento. Per quanto riguarda il mercato azionario, continuiamo a preferire l'Europa rispetto agli Stati Uniti. In particolare, in Germania, Italia e Spagna ci aspettiamo una crescita degli utili delle aziende,

mentre negli Stati Uniti adottiamo un approccio più cauto e attento per via delle valutazioni troppo care e preferiamo, quindi, il settore delle banche e della tecnologia. Sul fronte del reddito fisso, riteniamo poco allettanti molte aree dei mercati dei titoli di Stato *mainstream*, poiché offrono livelli di rendimento estremamente bassi e hanno reso i precedenti "titoli rifugio" troppo rischiosi.

**Patrick Moonen - NN IP**  
**MOLTE LE DIVERGENZE TRA I MERCATI**

Ci aspettiamo più divergenza regionale tra mercati emergenti e sviluppati e tra USA/ Regno Unito e resto del mondo. La crescita degli utili è in gran parte concentrata nella zona euro guidata da un euro debole e margini più elevati. Un secondo punto è la divergenza di politica monetaria. La tempistica esatta può essere incerta, ma la Fed, e anche la BoE, potrebbe alzare i tassi di interesse prima della fine dell'anno. Ciò potrebbe avere un impatto frenante sui multipli delle valutazioni.

Così, mentre non prevediamo un rialzo dei mercati azionari USA e restiamo cauti sui mercati emergenti, siamo più ottimisti su zona euro e Giappone. A livello di bond governativi, ci aspettiamo un modesto rialzo spinto dalla politica monetaria e da un rafforzamento dell'economia. Infine, prevediamo un apprezzamento del dollaro contro la maggior parte altre valute.

**Yves Ceelen - Petercam**  
**INNERVOSITI DAL DRAGONE**

Continuiamo a preferire le azioni alle obbligazioni. Tuttavia, abbiamo ridotto il sovrappeso in azioni, poiché temiamo che la crisi greca possa avere un impatto sull'economia europea e la volatilità del mercato azionario cinese ha innervosito gli investitori. Tuttavia, bisogna chiedersi cosa accadrà quando la Banca centrale europea ridurrà progressivamente gli stimoli monetari. La situazione in termini di liquidità per le obbligazioni societarie in Euro sia di qualità sia *high yield* è preoccupante. Quanto all'azionario statunitense, la crescita degli utili dovrebbe recuperare. Le valutazioni azionarie, inoltre, stanno diventando un fattore negativo in alcune aree, mentre le obbligazioni non sono a buon mercato.

**Donatella Principe - Schroders Italy SIM**  
**ANCORA LONTANI DAI VALORI PRE-CRISI**

Sebbene il ciclo economico globale resti in positivo, continuiamo a vivere un contesto di debole ripresa economica, con la crescita mondiale che resta al di sotto dei valori pre-crisi. L'America continua ad agire da traino della ripresa globale, ma in un contesto generale che si conferma deflazionistico.

L'Europa da una parte mostra segnali di riaccelerazione ciclica, dall'altra continua a essere condizionata dalla crisi dei debiti sovrani, che vede nella Grecia l'attuale fattore d'instabilità. Le elezioni politiche di Spagna e Portogallo saranno un importante test. Sul fronte dei mercati la preferenza continua a

essere per le azioni, con una progressiva rotazione a favore di USA e Giappone, e a discapito di UK ed Emergenti. Si confermano deboli le prospettive dei bond, con l'eccezione in Europa per paesi core come la Germania. Il debito emergente rischia di subire i contraccolpi della volatilità indotta dalla Fed.

## — COVERSTORY —

Sofia SGR

**QUANTE INCOGNITE  
PER L'EUROZONA**

Sono diversi i *catalyst* che nei prossimi mesi andranno a influenzare l'andamento dei mercati. Il primo grande driver epocale sarà l'utilizzo delle leve di *policy* da parte della Fed, che il consensus pensa inizierà ad aumentare i tassi a partire da settembre con ritmo controllato. Al di qua dell'Atlantico, e in particolare in Spagna e Regno Unito, abbiamo importanti segnali di tensione politica che si potrebbero concentrare negli ultimissimi mesi dell'anno: elezioni generali in Spagna e avanzamento sulle discussioni di un'eventuale uscita del Regno Unito dall'UE. Senza contare un possibile ritorno della questione ellenica. Nonostante ciò, le prospettive di crescita economica dell'Eurozona rimangono positive e per questo il nostro giudizio è sostanzialmente positivo.

Jean-Sylvain Perrig - UBP  
**UNA NORMALITÀ  
GONFIATA**

La crescita moderata sembra essere ormai indissolubilmente legata a tassi di riferimento sullo 0%, bilanci delle banche centrali gonfiati dagli asset finanziari e liquidità in espansione. Dall'ultima crisi, la percezione della "normalità" è radicalmente mutata: la somministrazione continua di ossigeno all'economia mondiale appare del tutto "naturale". Sotto l'effetto degli acquisti della BCE, la liquidità sui mercati obbligazionari si è prosciugata e i rendimenti sono precipitati su livelli ingiustificati rispetto ai fondamentali nel primo trimestre. Nonostante la successiva ripresa, il 30% delle obbligazioni dei paesi "core" europei presentava rendimenti negativi. Le borse dei paesi sviluppati offrono tuttora le migliori opportunità. Continuiamo a credere nelle azioni del tecnologico e della salute.

Andrew Milligan - Standard Life Investments

**ATTENTI AI MERCATI A RISCHIO BOLLA**

A livello di equity preferiamo Europa e Giappone che beneficiano di una ripresa ciclica nelle loro economie, le banche centrali puntano a creare le condizioni per il deprezzamento della moneta, i sistemi bancari sono più sani e, in Giappone, un cambiamento di *corporate governance* spinge numerose aziende a migliorare il loro *return on equity*. A livello di *bond*, abbiamo riportato a livello neutrale la

sovrapposizione su *corporate bond* e debito emergente. Ci sono, però, segnali che in un mondo caratterizzato da rallentamento dell'attività economica, bassi tassi di interesse e interventi delle banche centrali, alcuni mercati si trovino all'inizio di una bolla. L'esempio più evidente è stata la Cina, ma anche i prezzi degli immobili residenziali in città come Londra, e dei governativi sono decisamente gonfiati.

Danilo Verdecanna - State Street Global Advisors

**UNA SFIDA TRA BANCHE CENTRALI**

L'andamento dei mercati azionari sembra sempre più guidato dalle politiche monetarie, piuttosto che dai *trend* macroeconomici e dai fondamentali. Durante il 2015, si è innescata una vera e propria competizione tra Banche Centrali: la BCE, la Banca Popolare Cinese, la Banca Centrale Canadese, la Banca del Giappone e quella australiana hanno tutte o allentato la politica monetaria o incrementato le

misure già in essere. La Fed ha mantenuto il corretto approccio di monitoraggio dei dati provenienti dall'economia, legando il rialzo dei tassi a un loro miglioramento. Probabile che la Fed possa alzare i tassi di 25/50bps entro la fine del 2015. Data tale futura divergenza, riteniamo che le azioni europee possano offrire rendimenti più alti di quelle americane. Sul lato *bond* rimaniamo sottopesati in area euro.

Tendercapital

**FED, RIALZO PIÙ LENTO DEL PREVISTO**

I prossimi 4 mesi saranno caratterizzati da interessanti opportunità di acquisto sui mercati azionari europei e americani create da un mercato estivo che volatile e tendenzialmente laterale-ribassista a causa delle preoccupazioni sul *soft o hard landing* dell'economia cinese. Inoltre rimangono le incertezze circa il rialzo dei tassi di interesse in USA che secondo la *view* di Tendercapital potrebbe essere più lento del previsto spingendo il *cross* Eur/Usd in area 1,15/1,20 per fine anno

rafforzando i prezzi delle materie prime dagli attuali minimi e facendo materializzare la necessaria inflazione per una crescita sostenibile dell'economia sia europea sia americana ponendo le premesse per un *rally* azionario di fine anno, uno *steepening* di curva dei governativi con il Bund decennale in graduale ma costante discesa a livello di prezzi e rendimenti in salita fino all'1% fermo restando gli attuali *spread* dei paesi periferici.

Vontobel

**USA, CINA E COMMODITIES: ECCO I DRIVER DEI PROSSIMI MESI**

Il proseguimento del cammino di crescita dell'economia globale, la politica monetaria degli Stati Uniti, la debolezza delle *commodity* e il rallentamento dell'economia cinese rimangono i driver principali dei prossimi mesi. Lo scenario globale, caratterizzato da miglioramenti delle

dinamiche economiche delle tre economie più sviluppate (Stati Uniti, Giappone e la zona Euro, G3), da forti utili societari e da un'abbondante liquidità, rimangono fattori di grande supporto per il mercato azionario. In particolare, l'Eurozona ha buone potenzialità di crescita. Negli USA

l'ormai prossimo rialzo dei tassi potrebbe essere una fonte d'incertezza, ma complessivamente la *view* rimane positiva sull'azionario. Se da un lato manteniamo il sovrappeso nelle azioni dall'altro abbiamo un notevole sottopeso nei titoli di Stato sicuri.