

T.RowePrice®

Outlook

di Mercato 2020

SENTIRSI A PROPRIO AGIO
NEL DISAGIO DEI MERCATI



INVEST WITH CONFIDENCE®

ESCLUSIVAMENTE PER CLIENTI PROFESSIONALI. ULTERIORE DIFFUSIONE NON AMMESSA.

Nonostante gli indicatori economici globali sembrano essersi stabilizzati nella seconda metà del 2019, gli investitori dovranno cercare di sentirsi “a proprio agio nel disagio” per trovare opportunità nel 2020.

Questo Outlook di Mercato si concentra sui quattro trend che i nostri esperti ritengono plasmeranno i mercati nel corso dell'anno.



Punti Chiave

Nonostante l'outlook 2020 resti cauto, l'espansione monetaria da parte delle banche centrali sembra aver avviato l'economia globale su una fase di reflazione.

I rendimenti bassi o negativi presentano un rischio di duration per i titoli di stato. Potenziali opportunità si possono ancora trovare sulle obbligazioni corporate e su altri settori del credito.

Ci aspettiamo che la tecnologia prosegua la sua azione di disruption sui settori globali. Per esempio, la discesa dei costi delle energie rinnovabili ha trasformato molte utility in società con utili in crescita.

Gli eventi geopolitici, come le elezioni presidenziali statunitensi, la guerra commerciale, la Brexit e le rivolte a Hong Kong, potrebbero funzionare da inneschi che potrebbero riaccendere la volatilità di mercato nel 2020.

Guardando al 2020, i vertici dei team di investimento di T. Rowe Price ritengono che i mercati globali dei capitali dovrebbero essere supportati da una continua crescita economica e da tassi di inflazione bassi ma stabili. Tuttavia, gli esperti ammoniscono che un certo numero di rischi potrebbe innescare volatilità sul mercato, tra cui le incognite politiche, il rallentamento della crescita degli utili e i potenziali eccessi nelle valutazioni.

Gli investitori dovranno cercare di sentirsi “a proprio agio nel disagio” per poter sfruttare interessanti opportunità potenziali, come afferma Justin Thomson, chief investment officer (CIO), equity.

David Giroux, CIO, equity and multi-asset, ritiene che molto dipenderà dalla possibilità che la riaccelerazione economica che i mercati azionari si aspettano nel 2020 si verifichi o meno.

In tempi di disruption diffusa, un’attenta selezione dei titoli sostenuta dalla ricerca sui fondamentali resterà un elemento critico, aggiunge Giroux.

Dopo un 2019 stellare, per i mercati del debito potrebbe essere più impegnativo riuscire a progredire ulteriormente, secondo Mark Vaselkiv, CIO, fixed income. Anche una modesta marcia indietro dei rendimenti nel 2020 potrebbe erodere significativamente i ritorni.

In un contesto di tassi bassi o addirittura negativi—dice Vaselkiv—“pensiamo che la giusta combinazione di prestiti bancari, obbligazioni high yield e corporate bond emergenti abbia ancora senso”.

Anche se nel 2019 le difficoltà erano più forti sui mercati non statunitensi, sono comunque visibili segnali di stabilizzazione, secondo Thomson. Le azioni di paesi emergenti appaiono quelle meglio posizionate per beneficiare della reflazione globale, aggiunge Thomson. “I mercati emergenti sono una asset class ciclica e dovrebbero comportarsi meglio in un tale contesto”.



DAVID GIROUX
Chief Investment Officer,
Equity and Multi-Asset



JUSTIN THOMSON
Chief Investment Officer,
Equity



MARK VASELKIV
Chief Investment Officer,
Fixed Income

Sfide alla crescita globale

I rinnovati sforzi da parte della Federal Reserve (Fed) e di altre banche centrali per sostenere l'economia globale con politiche monetarie accomodanti sembrano aver funzionato ora alla fine del 2019, ponendo potenzialmente le basi per una riaccelerazione della crescita economica nel 2020.

"Penso che abbiamo ragionevolmente compreso che le aspettative di crescita e di inflazione stanno raggiungendo il loro punto più basso", dice Thomson. Ecco alcuni segnali che lo dimostrano:

- Alla fine di novembre gli indicatori su manifattura ed esportazioni sembravano in fase di stabilizzazione.
- Anche i prezzi del rame – tradizionalmente un segnale chiave dell'attività industriale globale – sono risaliti.
- La curva dei rendimenti dei Treasury statunitensi, che si è brevemente invertita ad agosto sul segmento tra i 2 e i 10 anni, è tornata su un'inclinazione positiva.

Questi segnali non vogliono dire che l'economia globale sia del tutto su un terreno solido, avverte Vaselkiv. Un grave shock politico o finanziario potrebbe potenzialmente innescare una nuova recessione. "Potremmo essere a un punto di svolta, in cui qualche genere di catalizzatore o di crisi potrebbe portare l'economia mondiale alla recessione".

Economia USA

Alla fine del 2019, l'economia degli Stati Uniti è rimasta in espansione, ampiamente sostenuta dalla spesa dei consumatori. Ma il rallentamento della spesa in conto capitale ha frenato la dinamica degli utili, con una crescita degli utili per azione del 2019 per le società dell'indice S&P 500 che dovrebbe scendere a numeri a cifra singola.

Alla fine di novembre, i multipli prospettici per l'S&P 500 sembravano piuttosto elevati, sebbene non eccezionalmente

estesi in termini storici, dice Giroux. Le stime di consenso sulla crescita degli utili sono pari al 10% nel 2020. Una previsione che potrebbe essere eccessivamente ottimista, ammonisce Giroux.

Se una riaccelerazione economica non si materializza o non è abbastanza forte da produrre gli utili attesi, Giroux ritiene "che i mercati azionari abbiano molto spazio per un downside".

10%

Il consensus delle aspettative di crescita degli utili 2020 per l'indice S&P 500 a fine novembre 2019.

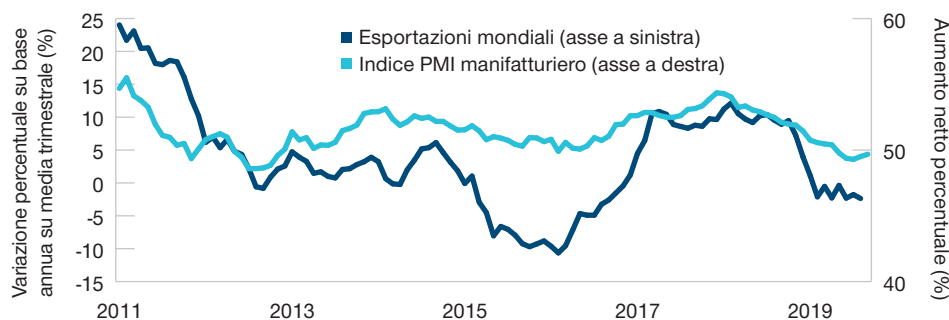
Europa

La crescita dell'economia e degli utili in Europa è stata debole nel 2019, poiché il rallentamento del commercio globale ha danneggiato il settore manifatturiero tedesco dipendente dalle esportazioni. Sebbene le economie europee abbiano iniziato a vedere "germogli verdi" di ripresa alla fine dell'anno, alcuni fattori a lungo termine—come il

Commercio e manifattura globali sembrano stabilizzarsi

Indici delle esportazioni mondiali¹ e PMI mondiale manifatturiero²

Dati al 30 settembre, 2019



Fonti: JP Morgan, Haver Analytics, (vedi Informazioni Aggiuntive); tutti le analisi dati sono di T. Rowe Price.

¹YoY = year-over-year. Include Stati Uniti, Cina, Corea del Sud, Giappone, Unione Europea, Canada e Messico.

²Gli indicatori PMI al di sopra e al di sotto di 50 indicano tipicamente contrazioni o espansioni.

calo della popolazione e la scarsa produttività—potrebbero limitare la crescita all'1% nel 2020, afferma Vasekiv citando le recenti previsioni del Fondo monetario internazionale.

L'outlook sulle azioni del Vecchio continente dipenderà anche dagli utili nel settore finanziario europeo, che hanno un peso notevole negli indici regionali. Ma i bassi tassi di interesse e le curve dei rendimenti piatte o invertite sono ostacoli importanti. "Dobbiamo vedere le banche iniziare a produrre spread positivi sui nuovi prestiti", afferma Thomson.

Giappone

Le azioni giapponesi, al pari dell'economia del Paese, restano vulnerabili al ciclo economico globale. Il risultato è che l'azionario nipponico è rimasto indietro rispetto a quello dei principali mercati sviluppati nella prima fase del 2019.

Tuttavia, allo stesso modo, le azioni giapponesi hanno beneficiato in modo sproporzionato di una migliore prospettiva globale. Se tale tendenza relativa persisterà o meno nel 2020 dipenderà da una continua reflazione globale, riflette Thomson.

Cina

La crescita cinese ha rallentato bruscamente nel 2019 e probabilmente continuerà a decelerare nel 2020, sostiene Vasekiv. Questo rallentamento è dovuto solo in parte alla guerra commerciale: alti livelli di debito e demografia in calo hanno imposto vincoli strutturali.

I politici cinesi sembrano meno propensi—rispetto a quanto fatto di fronte ai rallentamenti del passato—a stimolare il credito e la spesa, poiché frenare la crescita del debito tra gli istituti finanziari a elevata leva sembra essere una priorità più importante.

Il lato positivo è che il mercato dei consumatori in Cina continua a espandersi, guidato da rialzi reali (cioè dopo

Su base rettificata dal punto di vista ciclico, i multipli relativi di price/earning favoriscono le azioni non statunitensi con un margine così ampio che non si vedeva almeno dal 1995.

l'inflazione) dei salari e del reddito disponibile delle famiglie, nota Thomson.

Mercati emergenti

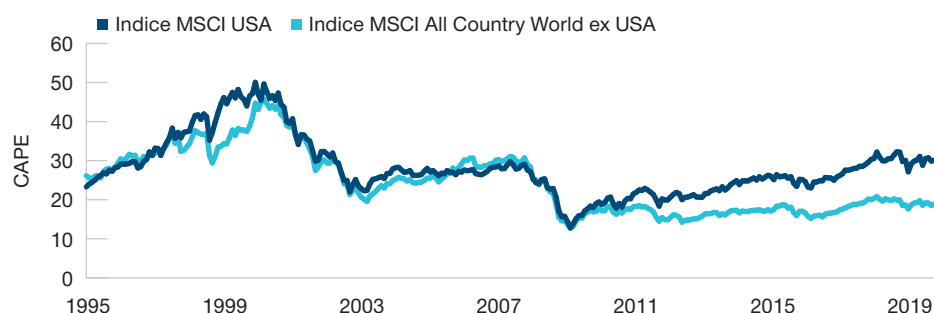
Come il Giappone, le economie emergenti nel complesso presentano una leva elevata rispetto all'economia globale, che ha portato ritorni azionari volatili nel 2019. Con i valori valutari aggiustati su una base di parità di potere d'acquisto, le azioni emergenti appaiono prezzate al ribasso, soprattutto nel confronto con il mercato statunitense, osserva Thomson. Gli effetti valutari potrebbero offrire ulteriore appeal all'asset class se il dollaro dovesse indebolirsi nel 2020.

Nel 2020 le valutazioni interessanti e i potenziali guadagni in valuta potrebbero favorire anche le azioni dei Paesi sviluppati al di fuori degli USA, aggiunge Thomson. Su base rettificata dal punto di vista ciclico, i multipli relativi di price/earning favoriscono le azioni non statunitensi con un margine così ampio che non si vedeva almeno dal 1995.

Le valutazioni azionarie USA appaiono alte rispetto al resto del mondo

Cyclically Adjusted Price/Earnings Ratios (CAPE)

Dati al 30 settembre 2019



Fonti: MSCI (vedi Informazioni Aggiuntive) e Citigroup. Copyright Citigroup 2005-2019. Tutti i diritti riservati.

Le banche centrali e la ricerca del rendimento

Allarmate da segnali sempre più diffusi di debolezza economica a livello globale, le principali banche centrali hanno cambiato direzione nel 2019, tagliando i tassi di interesse e riportando in auge o espandendo i programmi di quantitative easing.

Il cambio di rotta nella politica monetaria è stato al tempo stesso esteso e intenso, nota Vaselkiv. Mentre il 2018 ha visto circa due aumenti dei tassi di interesse a livello globale per ogni taglio, quella tendenza è cambiata nel 2019, con 91 tagli di tasso in tutto il mondo, ma solo 16 aumenti.

"Chiaramente, le banche centrali hanno fatto uno sforzo coordinato per espandere la liquidità e sostenere l'economia globale", argomenta Vaselkiv.

Vaselkiv non si aspetta che la Fed tagli ulteriormente i tassi nelle ultime settimane del 2019 e afferma che probabilmente non li taglierà neppure nel 2020. Tuttavia, l'esperto ritiene che la politica monetaria globale resterà impostata al sostegno dell'economia visto che la Banca centrale europea e la Banca del Giappone continueranno i loro programmi di quantitative easing.

Un mondo diventato negativo

Per gli investitori obbligazionari, il passaggio alle politiche espansive nel 2019 ha prodotto guadagni inattesi, con praticamente tutti i settori del reddito fisso che hanno realizzato ritorni fortemente positivi.

■ I rendimenti sono affondati in territorio negativo lungo un ampio spettro di emissioni sovrane, producendo sostanziosi capital gain nella parte lunga della curva dei rendimenti.

■ Le obbligazioni societarie—sia quelle investment grade sia le high yield—hanno prodotto ritorni a doppia cifra nel 2019, perché gli investitori hanno deciso di assicurarsi i rendimenti prima che scendessero ulteriormente.

■ Anche i mercati emergenti del debito, incluso quello corporate, hanno performato bene nonostante il dollaro forte, perché le pressioni inflazionistiche hanno offerto alle banche centrali lo spazio per tagliare i tassi di interesse.

16

Rialzi di tassi da parte delle banche centrali nel 2019 fino a settembre, in discesa dagli 83 del 2018.

Sebbene il bacino del debito con rendimenti negativi si sia un po' rimpicciolito, dopo che i mercati dei bond si sono ripresi dalla corsa estiva al 'flight to quality', alla fine di ottobre 2019 pesava ancora per oltre 13 trilioni di dollari in bond in circolazione, pari al 24% del valore totale del mercato globale.

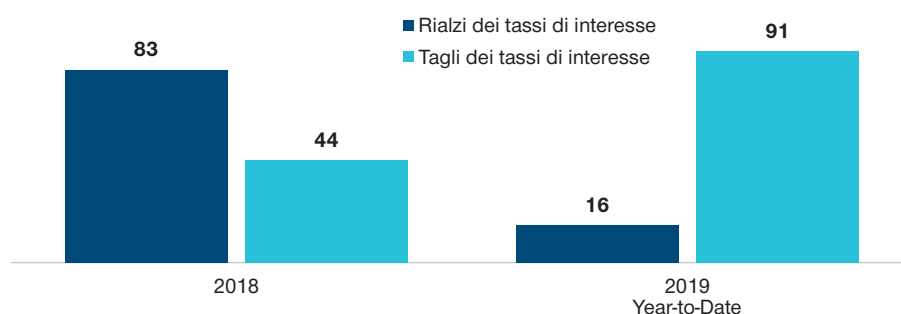
La reflazione potrebbe creare opportunità sul credito

I persistenti timori sull'economia globale hanno portato molti investitori ad alto rendimento a rimanere cauti nei confronti di aziende e industrie in difficoltà, afferma Vaselkiv. Tuttavia, se la reflazione globale dovesse rafforzarsi nel 2020, gli investitori potrebbero voler prendere in considerazione opportunità selezionate in alcuni settori sfavoriti, come l'energia e l'automotive, dove gli spread creditizi rimangono relativamente elevati.

Le banche centrali globali sono tornate alle politiche accomodanti

Azioni di politica monetaria¹

Dati al 30 settembre 2019



Fonti: International Monetary Fund, CBRates.com; analisi dati di T. Rowe Price.

¹ Numero totale dei tagli e dei rialzi dei tassi di interesse compiuti dalle banche centrali a livello globale. Per una lista esaustiva delle banche centrali e autorità monetarie incluse in questo sondaggio, si faccia riferimento a Bank for International Settlements, Central Bank Hub, sul sito web: <https://www.bis.org/cbanks.htm?m=2%7C9> International Settlements, Central Bank Hub, on the web at: <https://www.bis.org/cbanks.htm?m=2%7C9>

Analogamente, nonostante le diffuse preoccupazioni per il deterioramento della qualità del credito e la tutela dei finanziatori, Vaselkiv ritiene che si possano ancora trovare interessanti opportunità nei prestiti bancari a tasso variabile. "In questo momento, c'è l'opportunità di guadagnare rendimenti più interessanti sui prestiti rispetto alle obbligazioni high yield".

La qualità del credito nell'universo high yield è migliorata dalla crisi finanziaria globale del 2008-2009, dice Vaselkiv, e questo aspetto potrebbe offrire una sorta di cuscinetto se l'economia globale dovesse vacillare di nuovo nel 2020. "Se dovessimo andare in recessione, penso che il tasso di default complessivo sui bond high yield dovrebbe essere inferiore rispetto a 10 anni fa", aggiunge.

Duration: la lama a doppio taglio

I mercati caldi dei rendimenti obbligazionari visti nel 2019 hanno generato rischi al ribasso per il 2020, avverte Vaselkiv. La duration è un'arma a doppio taglio, osserva, e anche un modesto aumento dei rendimenti obbligazionari dagli attuali livelli bassi potrebbe avere un impatto negativo sui rendimenti totali.

"Se i dati economici sono coerenti con le aspettative, si potrebbe vedere il rendimento dei Treasury a 10 anni spostarsi al di sopra del 2%, forse fino al 2,25% al 2,5%", afferma Vaselkiv. "Non abbastanza da causare problemi enormi, ma più lontano dalla curva - sul Treasury a 30 anni, per esempio - un passaggio al 3% potrebbe causare una perdita di denaro sul mark-to-market".

In un contesto simile, gli strumenti di credito con rating inferiore all'investment grade e con duration brevi saranno in grado di offrire una combinazione rischio/rendimento più attraente nel 2020, prosegue Vaselkiv.

Chiaramente le banche centrali hanno attuato uno sforzo sincronizzato per incrementare la liquidità e supportare l'economia globale.

Mark Vaselkiv
Chief Investment Officer, Fixed Income

Per gli investitori che possono tollerare la volatilità sui prezzi, i titoli azionari non statunitensi possono offrire un'interessante alternativa a di reddito nel 2020, aggiunge Thomson. A fine novembre 2019, osserva, l'indice MSCI su Europa, Australasia ed Estremo Oriente (EAFE) offriva un rendimento da dividendi aggregato del 3,5%. "Nel contesto dei titoli sovrani a rendimento negativo, con perfino alcune obbligazioni societarie in Europa a rendimento negativo, sembra una scommessa ragionevole", suggerisce Thomson.

Lo stock di debito con rendimenti negativi è cresciuto a livello globale

Debito con rendimento negativo sull'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index

Dati al 31 ottobre 2019



Fonte: Bloomberg Finance LP

Quattro tematiche centrali nel 2020

Gli investitori dovranno imparare a gestire situazioni scomode per cercare di cogliere le opportunità emergenti nel 2020. L'incertezza economica, le turbolenze politiche e l'avanzata di tecnologie dirompenti sono tutti rischi che potrebbero pesare sui mercati mondiali. Esistono opportunità interessanti, ma per riuscire a trarne vantaggio serve una selezione dei titoli oculata, basata sullo studio approfondito dei fondamentali.

Ostacoli alla crescita globale

A quanto pare, le principali banche centrali hanno rimesso l'economia su una traiettoria di crescita, ma la solidità di questa svolta positiva è ancora incerta.

Banche centrali e caccia al rendimento


I rendimenti bassi se non addirittura negativi creano rischio di duration, ma è ancora possibile trovare opportunità fra le obbligazioni societarie e in altri settori del credito.

Disruption 4.0


Innovazione, cambiamento tecnologico e automazione stanno rivoluzionando i modelli di business trasversalmente all'economia globale.

Politica, populismo e interventi delle autorità

I mercati globali saranno influenzati da vari rischi geopolitici, tra cui le elezioni, i rapporti commerciali e le turbolenze politiche.

**Ostacoli alla crescita globale**

**Banche centrali e caccia al rendimento Politica**

**Populismo e interventi delle autorità**

STATI UNITI

- La disuguaglianza sta alimentando il populismo della destra e l'atteggiamento progressista della sinistra, percepito quest'ultimo come un rischio più immediato per gli investitori.
- I consumatori continuano a trainare la crescita, ma la spesa in conto capitale sotto tono rischia di mettere un freno alla progressione degli utili.

GERMANIA

- Il rallentamento del commercio mondiale ha fortemente penalizzato il settore manifatturiero, ma per gli investitori azionari i margini negativi sui prestiti bancari potrebbero essere un problema anche peggiore.
- L'espansione resta imbrigliata, ma lo stimolo fiscale potrebbe offrire sostegno. Berlino sta valutando l'ipotesi di tagliare l'aliquota delle imposte societarie dal 32% al 25%.

REGNO UNITO

- Il completamento del processo di Brexit potrebbe danneggiare la crescita nel lungo termine, ma l'ambiente meno incerto favorisce la sterlina e le azioni britanniche.

ITALIA

- In Italia, il Movimento 5 Stelle in crisi di consensi sta minacciando la tenuta dell'ultimo governo di coalizione insediato nel paese.
- I rendimenti negativi altrove in Europa hanno spinto gli interessi sui titoli italiani ai minimi record, nonostante i conti pubblici deteriorati.

RUSSIA

- La spesa per i 13 "progetti nazionali" del presidente Vladimir Putin può dare slancio alla crescita, ma le sanzioni probabilmente continueranno e anzi rischiano di essere inasprite.

CINA

- E' probabile che la crescita continui a decelerare nel 2020, ma solo in parte a causa della guerra commerciale. A pesare saranno anche alti livelli di debito e l'invecchiamento della popolazione.
- La riduzione del debito eccessivo nel sistema finanziario sarà probabilmente un obiettivo prioritario rispetto allo stimolo del credito e della spesa.

GIAPPONE

- La Banca del Giappone dovrebbe confermare l'allentamento quantitativo, ma l'economia resta esposta al ciclo globale.
- L'incremento recente dell'IVA ha pesato sui consumi, ma la spesa dovrebbe stabilizzarsi nel medio termine.

HONG KONG

- Le proteste di massa si sono trasformate in un movimento più circoscritto e più radicale che chiede riforme politiche di stampo democratico.

NIGERIA

- L'economia ha risentito della chiusura delle frontiere terrestri del paese nell'ambito della lotta al contrabbando.

AMERICA LATINA

- I populistici sui fronti opposti dello spettro politico sono assurti al potere in Messico, Argentina e Brasile, mentre in Cile le proteste hanno imposto un aumento delle indennità pensionistiche.
- La crisi valutaria in Argentina (e in Turchia) non si è estesa ad altri mercati emergenti, confermando che l'asset class è maturata.

SUDAFRICA

- Le difficoltà finanziarie hanno spinto sull'orlo del collasso Eskom, società di utility a controllo statale, facendo temere che il paese possa perdere il rating di investment grade.

INDIA

- La crescita continua a essere ostacolata dai prezzi alimentari in aumento e dal deterioramento dei conti pubblici.
- Dopo la conferma all'inizio del 2019 con una vittoria elettorale schiacciante, il primo ministro Narendra Modi ha faticato a far ripartire gli investimenti. Il suo partito Bharatiya Janata ha ottenuto risultati deludenti alle elezioni regionali.

AUSTRALIA

- Il crollo del mercato immobiliare più pesante da oltre un secolo è imputabile almeno in parte al ritmo di crescita più lento registrato in Australia negli ultimi trent'anni, ma i prezzi delle case hanno cominciato a risalire nelle città principali.
- La Banca Centrale australiana ha ridotto per due volte i tassi portandoli a livelli bassi da record, con l'attesa che tagli alle tasse e maggiore spesa per infrastrutture possano supportare la crescita nel 2020.

INDONESIA

- Il presidente Joko Widodo sta cercando di stimolare gli investimenti esteri e di contenere la frenata della crescita attraverso le riforme economiche, inclusi il taglio delle imposte sui redditi societari e l'allentamento dei vincoli nel mercato del lavoro.
- Le voci critiche lamentano che Widodo sta dando priorità al suo programma economico, a scapito delle riforme democratiche e della lotta alla corruzione.

Disruption 4.0

Gli innovatori continuano a sottrarre quote di mercato alle società tradizionali.



Principali settori a rischio



Disruption 4.0

Innovazione, cambiamenti tecnologici e automazione—in particolare le applicazioni di Intelligenza Artificiale (IA) continuano a creare disruption su numerose industrie globali. Gli analisti di T. Rowe Price prevedono che questa dinamica continuerà anche nel 2020.

“Le aziende che sono all’epicentro dell’obsolescenza tecnologica continuano a subire un impatto negativo”, afferma Giroux. “Che si tratti di reti televisive via cavo, giornali, commercio al dettaglio, tecnologie superate o petrolio tradizionale, tutti questi settori sono ancora sotto pressione.”

Tuttavia, la prossima fase di questa rivoluzione economica, che chiamiamo “Disruption 4.0”, non è limitata a settori specifici ma sta trasformando in maniera strutturale e trasversale i modelli di business dell’economia globale.

Le aziende che sono all’epicentro dell’obsolescenza tecnologica continuano a subire un impatto negativo.

David Giroux
Chief Investment Officer,
Equity and Multi-Asset

Alla fine del 2018, ricorda Giroux, gli analisti di T. Rowe Price stimavano che il 31% della capitalizzazione dell’indice

S&P 500 era minacciata o dalla disruption (anche se le compagnie colpite pesavano in realtà per quasi il 37% degli utili dell’indice). A ottobre 2019, il numero di società a rischio è salito, ma la loro quota sulla capitalizzazione dell’S&P 500 è scesa ad appena il 29%.

“Anche se abbiamo aggiunto nuovi nomi alla nostra lista, si tratta oggi tuttavia di una parte più piccola di questo universo perché si tratta di azioni che hanno sottoperformato”, spiega Giroux.

La disruption ha creato uno scenario fondamentale solido per chi ne beneficia - come per esempio le maggiori società di piattaforme tecnologiche - mentre ha frenato la crescita degli utili di molti operatori “*incumbent*” che ora scambiano a multipli inferiori.

I deal strategici mancano il bersaglio

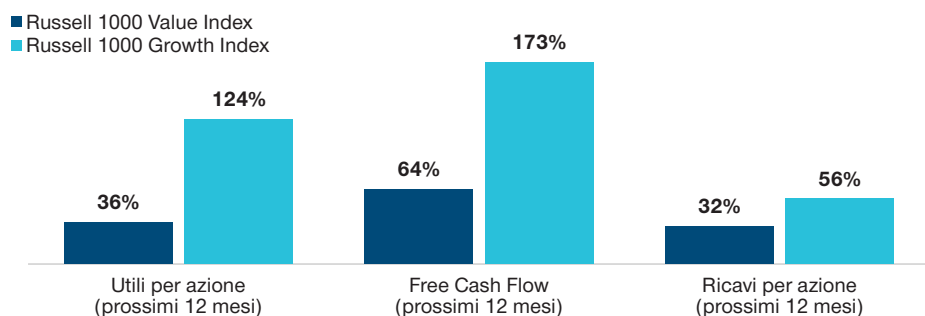
Sebbene un elevato numero di società “*incumbent*”, o comunque messe alla prova dalla disruption, stiano cercando di affrontare direttamente i propri sfidanti, questi sforzi hanno prodotto finora risultati relativamente deludenti, osserva Giroux.

- Troppi consigli di amministrazione e team di vertici manageriali stanno compiendo gesti disperati cercando di spingere ambiziose operazioni di acquisizione per cercare di sistemare i propri problemi sui fondamentali.
- Molte, se non la maggior parte, di queste operazioni hanno prodotto modesti ritorni finanziari e non sono riusciti a ottenere gli obiettivi strategici auspicati.
- A causa di cattive decisioni sull’allocazione del capitale, molte società sfidate dalla disruption probabilmente diventeranno investimenti mediocri nel lungo periodo indipendentemente dalle loro valutazioni, predice Giroux.

La disruption ha creato Russell 1000 Value Index un solido scenario fondamentale per i titoli growth

Variazioni complessive dei multipli su ricavi e utili attesi

Dati dal 1 giugno 2007 al 31 ottobre 2019¹



Fonte: Russell via FactSet (vedi Informazioni Aggiuntive). Elaborazione dei dati di T. Rowe Price utilizzando dati da Research Systems Inc. Tutti i diritti riservati.
¹ Differenza tra multipli su ricavi e utili attesi ad ottobre 2019 e forward a giugno 2007.

Tuttavia, la disruption sta anche migliorando le dinamiche di crescita di alcuni settori tradizionali, specifica Giroux. Le utility, per esempio, tipicamente sono sempre state viste in chiave difensiva. Ma Giroux obietta che il settore si è evoluto in anni recenti, dimostrando un nuovo potenziale di crescita che potrebbe non essere stato adeguatamente apprezzato dal mercato.

4,1%

Tasso composto di crescita annua per gli utili dell'indice S&P Utilities, 2007-2017.¹

Molte utility stanno accrescendo gli utili

Giroux attribuisce a tre tendenze collegate il merito di aver trasformato alcune utility in motori di crescita degli utili:

■ **Riforme regolamentari:** Molti stati ora permettono alle utility di iniziare a incassare utili non appena mettono in piedi un nuovo impianto energetico, anziché dover aspettare che l'impianto diventi pienamente operativo.

■ **Tecnologia fracking:** I prezzi del gas naturale sono scesi in maniera drastica in molte aree stazioni di servizio statunitensi. Sebbene molti di questi risparmi abbiano avvantaggiato direttamente i consumatori anche le utility sono state in grado di trattenerne una parte, dando slancio al return on equity.

■ **Rinnovabili low-cost:** L'energia solare e quella eolica in alcune regioni e in alcune ore del giorno sono ora meno dispendiose dell'energia prodotta dal carbone. Anche i costi operativi degli impianti di energie rinnovabili tendono a essere significativamente più bassi di quelli degli impianti energetici convenzionali.

L'impatto sugli utili è stato dirompente, osserva Giroux. L'industria delle utility ha visto una crescita degli utili virtualmente pari a zero dal 1986 al 1998, sottolinea, mentre gli utili dell'S&P 500 nello stesso periodo sono lievitati del 150%. Tuttavia, questo divario si è ristretto in misura sostanziosa negli ultimi due decenni.

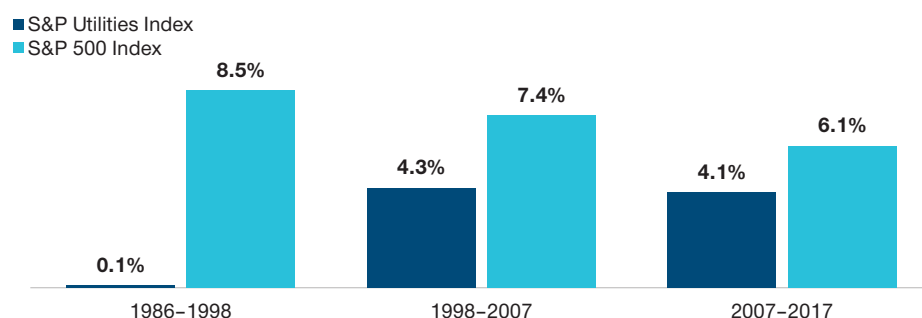
Il continuo calo dei costi delle rinnovabili e i miglioramenti nella capacità di stoccaggio del carburante potrebbero innescare un periodo multidecennale di crescita degli utili superiori al trend per le utility, afferma Giroux. Eppure, le valutazioni oggi riflettono solo un modesto premio rispetto al mercato Usa generale.

Un'attenta selezione dei titoli è necessaria per evitare utility in difficoltà o quelle che hanno degli importanti mercati di sbocco in Paesi con regolamentazioni inadeguate, aggiunge Giroux. "Ma ritengo che un'utility con una crescita potenziale degli utili intorno al 6% annuo, con un dividendo pari a 1,5 volte il rendimento sul Treasury decennale, dovrebbe scambiare a un multiplo più alto di quanto non faccia oggi", conclude.

La crescita degli utili è migliorata per le utility americane

Tasso composto di crescita annua degli utili per azione (EPS)

Dati al 2017¹



Fonti: S&P via FactSet (vedi Informazioni Aggiuntive). Calcoli T. Rowe Price su dati FactSet Research Systems Inc. Tutti i diritti sono riservati.

¹ I dati reddituali sono indicati al 31 dicembre 2017, per evitare distorsioni causate dalla legge di riforma fiscale statunitense del 2017, che prevedeva importanti tagli alle aliquote dell'imposta sul reddito delle società. Tali modifiche hanno comportato un forte aumento dell'utile per azione sia per l'indice S&P Utilities che per l'indice S&P 500. Tuttavia, poiché le utilities come settore generano grandi quantità di reddito imponibile, hanno beneficiato in modo sproporzionato della legge. Pertanto, includendo i guadagni del 2018 in questo caso, si sarebbe creato un paragone ingiusto con il più ampio indice S&P 500.

Politica, populismo e politiche

L'elezione presidenziale negli Stati Uniti probabilmente sarà l'evento politico più significativo del 2020, ma una varietà di altri rischi geopolitici, inclusa la guerra commerciale, la Brexit e le proteste a Hong Kong avranno probabilmente un impatto sui mercati globali.

La guerra commerciale

La disputa commerciale tra Usa e Cina è stato un driver chiave della volatilità nel 2019, come si è visto nelle fluttuazioni delle fortune delle società direttamente esposte al mercato cinese.

Dopo un crollo in agosto in seguito all'annuncio da parte degli Stati Uniti di un innalzamento delle tariffe su ulteriori 300 miliardi di dollari di importazioni, i titoli legati alla Cina hanno avviato un rally assieme al resto del mercato sulla scia delle speranze di un primo accordo.

La Cina non farà passi indietro sui propri obiettivi in tema di IA, robotica, veicoli elettrici, e produzione domestica di semiconduttori.

Justin Thomson
Chief Investment Officer, Equity

Anche se ci sono dei segnali che indicano che USA e Cina dovrebbero effettivamente finalizzare un'intesa di breve termine—in pratica, una tregua—che dovrebbe dare slancio alla vendita di prodotti agricoli statunitensi e ridurre alcuni dazi, il conflitto sottostante difficilmente verrà risolto nel 2020, dice Thomson. Su alcune questioni chiave, come i sussidi al settore tecnologico, un compromesso non è possibile.

“La Cina non farà un passo indietro sui suoi obiettivi in settori come l'intelligenza artificiale, la robotica, i veicoli elettrici e la produzione domestica di semiconduttori”, prevede Thomson. “Non raggiungeranno mai un accordo sul sostegno statale cinese per queste industrie chiave”.

Brexit

Le incertezze generate dal divorzio del Regno Unito dall'Unione europea (UE) sembrano destinate a continuare fino al 2020. Dopo ripetute proroghe, la scadenza per la Brexit è fissata per il 31 gennaio 2020; tuttavia, tale data potrebbe essere spostata nuovamente a seconda che il Parlamento britannico abbia approvato o meno la necessaria legge di uscita dopo le elezioni generali di dicembre del Paese.

Anche se gli accordi post Brexit—come le relazioni commerciali tra Regno Unito e UE—potrebbero essere negativi per la crescita e gli utili, l'approvazione della legislazione sull'uscita sarebbe probabilmente positiva per le azioni del Regno Unito e la sterlina, dice Thomson, non fosse altro perché ridurrebbe l'incertezza.

“In un certo senso, dato che la Brexit si è trascinata così a lungo, il danno economico—investimenti rimandati, inflazione più alta - si è già verificato”, afferma.

La guerra commerciale Usa-Cina ha contribuito alla volatilità del mercato

Performance delle compagnie dell'S&P 500 con la più elevata esposizione alla Cina¹

Dati relativi all'indice S&P 500 al 31 ottobre 2019



I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Fonti: Strategas Research Partners e T. Rowe Price.

¹ Le società S&P 500 con la maggiore esposizione alla Cina sono composte dalle 30 società dell'indice S&P 500 che hanno maggiori ricavi in Cina e/o i maggiori sforzi di lobbying con la Cina secondo Strategas Research Partners. Il paniere di aziende è stato creato nel marzo 2019, e la sua performance è stata calcolata al 31 dicembre 2017. Il paniere è stato ricostituito il 19 giugno 2019, e di nuovo il 24 agosto 2019. Tutti i risultati di performance sono stati basati sulle società del paniere a seguito di ogni ricostituzione, ovvero non sono stati rielaborati i risultati storici per riflettere i cambiamenti nel paniere.

Hong Kong

Le proteste di massa nella regione amministrativa speciale cinese sono partite come reazione a una proposta di legge sull'estradizione che avrebbe consentito di processare i residenti nella Cina continentale, ma si sono poi evoluti in un movimento di richiesta di riforme democratiche.

Anche se i disordini hanno chiaramente avuto un risvolto negativo sull'economia di Hong Kong, l'impatto sulla Cina in generale è stato difficile da quantificare e distinguere dalle questioni relative alle tensioni commerciali e dalle questioni strutturali che rallentano la crescita.

È inoltre ancora poco chiaro quali siano le mosse che Pechino può intraprendere per riportare l'ordine, sempre che ci siano. "Non so quale potrebbe essere il probabile sviluppo a Hong Kong", ragiona Thomson.

Elezioni USA

I mercati azionari potrebbero avere sottostimato l'impatto potenziale della corsa alla presidenza del 2020 su tax rate, regolamentazione, e sulle società attive nei settori dell'healthcare, dell'energia e dei servizi finanziari, osserva Giroux. "È affascinante per me vedere che il mercato non è tanto preoccupato dalle elezioni statunitensi. Noi pensiamo invece che questo evento abbia un potenziale dirompente per molti settori".

Parte dello scenario politico delle elezioni del 2020 si focalizza sul dibattito sull'aumento delle disparità di reddito che ha accompagnato le riforme del libero mercato degli ultimi quattro decenni. Sebbene questi cambiamenti strutturali abbiano favorito la crescita e ridotto l'inflazione, i benefici non si sono sempre tradotti in un aumento dei salari e degli standard di vita.

È affascinante per me vedere che il mercato non è tanto preoccupato dalle elezioni statunitensi. Noi pensiamo invece che questo evento abbia un potenziale dirompente per molti settori.

David Giroux
Chief Investment Officer,
Equity and Multi-Asset

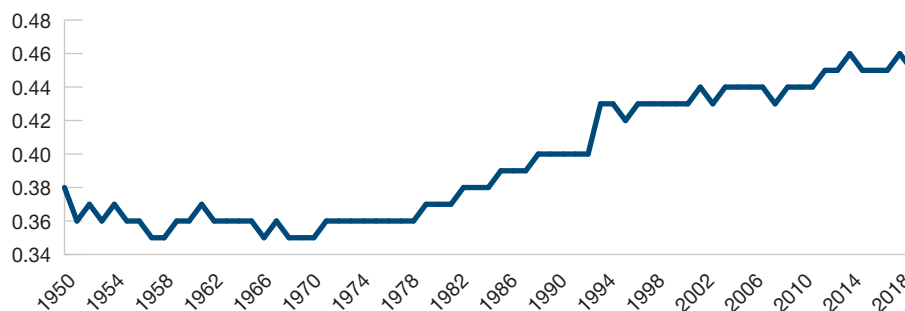
Anche se l'ansia sull'economia ha contribuito ad alimentare il populismo, l'appello politico dei candidati che promuovono una regolamentazione più severa e una redistribuzione di reddito e ricchezza pongono il rischio più immediato per i mercati, osserva Giroux.

La probabilità che un candidato del genere vinca la nomination democratica o meno sono intorno alla parità, riflette Giroux. Se eletto, un presidente democratico probabilmente avrebbe difficoltà a far passare un programma politico di sinistra al Senato. Ma i potenziali cambiamenti regolatori da una simile amministrazione—come limiti più stringenti sul fracking di petrolio e gas—non sono per niente prezzati dal mercato. "Questa per me è una buona ragione per essere un po' più cauti".

La crescente disuguaglianza di reddito ha contribuito ad alimentare l'ansia

Coefficiente di Gini per gli Stati Uniti¹

Dati al 31 dicembre 2018



Fonti: Strategas Research Partners e Census Bureau statunitense

¹ Il coefficiente di Gini è un indicatore sintetico della disuguaglianza di reddito che misura la dispersione nella distribuzione totale del reddito. Il coefficiente varia da 0, che indica una perfetta uguaglianza, a 1, che indica una perfetta disuguaglianza. Un coefficiente più alto indica che gli individui a reddito più elevato stanno ricevendo percentuali più alte del reddito nazionale totale. Non rappresenta una misura assoluta di reddito o di ricchezza.

Conclusioni

Con le politiche monetarie che a livello mondiale sono ampiamente impegnate nell'assicurare liquidità ai mercati e a sostenere la crescita economica, l'outlook di mercato per il 2020 appare considerevolmente più roseo di quanto non apparisse a metà 2019. O, per dirla con Thomson: “Non penso che ci si voglia mettere di traverso alle tre principali banche centrali mentre espandono i loro bilanci”.

Tuttavia, resta un considerevole rischio di downside, sia politico sia economico. Nonostante le valutazioni azionarie nel complesso non appaiano estese rispetto alle medie storiche, i multipli prospettici nel mercato statunitense potrebbero riflettere previsioni eccessivamente ottimistiche per gli utili del 2020.

Non è probabile che i mercati globali del credito producano i ritorni a due cifre visti nel 2019, ma si possono ancora trovare interessanti opportunità nel debito dei mercati emergenti, nei bond high yield e nei prestiti bancari, supponendo che i dati economici confermino che la reflazione prevista per il 2020 è effettivamente in corso.

Al contrario, i rendimenti bassi o negativi su molti titoli di stato creano il rischio di rendimenti modesti o addirittura di perdite di capitale se un rafforzamento dell'economia globale dovesse far aumentare i tassi di interesse. Tuttavia, i bond sovrani potenzialmente possono ancora essere una copertura utile contro shock politici o economici estremi.

Le azioni non statunitensi, e quelle emergenti in particolare, appaiono attraenti sulla base delle valutazioni relative, aumentando la possibilità che possano spezzare la lunga serie di sottoperformance rispetto al mercato Usa. Tuttavia, una più forte crescita globale—e, in Europa, un miglioramento dei margini bancari—sono essenziali.

In un contesto di mercato incerto, con un'ampia dispersione dei ritorni sia all'interno, che tra settori e industrie, un'approfondita ricerca sui fondamentali sarà particolarmente importante per identificare potenziali opportunità e rischi.

Non penso che ci si voglia mettere di traverso alle tre principali banche centrali mentre espandono i loro bilanci.

Justin Thomson
Chief Investment Officer, Equity

Informazioni Aggiuntive

J.P. Morgan. Le informazioni sono state ottenute da fonti considerate affidabili, ma J.P. Morgan non garantisce l'eshaustività né l'accuratezza di tali dati. L'utilizzo dell'indice è stato autorizzato. È vietato copiare, utilizzare o distribuire l'indice senza previo consenso scritto di J.P. Morgan. Copyright 2019, J.P. Morgan Chase & Co. Tutti i diritti riservati.

Copyright © 2019 FactSet Research Systems Inc. Tutti i diritti riservati. www.factset.com

MSCI, con le relative società affiliate e le fonti e i fornitori terzi (collettivamente, "MSCI"), non fornisce garanzie o dichiarazioni, esplicite o implicite, e non assume alcuna responsabilità riguardo ai dati MSCI qui riportati. I dati MSCI non possono essere ridistribuiti né utilizzati come base per altri indici o per titoli o prodotti finanziari. La presente relazione non è stata approvata, rivista né prodotta da MSCI. Le analisi e i dati storici MSCI non devono essere considerati come un'indicazione o una garanzia di analisi o previsioni di performance future. In nessun caso i dati MSCI sono da intendersi come una consulenza di investimento o una raccomandazione ad adottare (o non adottare) decisioni di investimento di qualsiasi tipo e non sono una base su cui fare affidamento a tale scopo.

Copyright © 2019, S&P Global Market Intelligence (ed eventuali affiliate). È vietata la riproduzione degli indici [S&P 500, S&P/LSTA US Leveraged Loan, S&P 600, S&P Growth, S&P Value, S&P/GSI Industrial Metals Price e S&P GSCI] in qualsiasi forma, senza previa autorizzazione scritta di S&P Global Market Intelligence ("S&P"). S&P, le sue affiliate e i suoi fornitori non rilasciano garanzie sull'accuratezza, adeguatezza, eshaustività o disponibilità di qualsivoglia informazione e declinano ogni responsabilità in relazione a eventuali errori e omissioni, indipendentemente dalla causa, e ai risultati ottenuti utilizzando dette informazioni. S&P, le sue affiliate e i suoi fornitori non rispondono in alcun caso di danni, costi, esborsi, spese legali o perdite (anche in forma di mancato profitto o lucro cessante e costi di opportunità) riferibili a qualsiasi uso di informazioni fornite da S&P.

Fonte: FTSE International Limited ("FTSE") © FTSE 2019. "FTSE ®" è un marchio registrato delle società del gruppo London Stock Exchange ed è utilizzato su licenza da FTSE International Limited. "NAREIT ®", marchio registrato di National Association of Real Estate Investment Trusts, ed "EPRA ®", un marchio registrato di EPRA, sono utilizzati su licenza da FTSE. FTSE e/o i relativi concessionari detengono tutti i diritti sugli indici FTSE e/o i rating FTSE. FTSE e i relativi concessionari declinano ogni responsabilità in relazione a errori o omissioni negli indici e nei rating FTSE o nei dati sottostanti. L'ulteriore distribuzione dei dati FTSE è consentita solo con l'esplicito consenso scritto di FTSE.

Informazioni Importanti

Questo materiale è fornito a scopo esclusivamente informativo. Questo materiale non costituisce né si prefigge di fornire una consulenza di alcun genere, neppure in materia di investimento fiduciario, né è destinato a servire come base primaria per una decisione di investimento. Si consiglia ai potenziali investitori di richiedere una consulenza legale, finanziaria e fiscale indipendente prima di assumere qualsiasi decisione di investimento. Le società del gruppo T. Rowe Price, incluse T. Rowe Associates, Inc. e/o sue affiliate, ottengono ricavi dai prodotti e servizi di investimento T. Rowe Price. **I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.** Il valore di un investimento e l'eventuale reddito da esso derivante possono aumentare o diminuire. Gli investitori possono ottenere un importo inferiore rispetto a quello investito.

Il presente materiale non costituisce distribuzione, offerta, invito, raccomandazione o sollecitazione personale o generale all'acquisto o alla vendita di titoli in alcuna giurisdizione, né allo svolgimento di qualsiasi attività di investimento specifica. I contenuti del presente materiale non sono verificati da alcuna autorità di vigilanza in alcuna giurisdizione.

Le informazioni e le opinioni qui presentate sono state ottenute o tratte da fonti ritenute affidabili e aggiornate; tuttavia, non siamo in grado di garantirne l'accuratezza né l'eshaustività. Non vi è alcuna garanzia che eventuali previsioni si concretizzino. I pareri qui contenuti sono espressi alla data indicata sul materiale e sono soggetti a cambiamento senza preavviso; questi pareri possono differire da quelli di altre società del gruppo T. Rowe Price e/o di loro associate. Il materiale non dovrà essere, in nessun caso, copiato né ridistribuito, in tutto o in parte, in assenza del consenso di T. Rowe Price.

Il materiale non è destinato ad essere utilizzato da persone che siano in giurisdizioni che vietino o limitino la distribuzione del materiale e in alcuni paesi tale materiale è fornito solo su richiesta specifica. Il presente documento non è finalizzato alla distribuzione ai clienti retail in alcuna giurisdizione.

SEE ex- UK – Se non diversamente indicato questo materiale è distribuito e approvato da T. Rowe Price (Luxembourg) Management S.à r.l. 35 Boulevard du Prince Henri L-1724 Lussemburgo, autorizzata e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier lussemburghese. Riservato ai clienti professionali.

Svizzera – Pubblicato in Svizzera da T Rowe Price (Switzerland) GmbH, Talstrasse 65, 8001 Zurich, Switzerland. Riservato ad investitori qualificati.



© 2019 T. Rowe Price. Tutti i diritti riservati. T. ROWE PRICE, INVEST WITH CONFIDENCE e l'immagine della pecora delle montagne rocciose sono, separatamente e/o collettivamente marchio e marchi registrati di T. Rowe Price Group Inc.

ID0002770 (12/2019)
201912-1023576
LE50748