

## È giunto il momento di aumentare l'esposizione al rischio: meglio partire dai mercati emergenti e dal credito



**Pascal  
BLANQUÉ**  
Group CIO



**Vincent  
MORTIER**  
Deputy Group CIO



**Philippe  
ITHURBIDE**  
Global Head of Research



**Monica  
DEFEND**  
Head of Strategy, Deputy  
Head of Research

**“Il mercato si è spinto troppo in là scontando una recessione. Pur ritenendo che i rischi siano orientati verso il basso, abbiamo una visione più equilibrata della situazione.”**

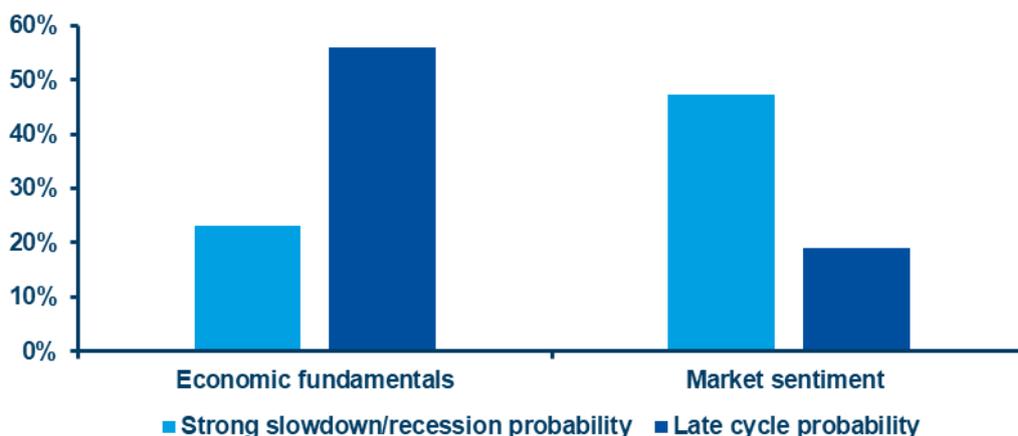
- *Alla fine del 2018 l'eccesso di pessimismo ha causato un brusco calo dei mercati finanziari e nuovi picchi di volatilità. **Secondo i nostri modelli gli operatori di mercato hanno scontato un rischio di rallentamento due volte superiore a quello giustificato dai fondamentali economici.***
- *Riteniamo che gli attivi rischiosi si siano ora riposizionati su livelli più interessanti e **che si stiano creando alcuni “punti di ingresso” per gli investitori di lungo termine** sui mercati emergenti e sui mercati del credito dei Paesi sviluppati che l'anno scorso hanno sofferto pesanti correzioni, i primi nella parte iniziale del 2018 e i secondi in quella finale. Anche le azioni europee potrebbero offrire dei punti di ingresso, ma crediamo che le opportunità più interessanti si presenteranno più avanti perché le elezioni europee a maggio e la Brexit potrebbero continuare a pesare sul sentiment degli investitori.*
- *L'imminente fine della stretta monetaria da parte della Fed e la stabilizzazione del dollaro americano rappresenterebbero ovviamente degli elementi estremamente favorevoli, come del resto anche un allentamento delle tensioni geopolitiche o uno scenario di rallentamento dell'economia senza il rischio di una recessione. **Una crescita del 2% negli USA e del 3% a livello mondiale** sono i livelli di riferimento che sostengono la nostra tesi sugli attivi rischiosi.*
- *Siamo consapevoli che i rischi non sono scomparsi: ci sono ancora molte criticità a livello geopolitico e l'indebitamento mondiale sta salendo alle stelle. Ciò significa che per costruire dei portafogli robusti deve esserci **una forte focalizzazione sulla sostenibilità degli utili e del debito.***
- *Nei **mercati emergenti**, in termini di **rendimenti potenziali** nel 2019, riteniamo che le azioni siano la classe di attivi più appetibile, seguita dalle obbligazioni in valute locali e dal debito in valuta forte (il debito in valuta locale dovrebbe essere più volatile di quello in valuta forte). Si tratta di un cambio di view rispetto a quella dell'anno scorso quando la pressione sulle valute era eccessiva e quindi era giustificata la nostra grande prudenza riguardo al debito dei mercati emergenti in valuta locale. Riguardo all'approccio agli investimenti in questa fase del mercato, crediamo che la sensibilità a diversi temi (squilibri esterni, cicli elettorali, motori della crescita interna e conflitti commerciali) sarà l'elemento discriminante alla base della selezione nell'universo dei mercati emergenti.*
- ***Per quanto riguarda i Paesi sviluppati, c'è stata una ripresa parziale di valore del credito in un contesto contrassegnato da un atteggiamento più accomodante delle banche centrali** e da fondamentali economici ancora discreti. Il credito europeo (soprattutto sul mercato primario) sarà l'elemento chiave per una performance positiva dei portafogli obbligazionari nel 2019.*
- *In Europa e ancor più negli USA, dove il debito societario è ai massimi storici, si dovrà puntare sui titoli che presentano buoni fondamentali aziendali.*
- *Il forte indebitamento all'interno del sistema e il peggioramento degli standard del credito sono due elementi da monitorare con attenzione, pertanto gli investitori dovranno utilizzare una rigorosa analisi del credito e quindi essere estremamente selettivi.*

### Nessuna recessione mondiale in vista

Non ci sono dubbi riguardo al fatto che ci troviamo in una fase di rallentamento congiunturale iniziato diversi trimestri fa, ma la novità è che ora le banche centrali se ne sono rese conto e che il loro tono sta diventando gradualmente più accomodante. Va sottolineato che in questo momento l'andamento dell'economia è molto negativo e quindi è fisiologico che aumentino le probabilità di una recessione. Come accade sempre in una fase di correzione, la probabilità di una recessione espressa dagli indicatori di mercato tende a sovrastimare le probabilità calcolate dagli indicatori economici. Questo eccesso di pessimismo causa inevitabilmente un calo dei mercati finanziari e una ripresa della volatilità. Dalle nostre analisi risulta che **gli operatori di mercato hanno scontato un rischio di rallentamento doppio rispetto a quello giustificato dai fondamentali economici**. A dicembre il mercato si è spinto troppo in là prevedendo una recessione: pur ritenendo che i rischi siano orientati verso il basso, abbiamo una visione più equilibrata della situazione.

**“Gli operatori di mercato hanno scontato un rischio di rallentamento doppio rispetto a quello giustificato dai fondamentali”**

**I mercati sono stati eccessivamente pessimisti; i fondamentali sono infatti più compatibili con un quadro di ciclo maturo che non con quello di un rallentamento o di una recessione**



Fonte: Amundi Research, 15 gennaio 2019. Il grafico mette a confronto la probabilità implicita nei fondamentali economici (calcolata dal nostro Investment Phazer, il modello che prende le nostre previsioni economiche e le mappa all'interno dei regimi economici – visto che il rallentamento e la fase matura del ciclo sono due regimi - in un'ottica temporale di 12 mesi, tenendo conto della crescita globale degli utili per azione (EPS), della dinamica dell'inflazione e dell'accumulo totale del debito) e la probabilità implicita in una serie di "sentinelle" del mercato, variabili utilizzate come segnali di allerta e basate sui dati a più alta frequenza.

**Non ci sono elementi che ci inducono a scommettere su una recessione in Europa o negli Stati Uniti nei prossimi 18-24 mesi, a meno che non si verifichi uno shock estremo.** Siamo più inclini a prevedere una convergenza verso la crescita potenziale, con un secondo semestre più favorevole del primo.

Per questo motivo riteniamo che gli **attivi rischiosi si siano ora riposizionati su livelli più interessanti** (anche se potremmo assistere nel breve termine a ulteriori cali in alcune aree del mercato) piuttosto che avviato un mercato orso. Continuiamo a navigare in questo ciclo finanziario molto "maturo" privilegiando gli attivi rischiosi, anche se le nostre previsioni iniziano a riflettere un certo peggioramento degli utili per azione a causa dei minori margini societari e, infine, di una riduzione dei ricavi attesi. La stagione delle trimestrali andrà seguita con attenzione perché fornirà probabilmente qualche elemento in più sui fondamentali macroeconomici. Ci aspettiamo una diminuzione dei ricavi perché la decelerazione del commercio mondiale si sta già traducendo in un calo dei fatturati (soprattutto nel settore manifatturiero e in quello all'ingrosso).

## Fattori scatenanti e rischi da monitorare

Una pausa nei rialzi dei tassi USA da parte della Fed e un indebolimento del dollaro americano, in particolare nei confronti delle valute dei Paesi emergenti, sarebbero indubbiamente degli elementi molto favorevoli, come del resto anche l'allentamento delle numerosissime tensioni geopolitiche. I fattori mondiali da seguire con grande attenzione rimangono tuttavia la politica monetaria americana e i problemi legati al commercio mondiale. Si tratta di fattori importanti perché riguardano tutte le economie e tutti i mercati finanziari. Se la politica della Fed venisse fraintesa e/o se la banca centrale americana si spingesse troppo in là nel suo ciclo di inasprimento monetario, i mercati azionari potrebbero subire pesanti correzioni e quindi potrebbe aumentare la probabilità di una recessione. Se le tensioni tra Cina e Stati Uniti dovessero sfociare in una guerra commerciale vera e propria, la crescita lascerà il posto a un'autentica recessione, che potrebbe assomigliare per dimensioni a quella verificatasi dopo la grande crisi finanziaria. Questo non è lo scenario da noi previsto: la Fed sospenderà a breve la sua stretta monetaria e non ci sarà una guerra commerciale "totale". Ciò non significa tuttavia che i rischi appena elencati scompariranno a breve, anzi.

L'indebolimento del dollaro USA, una Fed in modalità attendista, la discesa dei tassi lunghi USA (o la loro stabilizzazione), una tregua nelle dispute commerciali, migliori prospettive di crescita e una stabilizzazione della crescita cinese, sono tutti i fattori di una combinazione perfetta che dovrebbe essere molto favorevole per i mercati emergenti.

**In termini di previsioni sulla crescita, stimiamo un 2% per l'economia americana e un 3% per quella mondiale.** Il grado di apertura dell'economia europea la rende dipendente dalla crescita globale, mentre la crescita USA - e i suoi mercati finanziari - è strettamente legata ai fattori interni. L'ultimo elemento da monitorare con attenzione è l'**indebitamento mondiale**. Questo problema non è stato risolto, ma è stato

**“La fine della stretta monetaria da parte della Fed e la stabilizzazione del dollaro USA sono favorevoli agli attivi dei mercati emergenti”.**

semplicemente oscurato dalla forte crescita degli ultimi anni. I timori torneranno ad affacciarsi non appena avverrà un drastico calo della crescita. *Niente di nuovo sotto il sole.*

## Come valutare i principali punti d'ingresso

Crediamo che l'aumento della volatilità sia destinato a durare in un contesto in cui si stanno concludendo le politiche di allentamento quantitativo, le condizioni di liquidità dei mercati si stanno deteriorando e si stanno diffondendo sempre più gli investimenti basati su algoritmi quantitativi. Inoltre l'incertezza a livello geopolitico, le dispute commerciali e le tensioni sociali continueranno a innescare episodi di impennata della volatilità. Ciò nonostante, il mix costituito dagli orientamenti di politica monetaria (ovunque più paziente e flessibile), dai negoziati incoraggianti sui dazi e dagli sforzi delle autorità cinesi volti a sostenere il ciclo economico costituisce l'elemento che potrebbe innescare una reazione positiva degli attivi rischiosi (o, viceversa, un notevole rischio di ribasso se l'evoluzione dei fattori citati dovesse essere deludente).

**In ultima analisi ci sembra giunto il momento di ricostituire l'esposizione al rischio, seppure all'interno di un quadro disciplinato**, nelle classi di attivi in cui è avvenuto un aggiustamento dei prezzi e i cui i fondamentali sono favorevoli, come ad esempio i Paesi emergenti e le obbligazioni societarie dei Paesi sviluppati. Anche le azioni europee sono state oggetto di pesanti correzioni e le loro valutazioni stanno ora scontando uno scenario eccessivamente pessimista; le condizioni rimangono tuttavia difficili per via dell'esposizione al rischio di questa classi di attivi, con diversi elementi di incertezza politica (Brexit, elezioni europee a maggio) che pesano sulla propensione al rischio degli investitori. Crediamo che in questo caso i punti di ingresso si materializzeranno più avanti nel primo semestre del 2019.

Facciamo affidamento sui nostri strumenti di monitoraggio del rischio nelle valutazioni delle scelte di investimento. Per ora manteniamo un "orientamento positivo" nei confronti degli attivi rischiosi, sapendo che gli obiettivi di performance sono più bassi rispetto al passato. Sarà indispensabile avere un approccio tattico e selettivo.

In un'ottica di lungo periodo **i rendimenti attesi aggiustati per il rischio saranno più bassi**. Le condizioni economiche e di stabilità assumeranno un ruolo cruciale. In particolare, fungeranno da elementi di discriminare il forte indebitamento totale e la sensibilità di alcune classi di attivi a questi indicatori. L'indebitamento totale ha infatti continuato a crescere in tutto il mondo sia a livello privato, sia a livello pubblico. La dinamica del debito, alle prese con un rialzo dei tassi in un ciclo finanziario maturo, potrebbe innescare un peggioramento delle condizioni finanziarie e generare instabilità. **Sarà determinante puntare idee di investimento supportate da una evoluzione sostenibile del debito in un contesto di riduzione della liquidità all'interno di un ciclo finanziario maturo.**

### L'elevato debito mondiale è un elemento da tenere sotto controllo



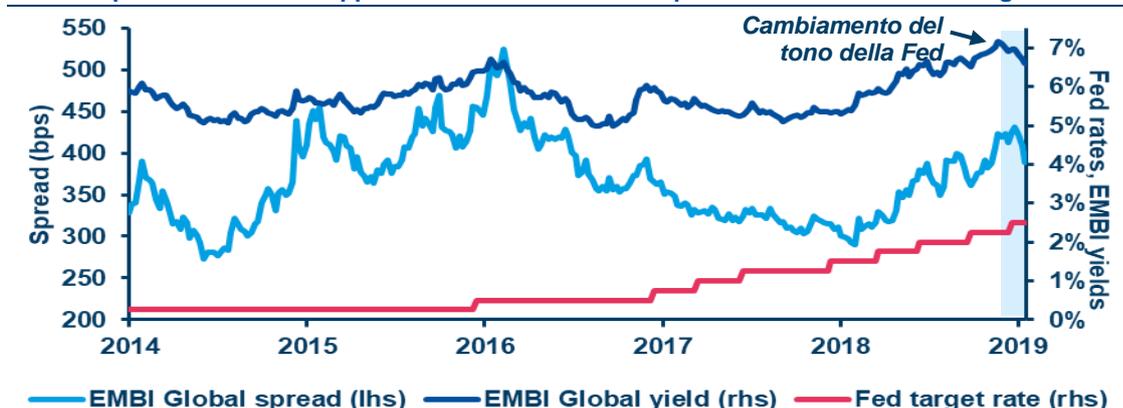
Fonte: elaborazione di Amundi basata sui dati IIF al 25 gennaio 2019.

**“Pensiamo sia giunto il momento di ricostituire l'esposizione al rischio nelle classi di attivi in cui è avvenuto un aggiustamento dei prezzi e i cui fondamentali sono favorevoli: i Paesi emergenti e il credito dei Paesi sviluppati.”**

## Opportunità numero uno: i mercati emergenti

I fondamentali dei mercati emergenti hanno dato prova di una relativa buona tenuta, nonostante il generale inasprimento della politica monetaria nel 2018, con alcune eccezioni rappresentate da storie specifiche legate a situazioni di squilibrio come in Turchia e in Argentina. Una Fed più accomodante, stime di un'inflazione moderata nella maggior parte dei Paesi emergenti e l'ampliamento del differenziale di crescita con i Paesi sviluppati nel secondo semestre sono tutti fattori che dovrebbero favorire i Paesi emergenti.

### Una Fed più accomodante rappresenta una buona notizia per le attività dei Paesi emergenti



Fonte: Bloomberg, 18 gennaio 2019. JPMorgan EMBI Global Blended index.

Essi contribuiranno a risvegliare l'interesse finora sopito degli investitori, soprattutto considerando il loro scarso posizionamento sia sul segmento azionario che obbligazionario. Come nel 2018, sarà assolutamente necessario essere molto selettivi e costruire dei portafogli basati su alcuni temi specifici o sulla loro esclusione (vulnerabilità esterne, potenziale di crescita, esposizione ai temi commerciali e ai cicli politici) e su storie societarie. Inoltre gli investitori dovrebbero essere consapevoli del fatto che le fasi di volatilità riemergeranno sul mercato per via del flusso di notizie sulle dispute commerciali e sui dati economici cinesi.

### Tabella: Convinzioni chiave sui mercati emergenti

#### Reddito fisso dei Paesi emergenti

**Il debito dei Paesi emergenti in valuta locale dovrebbe offrire rendimenti più elevati rispetto al debito dei Paesi emergenti in valuta forte ed essere contraddistinto da una maggiore volatilità.**

**Preferire i Paesi ad alto rendimento:** Brasile, Sudafrica e Indonesia

#### Azioni dei Paesi emergenti

Le **valutazioni** delle azioni dei Paesi emergenti **sono interessanti** e la nostra analisi del valore equo (fair value) suggerisce un rendimento attorno all'8%-10% in un'ottica di dodici mesi. I rendimenti da dividendi sono nettamente saliti e ci aspettiamo che migliorino ulteriormente in molti Paesi. I **dividendi** possono essere un tema su cui puntare in una fase matura del ciclo. **Preferiamo i Paesi con solide prospettive di crescita:** la Cina, visto che gran parte del suo rallentamento sembra essere già scontato dai mercati, l'India e l'Indonesia perché sono Paesi la cui crescita è alimentata dalla domanda interna. **Guardiamo con interesse anche a paesi** come la Russia, dove le valutazioni sono attraenti e inglobano già in parte l'impatto delle sanzioni.

**Rischi da monitorare:** andamento del commercio mondiale, relazioni tra Cina e Stati Uniti, eventi specifici e la sostenibilità della crescita cinese.

**Adottare una posizione difensiva nei confronti dei Paesi che presentano valutazioni care e un elevato rischio politico:** Cile e Thailandia (valutazioni care) e Turchia (rischio politico).

Fonte: Amundi al 24 gennaio 2019.

In termini di **rendimenti** potenziali per il **2019**, riteniamo che le azioni siano la classe di attivi più appetibile, seguita dalle obbligazioni dei mercati emergenti in valuta locale e dal debito in valuta forte (il debito in valuta locale dovrebbe essere più volatile di quello in valuta forte). Ci sono delle variazioni rispetto all'anno

*“Sarà la sensibilità a temi specifici (crescita, commercio, vulnerabilità esterne e cicli politici) a guidare la selezione nell'universo dei Paesi emergenti.”*

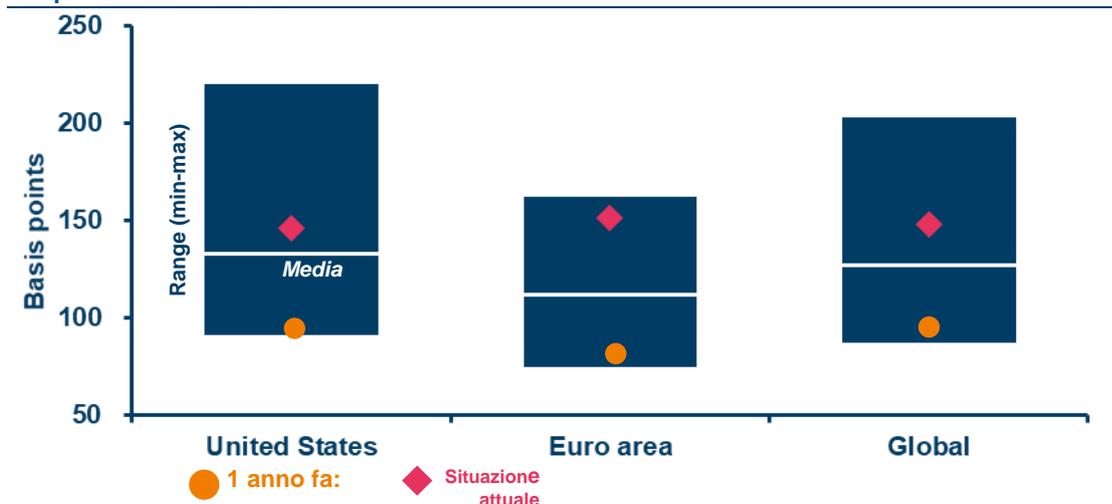
scorso, quando la pressione sulle valute era eccessiva e la nostra posizione molto prudente sul debito emergente in valuta locale.

## Opportunità numero due: i mercati del credito

Il 2018 è stato un anno in cui abbiamo ridotto i rischi e che si è concluso con un approccio prudente nei confronti del credito; a nostro avviso **il 2019 è invece l'anno in cui iniziare a ricostituire una certa esposizione al credito** pur mantenendo una rigorosa selezione stante il difficile contesto di fine ciclo e il peggioramento della liquidità.

**Di recente siamo tornati a nutrire un certo ottimismo nei confronti del credito dei Paesi sviluppati** perché pensiamo che in questa fase gran parte dell'ampliamento degli spread sia ormai avvenuto e che banche centrali più accomodanti (i tassi dovrebbe rimanere bassi ancora a lungo) ridurranno la pressione sul debito societario.

### Il credito torna a essere appetibile su scala mondiale: gli spread attuali rispetto a un range di cinque anni e un anno fa



Fonte: Bloomberg, 21 gennaio 2019. Merrill Lynch Investment Grade indices.

**In Europa le valutazioni sono tornate a essere interessanti** e il recente processo di correzione offre nuove opportunità. Visto che i rendimenti delle obbligazioni "core" probabilmente rimarranno bassi, **le obbligazioni societarie europee rappresentano, a nostro avviso, l'investimento chiave per il miglioramento del rendimento complessivo di un portafoglio obbligazionario europeo.** Il programma di acquisti di obbligazioni societarie si è ormai concluso, ma la BCE ha fatto sapere che sta considerando l'idea di lanciare delle operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (TLTRO) per evitare l'eccessivo inasprimento delle condizioni di liquidità; una tale iniziativa dovrebbe sostenere il mercato. Nel **segmento delle obbligazioni societarie Investment Grade** il mercato primario offre un premio dovuto al peggioramento delle condizioni della liquidità; consigliamo di rimanere flessibili e selettivi perché si tratta di un segmento affollato in cui, a seguito della chiusura del programma di allentamento quantitativo, potrebbe avvenire una riduzione della liquidità.

Nel **segmento delle obbligazioni societarie High Yield**, prevediamo che la principale fonte di rendimento giungerà dal carry piuttosto che dalla compressione degli spread. Tuttavia, in questa fase del ciclo la selezione è di vitale importanza per gestire il compromesso tra "sicurezza" e rendimento, quindi la nostra attenzione è rivolta al carry aggiustato per il rischio.

**Le obbligazioni scontano tassi di default più alti di quelli previsti** da noi (per le obbligazioni High Yield stimiamo dei tassi di default negli USA e in Europa che dovrebbero aggirarsi attorno al 2,5% entro fine anno) e non riteniamo plausibile un loro forte aumento dato il permanere di un contesto di crescita e che il rallentamento ciclico favorisce un atteggiamento più conciliante da parte della BCE.

**Negli USA**, l'approccio al mercato del credito è simile, ma il ciclo è più avanzato. I fondamentali preoccupano di più che in Europa: minaccia di ulteriori rialzi dei tassi di interesse (forse assisteremo ancora a un rialzo dei tassi negli USA), riduzione del bilancio della Fed, indebitamento nel settore societario, nel comparto del debito privato tutele (covenant) più deboli, crescita del mercato dei *leveraged loans* e maggiori rischi di liquidità. Tutti questi fattori potrebbero complicarsi nel caso di una decelerazione

sostanziale (o di una recessione) dell'economia americana. Questo non è il nostro scenario per il 2019, ma ci sono alcuni elementi che vanno seguiti con attenzione.

## Conclusioni

Puntare sul credito e sui Paesi emergenti sarà la strategia vincente per generare rendimenti nei portafogli obbligazionari nel 2019, pur mantenendo un approccio molto selettivo e tenendo gli occhi ben aperti. Questa analisi si basa sul fatto che la crescita sarà ancora sostenuta. Dato che non è scontata nei prezzi di queste asset class una recessione vera e propria, è molto importante un attento monitoraggio degli sviluppi macroeconomici e dell'analisi bottom-up.

**Per gli investitori obbligazionari che volessero assicurarsi rendimenti superiori con un orizzonte temporale adeguato**, anche attraverso un'esposizione diversificata a molteplici emittenti e settori, le soluzioni "buy and watch" potrebbero rappresentare un'opportunità interessante.

Inoltre, il riposizionamento graduale nelle **azioni dei mercati emergenti potrebbe essere un modo per pianificare investimenti di lungo periodo** sfruttando le valutazioni molto interessanti.

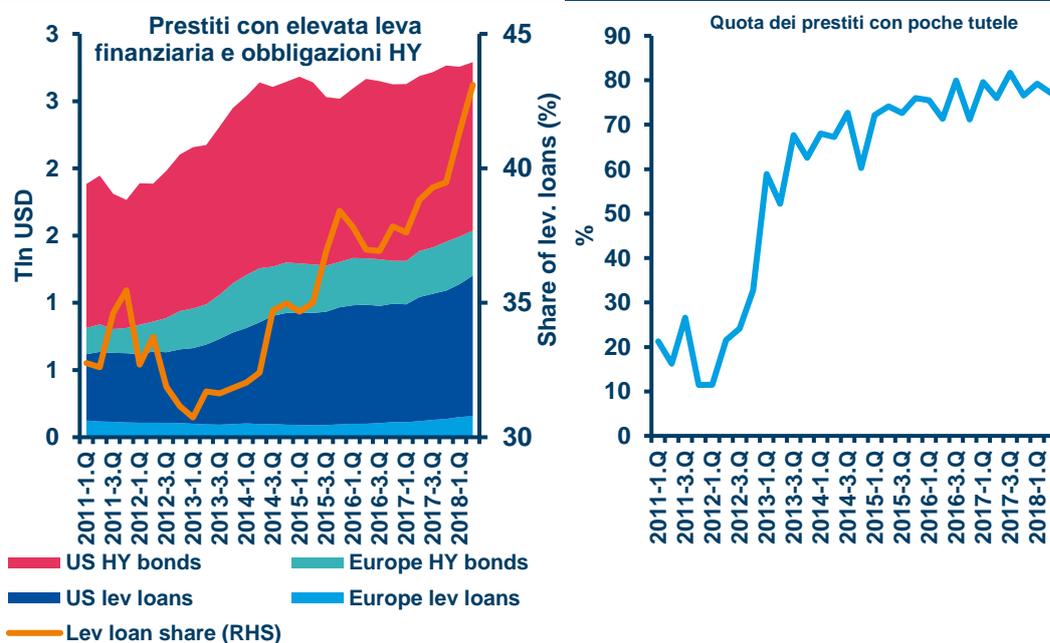
**Per gli investitori che hanno un'ottica più di lungo termine e sono in grado di affrontare qualche rischio di liquidità**, continuiamo a prediligere una presenza flessibile nel credito, prendendo in considerazione anche gli attivi illiquidi in ottica di diversificazione.

In questo caso, sarà indispensabile una selezione molto rigorosa perché il mercato del debito privato è indubbiamente salito in modo significativo negli ultimi anni e c'è stato un certo peggioramento degli standard del credito (ad esempio l'aumento del *covenant-lite*<sup>1</sup> financing, ovvero forme di finanziamento che offrono minori tutele ai prestatori e pongono minori vincoli ai mutuatari) e un aumento dell'indebitamento.

La recente compressione dei premi per il rischio di alcune emissioni private rispetto ai titoli quotati in borsa rende ancora più complessa la ricerca di opportunità ad alto rendimento che giustificano un rischio più elevato.

Sarà essenziale un'approfondita analisi del credito: il rallentamento della crescita farà emergere situazioni di fragilità ma potrebbe anche creare delle opportunità.

### Crescita delle obbligazioni HY e dei mercati dei prestiti con elevata leva finanziaria e con minori protezioni del credito



Fonte: Banca dei Regolamenti Internazionali al 15 gennaio 2019. Grafico a sinistra: quota dei *leveraged loan* come % dei finanziamenti a leva (HY e *leveraged loan*). Grafico a destra: quota dei prestiti *covenant-lite* come totale in essere dei *leveraged loan*.

<sup>1</sup> Si tratta di accordi sui prestiti che contengono pochi vincoli finanziari – quando non sono assenti del tutto - oppure di stipule che proteggono i finanziatori.

## AMUNDI Investment Insights Unit

Amundi Investment Insights Unit (AIU) mira a trasformare le competenze del nostro CIO e la conoscenza globale degli investimenti di Amundi in idee di investimento concrete e strumenti definiti in base ai bisogni degli investitori.

In un mondo in cui gli investitori sono esposti a informazioni provenienti da più fonti, vogliamo diventare partner di fiducia per fornire spunti e informative chiari, tempestivi e rilevanti che possano aiutare i nostri clienti a prendere decisioni di investimento consapevoli.

### Avvertenze

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti, che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenute, sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento. Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi Asset Management, non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria.

Data di primo utilizzo: [28 gennaio 2019](#).