the day after

#10 | Luglio 2020

Ripensare l'approccio all'asset allocation e alla ricerca macro: quello che abbiamo imparato durante la crisi del Covid-19

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Documento ad uso esclusivo degli investitori Professionali

Autore

Monica DEFEND,
Global Head of Research

"Renditi conto che ogni cosa è connessa con tutte le altre (Leonardo da Vinci)"

Covid-19 ha accelerato l'entropia dei mercati e i 'risk takers' dovranno verosimilmente modificare il loro approccio all'investimento e alla asset allocation in particolare

Le crisi creano sconvolgimento e Covid-19 non fa eccezione, portando alla luce nuove complessità, opportunità e rischi nel mondo finanziario e negli investimenti in particolare.

Dal nostro punto di vista, come team di ricerca, ci siamo resi conto che la pandemia ha innescato:

1. **Un contesto macro-finanziario in rapida evoluzione**.
   È diventato molto più difficile fare pervisioni macro e di mercato, sia in ottica di breve che di medio termine, a causa della mancanza di dati sui fondamentali (anche il semplice calcolo mensile dei prezzi al consumo è diventato parziale a causa dei lockdown e della mancanza dei dati) e delle conseguenze ancora sconosciute delle politiche non convenzionali implementate.

2. **Uno shock «sanitario» globale che colpisce le economie e si ripercuote sull'intero spettro delle classi di attività.** L'incertezza rispetto agli effetti del virus sulla vita stessa degli individui ha dato la iniziale sferzata al rialzo della volatilità dei mercati finanziari. In seguito, la sequenza di annunci politici, il pronto interevento delle autorità monetarie prima e fiscali in seguito ha comportato una progressiva diminuzione della volatilità, in particolare nel reddito fisso.

3. **Un profondo scollamento tra l' andamento dei fondamentali macro (utili azienda, crescita economica, disoccupazione) e i mercati finanziari (attività rischiose in particolare).** Abbiamo assistito a una crisi di fiducia globale e una repentina contrazione della crescita globale. Le classi di attività hanno registrato cali molto significativi reagendo al comune «sconosciuto», il virus. Le significative iniezioni di liquidità da parte delle banche centrali sullo sfondo di informazioni più confortanti sulla pandemia hanno poi supportato il rally. Come strategist, abbiamo elaborato previsioni quando le società dal canto loro non davano visibilità sui loro profitti futuri. Se da un lato l'impulso monetario e fiscale ha sostenuto il rialzo delle attività rischiose, dall'altro ha distorto la reale rischiosità intrinsica in aziende altamente indebitate o con bilanci non solidi.

4. **Interventi diretti e sostanziali delle autorità centrali nelle dinamiche dei mercati. Il normale funzionamento dei corsi finanziari è stato stravolto a partire dai criteri di valutazione, i fattori tattici e strategici che normalmente li guidano, creando (pericolosi) squilibri nei prezzi e nel posizionamento degli investitori.** Le **banche centrali** hanno percorso nuove vie[1] di politica monetaria non convenzionale, prolungando il ciclo economico finanziario ancora una volta mentre nuovi volumi di debito si stanno accumulando. Le curve dei rendimenti si discostano dalla normale interazione tra domanda e offerta mentre il rischio di bolle finanziarie, nel caso in cui le politiche fiscali non raggiungessero i risultati richiesti, diventa tangibile. **I governi** infatti hanno prima affrontato l'emergenza sanitaria (con restrizioni internazionali sui viaggi e i trasporti, miglioramento delle cure mediche e misure nazionali di contenimento del virus specifiche) e poi hanno attuato politiche fiscali, non solo reagendo (con aiuti di Stato/sovvenzioni), ma anche cenrcando di prevenire i potenziali danni che il Covid-19 infliggerà al mercato del lavoro, ai consumi e quindi alla crescita.

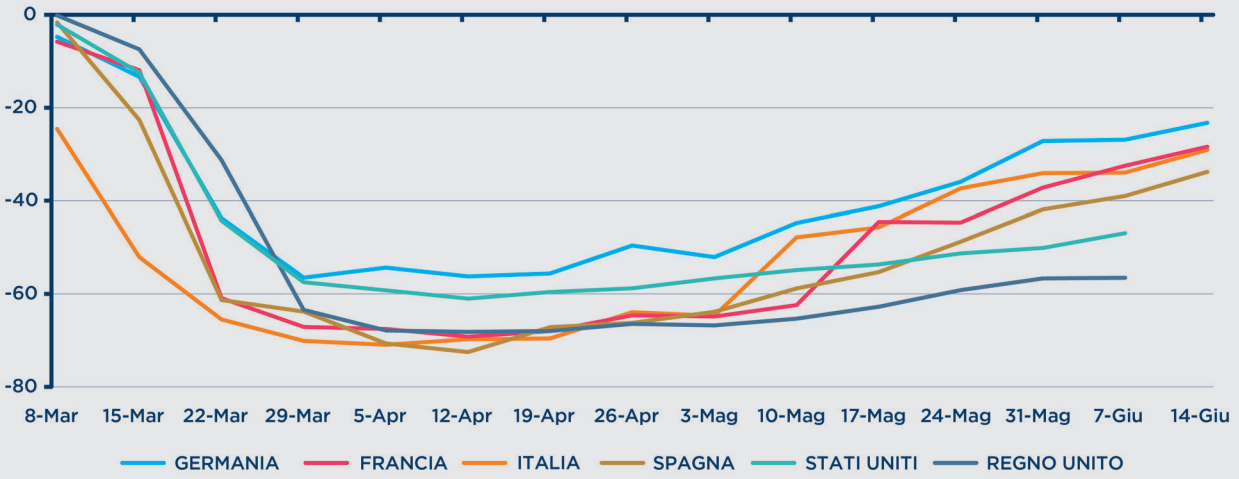
L'effetto netto di questi interventi resta difficile da valutare, ma è chiaro che il nostro modo di pensare deve evolversi per analizzare questo nuovo ecosistema macro-finanziario.

1 Nuove frontiere per le Banche Centrali, The Day Afer # 5, D. Borowski, Maggio 2020.

La nostra risposta al COVID-19: analisi e risultati

Ci siamo presto resi conto che la crisi sanitaria globale stava avendo un enorme impatto sulle economie: uno shock profondamente negativo, potenzialmente in grado di innescare cambiamenti strutturali sul fronte del commercio globale, della gestione delle scorte o del grado di «apertura» delle economie. Siamo convinti che alcune variabili macroeconomiche siano fattori critici nel funzionamento dei mercati finanziari. Crescita, inflazione, tassi di interesse, liquidità e debito resteranno fondamentali. La natura di questa crisi richiede un'evoluzione nel modo in cui studiamo questi fattori.

Grafico 1: Dati ad alta frequenza per monitarare l'attività economica
La pandemia ha colpito i diversi paesi in sequenza e tali paesi ora si stanno riprendendo sostanzialmente replicando la stessa sequenza. Sulla base dei dati relativi a mobilità/tempo libero/consumo energetico, abbiamo costruito un indice che mostra come Germania, Francia e Italia registrino una ripresa più rapida rispetto al Regno Unito e agli Stati Uniti.



Fonte: Amundi Global Research Elaborazione dei dati Bloomberg al 25 giugno 2020. Sono presi in considerazione la mobilità, le prenotazioni dei ristoranti, il rigore del lockdown, il consumo energetico, le vendite al dettaglio e alcuni dati ad alta frequenza specifici per paese.

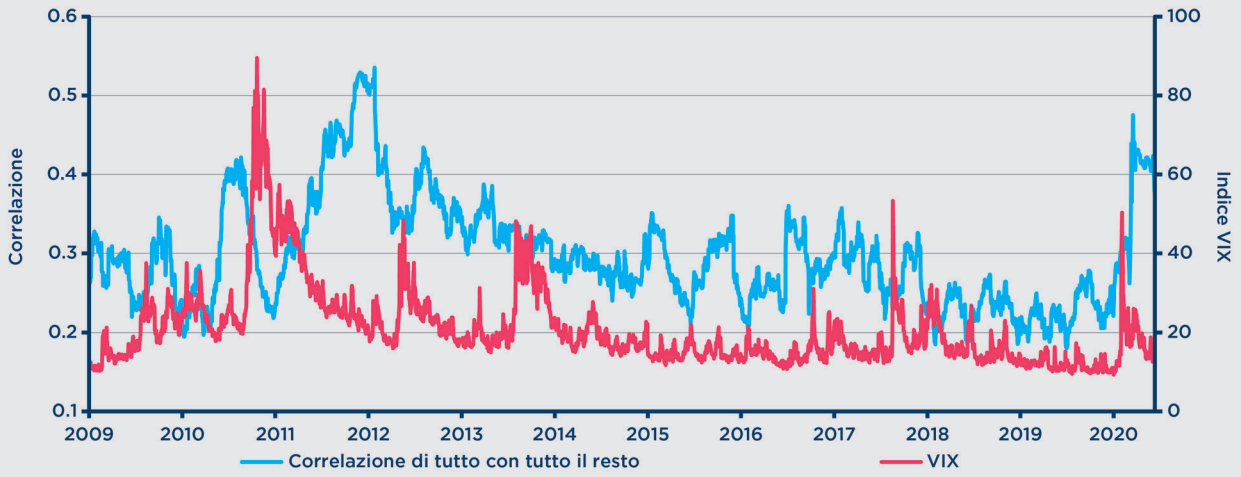
In particolare:

1. Abbiamo affiancato alle tradizionali relazioni causali macro/mercati/micro, indicatori non lineari basati sui big data per il «nowcasting» ovvero per le previsioni di brevissimo periodo, per tracciare i fattori di rischio trasversali che, a nostro avviso, si comporteranno come i nuovi 'market mover', nonché monitorare l'asimmetria e la velocità di reazione dell'attuale contesto macro con il fine ultimo di affinare le previsioni. Durante la pandemia, i nostri modelli bayesiani di previsione macro sono stati soggetti a continue rivalutazioni ogni qualvolta nuove informazioni divenivano dsponibili variando gli input sottostanti. La generale fluidità della situazione, la mancanza di evidenza sui dati fondamentali e l'incertezza sulle dimensioni e sulle tempistiche delle politiche di bilancio stanno alterando il contributo percentuale all'indentità di contabilità nazionale. di consumi, investimenti, spesa pubblica e commercio estero netto. Le preferenze dei consumatori cambieranno strutturalmente? Quanto sarà rapida e sincronizzata la deglobalizzazione? Quali saranno i settori interessati dalla endogenizzazione dei processi produttivi? Il loro peso nell'economia cambierà? Quando si riprenderanno i settori ad alta intensità di manodopera, come quello alberghiero?

Le risposte a queste domande influenzeranno la produttività e la crescita nel medio-lungo termine. Tuttavia, in qualità di 'risk takers', ci siamo concentrati soprattutto sull'orizzonte a breve termine per trovare il posizionamento sui mercati più appropriato in questo contesto. Abbiamo integrato il nostro approccio strutturale alle previsioni macro con il supporto di dati ad alta frequenza e dati di natura micro-economica.

- **Abbiamo utilizzato i big data e analisi panel data, consapevoli che la risoluzione dei problemi a 'n' dimensioni avrebbe richiesto lo studio e la gestione di grandi database. Questa evoluzione ha richiesto una capacità analitica più potente.**
- Abbiamo esteso le nostre analisi a quasi 300 classi di attività per cogliere meglio i co-movimenti all'interno e tra le classi di attività. La tecnologia ci ha aiutato: lo sviluppo di algoritmi di intelligenza artificiale codificati in Python ha il vantaggio di analizzare un ambiente in continua evoluzione. Allo stesso tempo, l'identificazione di specifici regimi finanziari[2], rispetto al campionamento casuale, entro i quali far girare gli algoritmi di apprendimento migliora i risultati, automatizzando i calcoli in un contesto di crescente complessità nella gestione dei dati.

Grafico 2: «Tutti contro tutti» : andamento delle Correlazioni
Picchi della volatilità sono intrinsechi dei corsi finanziari, ma le correlazioni generalmente mutano in modo più lento.



Fonte: Amundi, Bloomberg. Dati giornalieri. La "Correlazione di tutto rispetto a tutto il resto" è calcolata come la grandezza media di 15 correlazioni cross asset. Si tratta di correlazioni calcolate su rendimenti rolling/variazioni in punti base, tra (1) S&P500, (2) rendimenti obbligazionari (media USD 2y e 10y), (3) Curve di rendimento (USD 10Y-2Y), (4) Credit Spreads (Moody's BAA - USD 10y), (5) Dollar Index (DXY) e (6) Commodities (GSCI Spot).
Dati al 16 giugno 2020.

2. GREAT (Global Risks Exposure Attribution Tool) il nostro strumento di analisi di portafoglio dove abbiamo sistematiczzato i risultati delle nostre analisi.

   Una volta verificato che il nostro insieme di fattori macro è significativo ai fini dello studio dell' andamento dei mercati finanziari, ci siamo resi conto che anche la loro ciclicità è rilevante. Ad esempio, la sensitività delle azioni dei mercati sviluppati ai prezzi (CPI, PPI) passa da positiva in contesto di disinflazione/ reflazione a negativa in iperinflazione. Queste variazioni di sensitività sono

2 Questo è ciò a cui ci riferiamo quando scriviamo «state-dependent» nel resto del documento. Poiché i cicli economici e i regimi finanziari influenzano i mercati finanziari, li fissiamo come le pietre miliari del nostro quadro di asset allocation dinamica basato sullo scenario. Abbiamo utilizzato la crescita, l'inflazione, gli aggregati monetari e il debito globale per esplorare 120 anni di storia e raggruppare i dati in 5 regimi finanziari: contrazione, rallentamento, ripresa, fine ciclo e «reflazione degli asset» a partire da politiche non convenzionali. Ciascuna fase è identificata in termini di distanza dal fattore di rischio macro e caratterizzata da una persistenza ricorrente nei flussi di rendimento. Abbiamo identificato alcune persistenze e consistenze per cui questi regimi presentano andamenti diversi per i mercati finanziari non solo in termini di rendimenti delle classi di attivi, rischi e target, ma anche in termini di correlazioni tra attività ed esposizione a fattori macro-finanziari rilevanti. Cesarini F, Defend M, Portelli L, The Advanced «Investment Phazer», 2011.

specifiche di ogni singola classe di attività, anche all'interno dello stesso cluster (azionario, obbligazionario e delle materie prime). Ad esempio, la sensitività delle azioni giapponesi agli aggregati monetari pari al 3 volte quella dei titoli azionari statunitensi.

Per ciascun fattore quindi abbiamo identificato un livello «basso», «medio» e «alto» e abbiamo distinto la sensitività di ciascuna classe di attività nei tre casi («importanza della derivata prima del fattore macro»). Infine, abbiamo verificato che, oltre alla significatività statistica, i risultati fossero solidi dal punto di vista della teoria economica.

Tutte queste informazioni sono state inserite in GREAT e utilizzate per la valutazione top-down dell'esposizione dei portafogli ai fattori di rischio macro, come discuteremo nel prossimo paragrafo.

3. Se i fattori macro influenzano le dinamiche dei mercati abbiamo pensato di sviluppare un approccio alla asset allocation top down ad essi orientato[3]. **Identificati i rischi comuni alle classi di attività, calcolate le sensibilità dell'universo investibile a tali fattori, abbiamo associato ai fattori delle proxy basate su nostre previsioni e analisi per spostarci in una dimensione prospettica.**

Crediamo che l'approccio alla asset allocation basato su fattori macro possa rafforzare la diversificazione del portafoglio, ridurre la volatilità e auspicabilmente migliorare le

Tabella 1: Un framework di ricerca in evoluzione

	Pre- Covid19 (Dalla crisi finanziaria globale)	Post Covid-19	Amundi Research nel Day After
Economia	La politica monetaria è l'unico fattore in gioco Dati macro fondamentali trimestrali e mensili Crescita, inflazione, tassi, aggregati monetari, debito, liquidità sono i principali fattori macroeconomici	La politica monetaria e fiscale sono interconnesse Dati ad alta frequenza Crescita, inflazione, tassi, aggregati monetari, debito, liquidità sono i principali fattori macroeconomici	Le previsioni basate su modelli autoregressivi vettoriali bayesani sono integrate da indicatori non lineari per il nowcasting **Advanced Investment Phazer** per mappare lo scenario base e gli scenari alternativi (a medio termine) **Composite Economic Momentum Indicator (CEMI)** per monitorare le fluttuazioni di breve termine e i punti di svolta
Mercati finanziari	Dalla reflazione degli asset alla fase finale del ciclo Contesto economico, valutazione, risk sentiment e fattori tecnici sono i driver di mercato strategici e tattici.	Dalla contrazione alla ripresa Quadro macro, valutazioni e prezzi di equilibrio, risk sentiment e fattori tecnici sono i driver strategici e tattici del mercato.	Integrazione dell'approccio parametrico e dell'approccio non parametrico. **GREAT** per includere e sistematizzare le sensitività (non lineari) delle classi di attività ai fattori di rischio macro.
Conseguenze dell'investimento	Framework SAA-TAA[4] Diversificazione tra le diverse classi di attività.	Framework dinamico Diversificazione tra fattori di rischio macroeconomici.	Asset allocation basata su **fattori di rischio macro, «state dependent»** o basata su regimi.

Fonte: Amundi Global Research Processing, al 15 giugno 2020.

3 Questo documento si concentra sui fattori macroeconomici, come riferimento per i fattori di stile (value, volatilità minima, momentum, qualità): Cfr. «Investment Cycles and Asset Allocation», Mijot E, Economica, 2018.
4 SAA sta per asset allocation strategica, TAA sta per asset allocation tattica.

performance del portafoglio e sia particolarmente adeguato all'attuale contesto. L'universo d'investimento continuerà a evolvere rapidamente, con sensitività diverse ai fattori macroeconomici comuni che lo guidano. In questo momento **particolare ad esempio, il sostegno delle banche centrali ai mercati e le notizie relative alla pandemie hanno una influenza sostanziale**. Di conseguenza, le correlazioni sono distorte da condizioni di funzionamento di mercato anomale altrimenti non si spiegherebbero il crollo su tutti i mercati o il successivo rally che ha incluso anche i titoli «zombie» con fondamentali notoriamente deboli.

Inoltre, il rischio è che un simile contesto esasperi la debolezza dell'asset allocation costruita su silos di asset class (azioni, reddito fisso, materie prime, valute). Covid-19 ha rappresentato **l'opportunità per il nostro 'Approccio basato sui regimi' di evolvere verso un modo più esplicito di operare basato sui fattori macro, utilizzando l'approccio non lineare e l'intelligenza artificiale per potenziare la ricerca di opportunità cross-asset in un contesto di dinamiche di mercato non convenzionali. A nostro avviso, un'asset allocation basata su fattori[5] di rischio macro** che consenta di allocare il budget di rischio a ciascun fattore macro e al contempo il posizionamento cross-asset in base alle maggiori convinzioni dell'investitore[6] è l'approccio giusto in un contesto in cui i fattori macro non solo influenzano i mercati, ma ne sono il minimo comunce multiplo su scala globale.

GREAT consente di calcolare l'esposizione di ciascun portafoglio ai fattori di rischio (beta), monitorando al contempo le variazioni del beta e la coerenza del budget di rischio quando vengono implementate diverse strategie legate ai fattori.

L'intero processo è stato affascinante e impegnativo.

Mantenere il controllo dell'intero processo è stato fondamentale. Il nostro framework basato sui regimi finanziari articolato su scenari base e alternativi, chiare ipotesi macroeconomiche e conseguenze finanziarie è stato molto utile per avere dei valori di riferimento per avviare con alcuni «a priori» le procedure di clustering. Inoltre, siamo dovuti uscire dalla nostra zona di comfort centrata sull'analisi delle serie storiche e della stima parametrica. La valutazione della consistenza, dell'affidabilità e della significatività dei risultati diventa più impegnativa quando è indirizzata su grandi volumi di informazioni e su relazioni strutturali in evoluzione non lineare. Le macchine sono più veloci degli esseri umani

Tabella 2: Mappatura dei fattori di rischio

Fattore di rischio Macro	Proxies	Motivazione
Crescita	*PIL Globale Reale (USA, Zona Euro, Giappone, GEM), Ricavi e EPS US*	Esposizione al ciclo economico globale
Inflazione	*Stati Uniti: CPI, PPI, ULC. Zona euro: CPI, PPI. Giappone: CPI*	Esposizione alle variazioni dei prezzi
Tassi nominali	*UST 2,5,10 ANNI. BUND 2,5,10 anni*	Esposizione alle variazioni dei bucket di curva dei rendimenti dei mercati sviluppati
Debito e aggregati monetari	*US Fed Rate e M1, M1 & M3 Eurozona, bilanci banche centrali G4 (Fed, BCE, BOJ, BOE), livello di leva globale*	Esposizione alla leva finanziaria e trasmissione della politica monetaria non/convenzionale
Liquidità	*(Tutti gli indicatori proprietari) Global Financial Conditions Index, CAST, COMBO*	L'esposizione alle condizioni finanziarie e al sentiment di rischio, è l'unico fattore che restituisce un segnale digitale ON/OFF

Fonte: Elaborazione Amundi Global Research, Bloomberg, al 15 giugno 2020. JPM per gli indici obbligazionari, MSCI per gli indici azionari, ML per il credito.

5 I fattori di rischio macroeconomici si riferiscono a fattori economici che influenzano nel tempo le classi di attività e la volatilità degli investimenti.
6 Multi-Asset: Un approccio di portafoglio globale solido per un mondo complesso M. Germano, E. Tazè Bernard, maggio 2020.

Tabella 3: Sensitività delle classi di attività ai fattori macro (di rischio)[7]

Sensibilità ai fattori globali									
	Crescita		Inflazione		Politica monetaria		Tassi nominali		Liquidità / Sentiment
	Da Inferiore al Trend a Trend	Da Trend a superiore al Trend	Da Inferiore al Trend a Trend	Da Trend a superiore al Trend	Da Inferiore al Trend a Trend	Da Trend a superiore al Trend	Da Inferiore al Trend a Trend	Da Trend a superiore al Trend	Da 'off' a 'on'
Liquidità									
Govies									
Inflation-Linked									
GEM									
IG									
HY									
Azioni Europee									
Azioni Nord America									
Azioni Giappone									
Azioni Pacifico Ex-Giappone									
Mercati emergenti Azioni Asia									
Mercati emergenti Azioni Latam									
Mercati emergenti Azioni EMEA									
Petrolio									
Risorse di base									
Oro									

Fonte: Rosso scuro = sensitività negativa, sensititività minima; verde scuro = sensitività positiva, sensitività massima. Elaborazione Amundi Global Research, Bloomberg, al 15 giugno 2020. JPM per gli indici obbligazionari, MSCI per gli indici azionari, ML per il credito.

ma sono uno strumento. E' il cervello umano che deve definire il problema, scegliere la tecnica più adatta e, alla fine, utilizzare il buon senso e la capacità di giudizio per interpretare la significatività della soluzione finale. Non abbiamo cambiato il nostro pensiero in questo senso.

L'asset allocation basata su macro fattori consente di diversificare i rendimenti in una dimensione veramente cross asset di portafoglio.

Abbiamo identificato questi fattori macro (di rischio) come le principali discriminanti top-down delle attività e li abbiamo utilizzati all'interno dei cinque regimi finanziari che abbiamo definito ex-ante, calcolandone le sensitività «state dependent» delle classi di attività all'interno dell'universo investibile.

La traiettoria verso il nuovo equilibrio nel «Day after» non sarà lineare. Abbiamo adottato algortimi non lineare applicati a big data al fine di migliorare la nostra

7 Le proxy dei fattori macroeconomici (di rischio) si basano su previsioni, strumenti e analisi elaborati da Amundi Cross Asset Research.

comprensione della sensitività delle classi di attività ai fattori di rischio.

Collegando i punti tra loro

La pandemia ha fatto di necessità virtù.

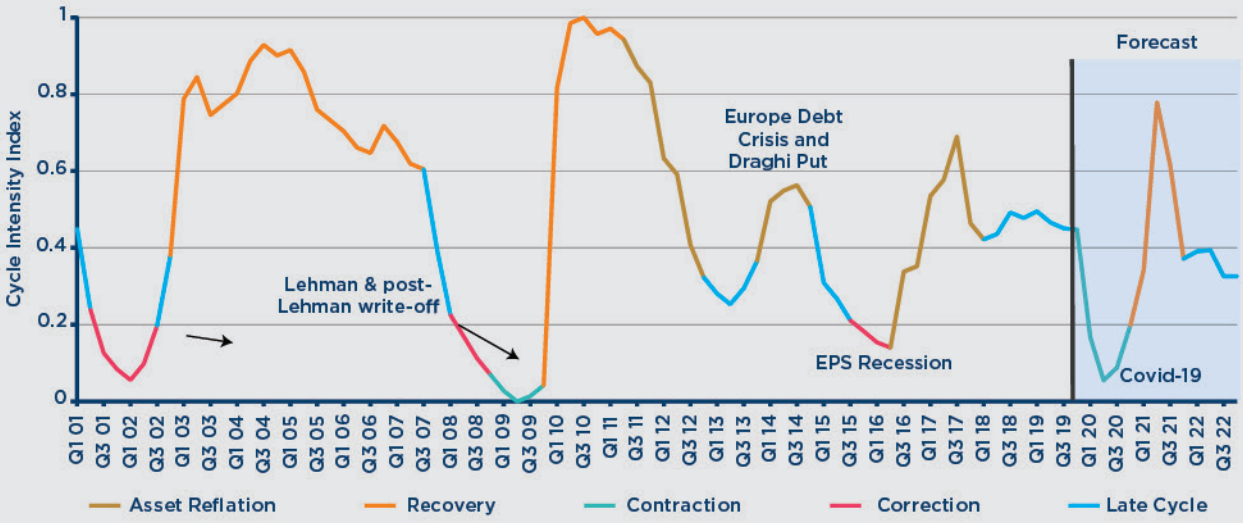
1. **Una volta elaborati gli scenari base e alternativi, li abbiamo inseriti nell'Investment Phazer e nel contesto dei nostri regimi finanziari abbiamo studiato i comportamenti di riferimento delle classi di attività.**

   Il nostro scenario di base prevede una recessione globale profonda e di breve durata nella prima metà del 2020, seguita da una ripresa nel terzo trimestre 2020. In una progressione sequenziale, i paesi torneranno lentamente ai livelli pre-crisi (mercati emergenti nel Q2 2021, economie sviluppate nel Q4 2022). Crediamo che i catalizzatori per muoverci da uno scenario all'altro saranno rispettivamente la scoperta di un vaccino testato (upside) o la mancata trasmissione degli acceleratori di politica monetaria e fiscale all'economia reale[8]. Abbiamo poi considerato evidenze macro e micro fondate su dati ad alta frequenza per cogliere le fluttuazioni più di breve termine attorno al trend di medio.

La pandemia ha alterato l'evoluzione dei cicli dei regimi finanziari che prevedevamo all'inizio dell'anno. Siamo improvvisamente entrati in una fase di contrazione (e conseguente risk off sui mercati finanziari). Ci aspettiamo di raggiungere il punto di minimo nel terzo trimestre. Gli acceleratori di politica economica consentiranno una ripresa sequenziale con significative divergenze tra e all'interno delle regioni.

In questo contesto, crescita, tassi, inflazione, politiche monetarie e fiscali sono fortemente interconnesse. Il loro potenziale scollamento potrebbe avere conseguenze significative sui mercati. Se cambiamo prospettiva, però, questa situazione ha creato alcuni fattori macro specifici che influenzano i mercati. Incentrare la asset allocation intorno a questi fattori macro calibrando la sensitività dell'esposizione può essere la nuova chiave di lettura.

Grafico 3: Evoluzione dei regimi economcio finanziari, secondo il nostro indicatore del ciclo (Advanced Investment Phazer)



Fonte: Amundi Global Research - Dati al 15 giugno 2020.

8 »Investing in a de-freezing cycle» Amundi Outlook seconda metà 2020, giugno 2020.

2. Calcoliamo i rendimenti attesi su un ampio spettro di classi di attività e li articoliamo in base agli scenari base e alternativi[9]. Abbiamo accelerato e affinato l'uso dell'intelligenza artificiale per **catturare le relazioni non lineari tra fattori macro e mercati, valutando in modo dinamico l'esposizione ai fattori (di rischio) macro**.
3. Utilizziamo GREAT per integrare le nostre analisi, derivare le preferenze in termini di asset allocation e allocare il rischio di portafoglio calibrando l'esposizione ai fattori di rischio sulla base delle nsotre convinzioni macro finanziare

Le nostre attese e conseguenze di investimento

Una ripresa lenta ed eterogenea è il nostro scenario centrale. La recessione, limitata alla prima metà del 2020, sarà seguita da un breve rimbalzo nel terzo trimestre, e poi da una lenta e irregolare convergenza ai livelli pre-crisi (2022/23). Dopo una prima fase di disinflazione, ci attendiamo che il livello dei prezzi converga a livelli di inflazione inferiori rispetto ai target delle banche centrali, con potenziali picchi dovuti all'effetto base di alcune componenti degli indici di prezzo (ad esempio il petrolio). Il supporto legato alle misure di politica economica sostiene gli asset rischiosi. Tuttavia, il disallineamento dei prezzi dai loro fondamentali aumenta i rischi di correzione. A medio termine, prevediamo una ripresa dell'utile per azione a forma di V.

Tabella 4: Preferenza per le classi di attività

Fattori macroeconomici	Bassa	Media	Alta
Crescita	*Govies, IG, Azioni Pacifico ex Giappone, oro*	Inflation linkers, DM HY, azioni USA e LatAm, petrolio	Inflation linkers, obbligazioni GEM, azioni europee e giapponesi, metalli di base
Inflazione	*Govies, IG, Azioni Pacifico ex Giappone e LatAm, oro*	Inflation linkers, obbligazioni GEM, azioni europee e giapponesi, petrolio	Cash, inflation linkers, obbligazioni GEM, azioni EMEA- Latam, oro
Debito e Agg monetario	*Cash, govies, Azioni Pacifico ex Giappone, petrolio*	HY, IG, Azioni Asia, oro	Govies, IG, azioni europee e giapponesi
Tassi di interesse	*Govies, IG, Azioni USA e Latam, oro*	Inflation linkers, HY, azioni europee e giapponesi, petrolio	Cash, IG, azioni Asia e Latam equity, metalli di base
Liquidità	*Govies, Azioni Usa, oro*	Non applicabile in quanto il segnale è digitale (ON/OFF)	HY, IG, azioni europee, metalli di base
Liquidità	*(Tutti gli indicatori proprietari) Global Financial Conditions Index, CAST, COMBO*	L'esposizione alle condizioni finanziarie e al sentiment di rischio, è l'unico fattore che restituisce un segnale digitale ON/OFF	

Fonte: Amundi Global Research su Bloomberg, al 15 giugno 2020. PJX, Pacific ex Japan, JPM per gli indici bond, MSCI per gli indici azionari, ML per gli indici di credito. I box evidenziati in azzurro sostengono la nostra principale convinzione di outlook nei prossimi 6 mesi.

In breve, per sintetizzare le nostre attese sull' evoluzione dei fattori di rischio macro

- Fattore CRESCITA: da basso a medio.
- Fattore INFLAZIONE: basso.
- Fattore TASSI: basso

Le politiche monetarie ultra-accomodanti manterranno i tassi d'interesse stabilmente bassi in tutto il mondo. Il potenziale di rialzo per i tassi è mitigato dalla forte domanda da parte delle banche centrali.

I governi stanno finanziando l'emergenza con emissioni a breve scadenza. I programmi di acquisto delle banche centrali e le garanzie statali sono volti a prevenire il fallimento

9 Abbiamo definito gli scenari di base e alternativi come la combinazione probabilistica dei nostri 5 regimi finanziari. Per il 2020, abbiamo ipotizzato una correzione per lo scenario al ribasso, una combinazione fine ciclo /correzione per lo scenario di base e ciclo per lo scenario al rialzo. Per il 2021, abbiamo previsto un regime di ripresa.

delle aziende, inettando liquidità del sistema e preservando , per quanto possibili, le condizioni di solvibilità, almeno nel breve termine.

- Fattore Debito e AGGREGATI MONETARI: da medio ad alto
- Fattore LIQUIDITÀ: alto.

In base al nostro outlook e le previsioni dei fattori macro abbiamo riportato in tabella la nostra preferenza sulle classi di attività. In questo ocntesto, il rischio (geo) politico non è esplicitamente considerato in quanto difficilmente misurabile. Questo è il momento in cui intervene la valutazione qualitativa. Questo ci ha portato a giugno ad essere meno costruttivi sulle azioni Pacifico ex Giappone e Latam, ad esempio. Govies, oro e IG si inseriscono in quasi tutti i nostri box, mentre la preferenza relativa tra azioni europee e statunitensi è motivata dal fattore liquidità rappresentando una scelta più tattica.

Imparare non stanca mai la mente

A seguito del Covid-19, il mondo finanziario è diventato sempre più complesso, irrazionale, non lineare e non può rientrare in un'architettura di analisi rigida e statica. **Le aspettative sui fattori macroeconomici guidano più che mai i mercati finanziari**.

La crisi ha innescato una **transizione verso un nuovo equilibrio economico e finanziario che evolve dinamicamente in modo non lineare ma quasi ad "ondate"**.

La situazione attuale è una tempesta perfetta: l'entropia del mondo è aumentata in modo esponenziale.

In un simile contesto, riteniamo che la valutazione dei fattori di rischio macro sia fondamentale per generare rendimenti per gli investitori ed è necessario adottare un approccio davvero multi-asset. A nostro avviso, **la considerazione di fattori di rischio macroeconomici e la combinazione di classi di attività nell'ambito di questo nuovo quadro dovrebbero facilitare la diversificazione, favorire l'utilizzo del budget di rischio e, infine, migliorare i rendimenti del portafoglio**.

Molto spesso in passato, molte idee d'investimento percepite come opportunità alpha sono state un trasferimento di beta involontario su fattori non pienamente compresi dai risk takers. Per questo motivo, un approccio top-down rigoroso che valuta un fattore nella sua articolazione e interdipendenza con le diverse classi di attività consente la trasformazione di un rischio specifico in una chiara opportunità d'investimento.

L'approccio seguito dalla ricerca deve evolversi per rispondere alla necessità di trovare rapidamente e in modo flessibile risposte agli shock esterni.

Nell'ultimo trimestre, abbiamo fatto progressi nell'applicazione **del machine learning e dei big data applicati all'economia e i mercati finanziari**, sfruttando la capacità dei learning system di adattarsi a un contesto macrofinanziario in evoluzione.

Anche **il nostro approccio all'asset allocation si è evoluto: siamo passati dalla diversicazione per classi di attività alla diversificazione per fattori macro di rischio**, poiché Covid-19 è uno shock condiviso tra tutte le economie e le classi di attività. L'esposizione al rischio è globale, ma l'impatto sulle classi di attivi è locale.

Riteniamo che per essere competitivi le combinazioni di attività finanziarie dovrebbero essere definite in base a strategie fattoriali, piuttosto che in base a tradizionali combinazioni di rischio/rendimento, l'approccio all'asset allocation basata sui flussi di rendimento cambierà e gli obiettivi di portafoglio si sposteranno dall'essere basati su benchmark all'essere orientati ai risultati[7].

"La creatività è l'unica cosa che non si può esaurire. Più la usi più ne hai!"

Maya Angelou

Amundi
ASSET MANAGEMENT

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 contenuti 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 SGR S.p.A., 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.
Dati, opinioni e stime possono essere modificati senza preavviso. Il presente documento è stato predisposto da Amundi, società anonima con capitale di 1.086.262.605 € - Società di gestione approvata dell'AMF N°GP 04000036 – Sede legale: 90, boulevard Pasteur – 75015 Parigi – Francia 437 574 452 RCS Parigi.

Data del primo utilizzo: 13 Luglio 2020.