



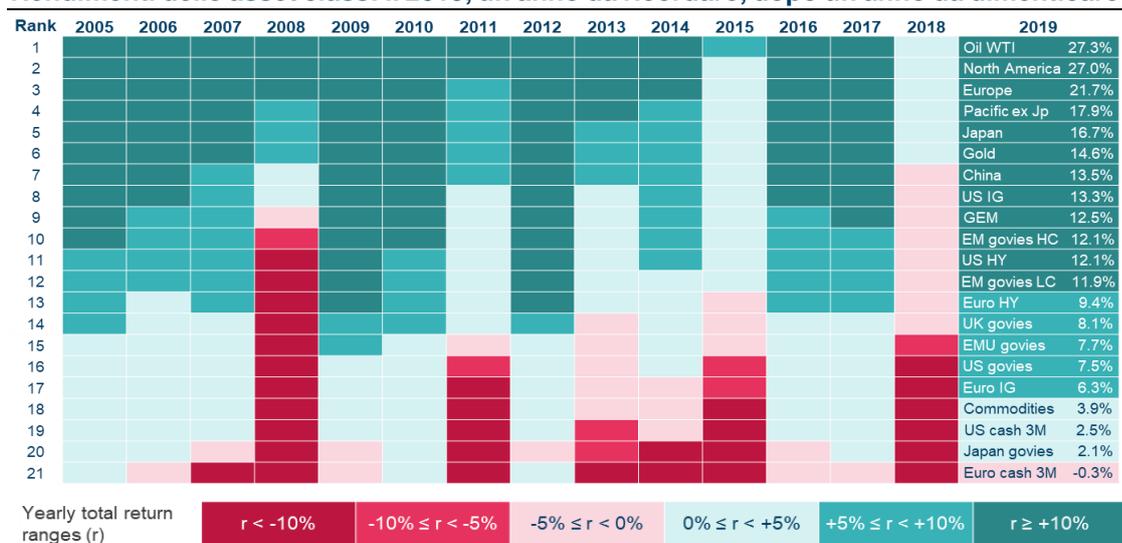
Matteo GERMANO
Head of Multi-Asset,
CIO Italy



Monica DEFEND
Global Head of
Research

Dopo aver beneficiato di ottime performance quest'anno, avvicinandoci al 2020 gli investitori si chiederanno sempre più se l'economia globale procederà verso una recessione causata dalla guerra commerciale, ponendo così fine al più lungo mercato rialzista di sempre, oppure se la crescita si stabilizzerà ad un livello più basso – con potenziale per una riaccelerazione – facendo così estendere ulteriormente il ciclo.

Rendimenti delle asset class: il 2019, un anno da ricordare, dopo un anno da dimenticare



Fonte: Bloomberg, analisi di Amundi su 21 classi di attività. Dati al 18 novembre 2019. Fornitori di indici: liquidità, titoli di stato e indici obbligazionari dei mercati emergenti sono forniti da JPMorgan. Gli indici delle obbligazioni societarie sono di BofA-Merrill Lynch. Gli indici azionari e l'indice delle valute dei paesi emergenti sono forniti da MSCI. Gli indici delle materie prime sono forniti da Bloomberg Barclays. Tutti gli indici utilizzati per rappresentare le classi di attività sono in valuta locale. **Le performance passate non sono garanzia di risultati futuri.**

“La combinazione di politiche monetarie e fiscali accomodanti permetterà di estendere ulteriormente il ciclo economico”.

Secondo Amundi, il rallentamento del commercio globale rappresenta un profondo cambiamento nella struttura della crescita, **ma ciò non si traduce in una recessione generalizzata dell'economia mondiale**, soprattutto in un momento in cui si stanno affermando politiche accomodanti ed è in vista un accordo parziale tra Stati Uniti e Cina sui dazi.

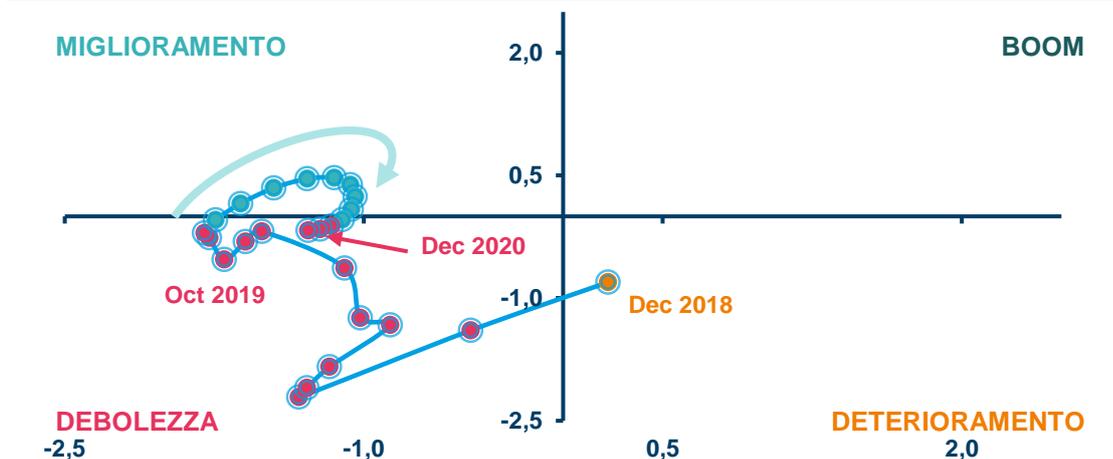
La combinazione di politiche monetarie e fiscali accomodanti, un tema che diventerà cruciale a partire dal prossimo anno, potrebbe estendere ulteriormente l'attuale ciclo economico e rafforzare la già resistente domanda interna. Sebbene l'attenzione sull'evoluzione delle guerre commerciali sarà elevata, un'escalation materiale che potrebbe danneggiare l'economia americana è improbabile dato l'avvicinarsi delle elezioni presidenziale del 2020.

Nel 2020, il percorso per gli investitori potrebbe essere non lineare. Nel breve periodo, le aspettative del mercato per le azioni di politica monetaria appaiono troppo elevate e dovranno essere aggiustate. Tale processo di adeguamento porterà volatilità nel mercato obbligazionario, con una risalita dei rendimenti governativi core dai livelli minimi che è già iniziata ed un aggiustamento delle valutazioni in alcuni settori azionari difensivi che sono al

“Un modesto deprezzamento del dollaro è lo scenario più probabile l'anno prossimo”.

momento troppo costosi. Per quanto concerne il dollaro USA, il livello più elevato dei rendimenti statunitensi dovrebbe impedire un forte deprezzamento del dollaro nel 2020. **Riteniamo, invece, che un modesto deprezzamento del dollaro sia lo scenario più probabile**, soprattutto se le tensioni commerciali si attenuassero. **Ciò sarebbe sufficiente per ripristinare in parte la fiducia in alcune valute emergenti**, sulle quali al momento vi è un pessimismo esagerato.

L'indicatore di momentum economico globale rimbalzerà nella prima parte del 2020



Fonte: Analisi a cura di Amundi Research su dati Bloomberg. Dati al 31 ottobre 2019. L'indice Global Economic Momentum è un indicatore proprietario basato su quattro panieri regionali (Stati Uniti, Eurozona, Giappone e mercati emergenti) e sulle seguenti variabili: revisioni degli utili, tassi di interesse a 10 anni, indicatori anticipatori, inflazione calcolata sulla variazione dell'indice dei prezzi al consumo su base annua, sondaggi Purchasing Managers Index, indice di sorprese dei dati economici ed indice di sorprese di inflazione. Consideriamo il livello ed il momentum (variazione) dell'indice per definire quattro cicli economici: **Boom**: trend rialzista e momentum positivo; **Deterioramento**: trend rialzista e momentum negativo; **Debolezza**: trend ribassista e momentum negativo; **Miglioramento**: trend ribassista e momentum positivo.

“Nei mercati azionari, gli investitori potranno trovare opportunità in aree che sono state trascurate negli ultimi anni, come i temi “value” che oggi hanno valutazioni molto attraenti”.

Oltre il breve periodo, la tendenza è verso una combinazione più aggressiva di politiche fiscali e monetarie che potrebbe teoricamente arrivare ad includere misure non ortodosse quando il rischio di recessione sarà maggiore. Politiche più accomodanti potranno portare ad un'estensione del ciclo del credito che potrebbe accelerare ulteriormente, fino a portare ad una vera e propria bolla, anche se è improbabile che ciò accada già nel 2020. Ancora una volta, alla luce dei bassi tassi di interesse, gli investitori saranno costretti a convergere, nella ricerca di rendimento, su segmenti di mercato illiquidi dove il rischio è mascherato da una politica monetaria molto accomodante.

Per salvaguardare gli interessi degli investitori in un mondo con elevati livelli di debito, **la sostenibilità** (di bilanci societari o della politica fiscale nei mercati emergenti) **deve essere il motore principale per la selezione ORA**, dal momento che i fondamentali hanno già iniziato a peggiorare.

Per quanto riguarda la strategia di investimento per il 2020, invece di temere una recessione globale gli investitori dovrebbero aggiustare l'esposizione di portafoglio al trend di de-globalizzazione in atto. Dovrebbero inoltre prepararsi per un ciclo di credito maturo e prolungato, con maggiori rischi di liquidità a causa di una regolamentazione più severa dopo la crisi finanziaria globale del 2008.

Prevediamo tre temi principali per gli investitori nel 2020:

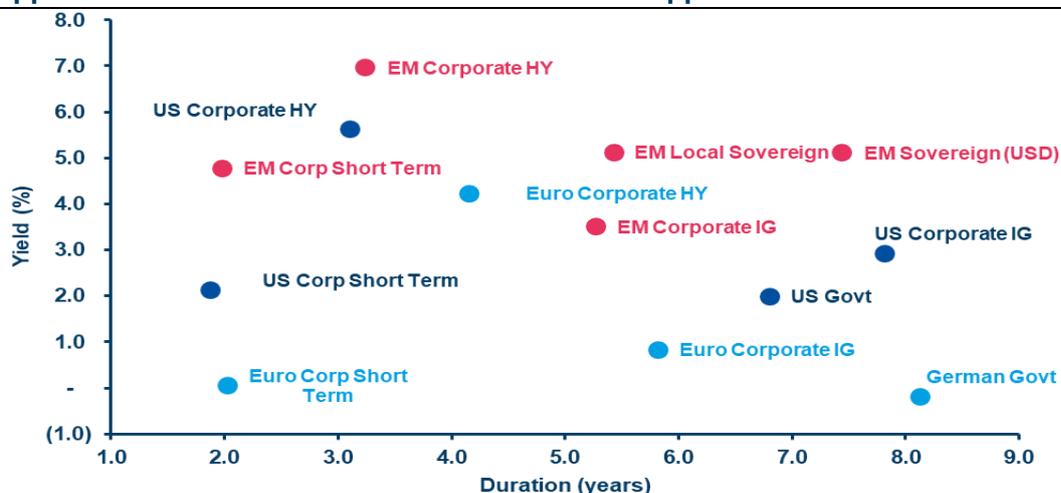
- 1) Per l'investimento azionario, attenzione ai dividendi ed opportunità da una rotazione verso le aree più trascurate diventeranno il tema principale del 2020.** Mentre le aspettative si adegueranno alla probabilità che uno degli scenari alternativi (al rialzo o al ribasso) diventi lo scenario principale, l'assenza nei mercati di una direzione chiara e la debolezza nella crescita degli utili dovrebbero spingere gli investitori a cercare

aree di resilienza nell'ambito azionario con focus sulle azioni ad alto dividendo. Quando l'outlook si sarà stabilizzato ed i rendimenti inizieranno a risalire (grazie al rimbalzo previsto nel primo semestre per gli indici PMI -- Purchasing Managers Index -- e ad una probabile espansione fiscale più avanti nell'anno), ci potrebbe essere una rotazione verso segmenti di mercato con valutazioni interessanti. In questo scenario, le azioni cicliche (*quality value* in Europa e *value* negli Stati Uniti) e le *small cap* potrebbero offrire opportunità da sfruttare nel corso dell'anno.

“Nei mercati obbligazionari, nella ricerca di rendimento i principali driver per la selezione resteranno la sostenibilità e la qualità. Monitoriamo attentamente i rischi di liquidità”.

- 2) Il secondo tema riguarderà **l'ottimizzazione della ricerca di rendimento nei mercati obbligazionari, con attenzione sempre maggiore sulla selezione e l'adozione di strategie flessibili**. La ricerca di rendimento rimarrà un tema fondamentale nell'era dei tassi di interesse ai minimi storici -- sebbene non necessariamente negativi -- e delle Banche Centrali che ripartiranno con i programmi di Quantitative Easing (QE) o con strumenti non convenzionali fino a qui non ancora utilizzati. L'elevata concentrazione di investitori in alcuni segmenti di mercato ed il rischio di liquidità persistono e richiedono una ricerca approfondita delle opportunità nel mondo del credito (sia nei Paesi sviluppati che in quelli emergenti). Il segmento *High Yield* (HY) rimarrà interessante, dal momento che ci aspettiamo un *outlook* favorevole per i *default* in un contesto di stabilizzazione delle condizioni economiche e Banche Centrali accomodanti. Tuttavia, avere un orizzonte temporale adeguato per l'investimento è importante, ancor di più ora che si stanno registrando forti disallineamenti fra la scarsa liquidità di mercato e la liquidità giornaliera dei fondi di investimento. A livello di gestione del portafoglio, una maggiore attenzione sia a livello di settore che di singolo titolo sarà fondamentale per evitare modelli di business insostenibili, tenuti in vita solamente dalla ricerca di rendimento degli investitori. Inoltre, in un contesto di politiche monetarie e fiscali accomodanti, **le obbligazioni dei Paesi emergenti sono interessanti**, con una preferenza per quelle denominate in dollari o euro, con l'opportunità di investire anche in valuta locale nel corso dell'anno, quando il dollaro tenderà ad indebolirsi.

Opportunità nel mercato del reddito fisso con un approccio selettivo



Fonte: Analisi di Amundi Research su dati Bloomberg. Indici BofA-ML (Investment grade). Dati al 31 ottobre 2019.

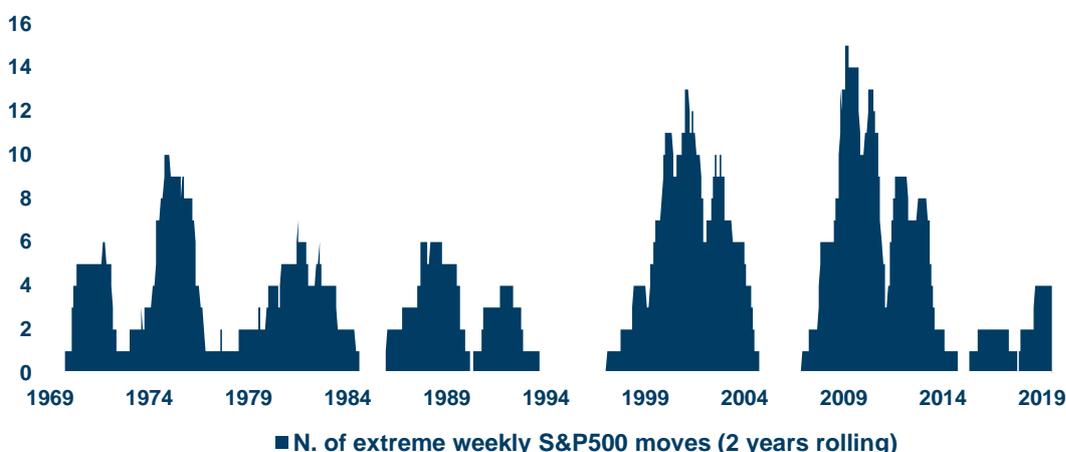
Per quanto riguarda la componente 'core' del mercato obbligazionario (quella più liquida e di qualità) un approccio flessibile e diversificato è appropriato. Infatti, la volatilità potrebbe aumentare in seguito all'alternarsi di notizie sul fronte della guerra commerciale USA-Cina nella prima parte dell'anno e delle elezioni presidenziali USA nel secondo semestre. Le obbligazioni USA di alta qualità si distinguono per la loro liquidità e per il premio di rendimento rispetto ai titoli tedeschi, e quindi sono a nostro avviso un'interessante opportunità di diversificazione.

“Nei mercati emergenti si stanno delineando temi specifici, come lo sviluppo della domanda interna e la Via della Seta, che punta sul nuovo ruolo della Cina nello scacchiere geopolitico mondiale”.

3) Il terzo tema riguarda le nuove opportunità che si affermeranno nei mercati emergenti a causa di un mondo più frammentato e del rallentamento nel commercio globale. Gli investitori dovranno andare oltre il concetto tradizionale di mercati emergenti ‘globali’ e ricercare opportunità in maniera più granulare. Tra i nuovi temi, privilegiamo i Paesi con forte domanda interna e meno esposti alle vulnerabilità esterne. In alternativa, temi come la Nuova Via della Seta, che catturano il potenziale nuovo ruolo della Cina nel panorama geopolitico mondiale, meriteranno maggiore attenzione da parte degli investitori.

In conclusione, nel 2020 gli investitori dovranno iniziare a costruire portafogli a prova di volatilità. Finora la volatilità è stata limitata dalla diffusione di alcune strategie di investimento (es, vendere volatilità per ottenere un premio). Tuttavia, con l’aggiustamento delle aspettative di mercato ai possibili scenari che si delineeranno in corso d’anno, vi potrebbero essere dei picchi di volatilità.

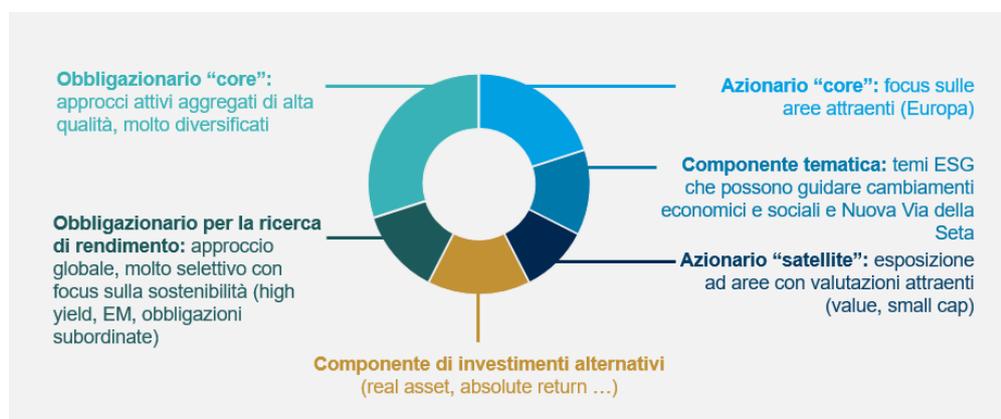
Portafoglio a prova di volatilità in un mondo di eventi estremi sempre più frequenti



Fonte: Analisi di Amundi su dati Bloomberg al 31 ottobre 2019.

Siamo ora in una fase in cui non conta il livello medio di volatilità, ma il fatto che i mercati passeranno da fasi tranquille a periodi di elevata volatilità. Per limitare la volatilità dei portafogli, gli investitori dovrebbero considerare anche investimenti alternativi, che offrono una bassa correlazione rispetto alle tradizionali asset class e costituiscono una valida fonte di diversificazione.

Un’allocazione robusta e diversificata per il 2020



Fonte: Amundi, solo a fini illustrativi.

Outlook di Amundi sulle asset class per il 2020

AZIONI	Stati Uniti	=	Il mercato azionario USA è stato un investimento <i>core</i> in questo ciclo, supportato da una forte crescita degli utili. Le revisioni degli utili per il prossimo anno diventeranno positive dopo il primo trimestre che potrebbe rivelarsi più difficile. Utili in miglioramento, liquidità abbondante e tassi di interesse bassi supporteranno moderatamente il mercato azionario se la guerra commerciale non si intensificherà.
	Europa	=/+	Durante questo ciclo l'Europa ha sofferto di debolezza dei profitti, di una forte esposizione internazionale e di rischi politici. Tuttavia, questi fattori negativi stanno diminuendo, in quanto si sono ridotte le probabilità di Hard Brexit. In caso di miglioramento del comparto manifatturiero globale, l'Europa sarà l'area a beneficiarne maggiormente. Anche un cambiamento dell'approccio di investimento verso titoli <i>value</i> sarebbe positivo.
	Giappone	=	Il mercato giapponese ha conosciuto alti e bassi in questo ciclo ed è stato tra i peggiori mercati fino ad agosto 2019. La crescita degli utili è inferiore rispetto al resto del mondo dal 2016 e ciò dovrebbe confermarsi valido nel 2020. Tuttavia, il Giappone può beneficiare di un ritorno alle strategie <i>value</i> . Il mercato giapponese è influenzato dalla dinamica dello yen ed è sensibile ai rischi geopolitici.
	Mercati emergenti	=	La crescita degli utili sta migliorando dai minimi di quest'anno. Prevediamo che le aziende rivolte ai mercati domestici confermeranno una buona tenuta e offriranno buone opportunità di investimento. Siamo costruttivi sulle azioni cinesi A.
OBBLIGAZIONI	Titoli di stato USA	=/+	Manteniamo la nostra preferenza per i titoli di stato USA rispetto a quelli degli altri mercati sviluppati, grazie a migliori valutazioni sia in termini assoluti che relativi e con la Fed che ha maggiore margine di manovra sugli strumenti convenzionali di politica monetaria.
	USA Obbligazioni societarie IG	=/+	Il tono accomodante delle banche centrali è complessivamente favorevole al mercato del credito. Le obbligazioni societarie USA sono supportate anche da fattori tecnici positivi, sebbene non nella stessa misura delle obbligazioni IG europee che beneficiano del corporate sector purchasing programme (CSPP) della BCE e di tassi negativi. Date le incertezze persistenti a livello macroeconomico, preferiamo mantenere un approccio cauto sul rischio di credito, favorendo titoli di alta qualità e aumentando l'attenzione sulla valutazione della liquidità.
	USA Obbligazioni societarie HY	=	Le valutazioni HY USA sono molto tirate rispetto ad altri segmenti del credito e preferiamo i titoli di elevata qualità rispetto a quelli con rating inferiore, a causa di maggiori rischi idiosincratci e rischi di default in aumento, insieme a considerazioni di liquidità. La selezione settoriale rimane fondamentale, poiché le difficoltà sembrano essere concentrate in alcuni settori.
	Titoli di stato europei	-/=	Tra i titoli governativi europei, rimaniamo costruttivi sui principali Paesi periferici (Spagna e Italia), supportati dall'azione della BCE, da una nuova coalizione di governo europeista in Italia e dalla continua ricerca di rendimento. Si prevede un appiattimento delle curve dei rendimenti a causa della persistente caccia al rendimento.
	Euro Obbligazioni societarie IG	++	Siamo positivi sulle obbligazioni societarie europee IG, in particolare sul segmento con rating BBB e sul settore finanziario. I fattori tecnici si confermeranno forti con i nuovi acquisti di titoli da parte della BCE e l'aumento dei reinvestimenti nell'ambito del programma CSPP che garantisce flussi positivi e costanti di investimenti nell'asset class ed intensifica la ricerca di rendimento. Tuttavia, le condizioni di liquidità nel mercato secondario rimangono un'area da monitorare.
	Euro Obbligazioni societarie HY	+	I fattori tecnici sono favorevoli: privilegiamo le obbligazioni di elevata qualità ed il debito con rating BB più liquido sulla base di un profilo rischio/rendimento interessante considerando l'aumento dei rischi per il quadro macroeconomico. Continuiamo a concentrarci su selezione, rischi idiosincratci e liquidità.
	Mercati emergenti Obbligazioni in valuta forte	+	Questa asset class potrebbe diventare una scelta naturale nell'attuale contesto di bassi rendimenti e di politiche monetarie globali accomodanti per sostenere la crescita economica. Il divario tra la crescita del PIL dei paesi emergenti e di quelli sviluppati dovrebbe ampliarsi ulteriormente a favore dei mercati emergenti nel 2020.
	Mercati emergenti Obbligazioni in valuta locale	+	Vediamo del potenziale per questa asset class per il prossimo anno, sia da un punto di vista dei rendimenti che delle valute. Il mercato valutario dei mercati emergenti rimarrà volatile, ma riteniamo che il pessimismo sia eccessivo nel caso in cui le controversie commerciali dovessero attenuarsi ed il settore manifatturiero globale dovesse migliorare dagli attuali bassi livelli, portando debolezza del dollaro USA.
ALTRI	Materie prime		Se, come crediamo, la recessione globale sarà evitata, le prospettive per le materie prime rimarranno favorevoli. L'oro continuerà ad essere visto come uno strumento di protezione contro i rischi geopolitici.
	Valute		Lo scenario migliore (con la dissipazione delle preoccupazioni sulla crescita) dovrà materializzarsi o la guerra commerciale USA-Cina dovrà ammorbidirsi (con conseguente rally del CNY) al fine di assistere ad un deprezzamento sostenuto del dollaro USA. In tal caso, l'era del 're' dollaro si concluderà. Lo scenario più probabile è quello di un moderato indebolimento del dollaro.

--- -- - = + ++ +++
Negativo **Neutrale** **Positivo**

Fonte: Amundi, dati al 29 ottobre 2019. Questo materiale rappresenta una valutazione del contesto di mercato in un momento specifico e non intende essere una previsione di eventi futuri né una garanzia di risultati futuri. Il lettore non deve ritenere che questo materiale offra spunti di ricerca, consulenza in materia di investimento o raccomandazioni in merito a fondi o a specifici titoli. Le presenti informazioni hanno esclusivamente finalità illustrativa e divulgativa e sono soggette a cambiamenti. Esse non rappresentano le posizioni attuali, passate o future, o il portafoglio di alcun prodotto di Amundi. IG = Obbligazioni societarie investment grade; HY = obbligazioni societarie high yield; EM Bonds HC/LC= obbligazioni dei mercati emergenti in valuta forte/in valuta locale. WTI= West Texas Intermediate

Definizioni

- **Spread creditizio:** differenziale tra il rendimento di un'obbligazione societaria ed il rendimento del Treasury. Il cosiddetto *option-adjusted spread* è una misura dello spread corretto per prendere in considerazione le possibili opzioni implicite.
- **Settori ciclici vs. difensivi:** Le società cicliche sono società il cui profitto e i prezzi delle azioni sono molto correlati alle fluttuazioni economiche. Le azioni difensive, al contrario, sono meno correlate ai cicli economici. I settori ciclici MSCI GICS sono: beni di consumo discrezionali, finanziari, immobiliare, industriali, tecnologie informatiche e materiali, mentre i settori difensivi sono beni di consumo di base, energia, sanità, servizi di telecomunicazione e utilities.
- **Duration:** una misura della sensibilità del prezzo (il valore del capitale) di un investimento a reddito fisso rispetto ad una variazione dei tassi di interesse, espressa in numero di anni.
- **QE:** il quantitative easing (QE) è un tipo di politica monetaria utilizzata dalle banche centrali per stimolare l'economia acquistando attività finanziarie da banche commerciali e altri istituti finanziari. QT: inasprimento quantitativo, è l'opposto dell'allentamento quantitativo.
- **Volatilità:** una misura statistica della dispersione dei rendimenti per un determinato titolo o indice di mercato. Di solito, maggiore è la volatilità, più rischioso è il titolo/mercato.

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 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. **Data di primo utilizzo: 20 novembre 2019.**