



**Pascal
BLANQUÉ**
Group Chief
Investment Officer



**Vincent
MORTIER**
Deputy Group Chief
Investment Officer

10 anni dal crollo della Lehman: a che punto siamo?

Dieci anni fa il crollo della Lehman Brothers segnò l'inizio della crisi finanziaria del 2008. Guardando alla sua eredità, notiamo una serie di paradossi, con conseguenze sia per l'economia, sia per i mercati finanziari.

1. La mancata riduzione dell'effetto leva: nella fase post-crisi, se da un lato c'è stato un rallentamento del ritmo di accumulazione del debito, dall'altro la riduzione dell'indebitamento in termini assoluti è rimasta pressoché una chimera. **La prospettiva di tassi più alti e l'esaurimento della ripresa congiunturale solleva una serie di domande riguardo alla sostenibilità del debito.** Per prevenire una riduzione del valore del capitale sarà fondamentale valutare le aree di vulnerabilità che potrebbero tradursi in rischi.

2. Le due facce della liquidità: anche se a livello macroeconomico ci troviamo di fronte all'eccesso di liquidità dei bilanci delle banche centrali, a livello microeconomico siamo alle prese con un peggioramento della liquidità sul mercato per via della regolamentazione post-crisi. **Occorre quindi capire quali strategie implementare per far fronte a questo paradosso relativo alla liquidità.**

3. Una medicina dagli effetti collaterali incerti: come risposta alla crisi sono stati introdotti massicci stimoli ciclici alla crescita persino nella zona Euro, principalmente attraverso la politica monetaria, seguiti poi dal braccio fiscale. Ma la natura della crisi e la sua genesi nel ciclo del credito hanno fatto sì che il processo di guarigione si trascinasse a lungo. Sono emersi nuovi squilibri sotto forma dell'inflazione dei prezzi delle attività. A meno che non si verifichi qualche tipo di shock da produttività, sul lungo periodo **i mercati tenderanno ad adeguarsi nuovamente ai loro fondamentali** (ad esempio ci sarà un ritorno della crescita degli utili sui mercati azionari) e al calo dei rendimenti.

4. Le disuguaglianze e l'instabilità sono aumentate, non diminuite: visto che la ripresa ha riguardato più il mondo finanziario che non quello reale e che le disuguaglianze si sono ampliate, **in molti Paesi è aumentato il sostegno ai partiti populistici.** Inoltre, la crescente importanza della Cina come attore globale politico ed economico ha reso l'intero quadro ancora più complesso. **Il protezionismo è un'altra conseguenza di questo orientamento politico più isolazionista.** Il tema della globalizzazione non si è ancora esaurito, ma gli investitori devono prendere atto - attraverso approcci globali attivi - dei forti spostamenti verso motori più "domestici" all'interno della struttura della crescita mondiale.

In una prospettiva a breve termine, il rallentamento dell'economia rivelerà probabilmente diversi tipi di rischio che andranno al di là di quelli classici (crescita più robusta che provoca un rialzo dell'inflazione e dei tassi), come ad esempio delle crepe nelle situazioni più squilibrate e il rischio politico (dazi doganali/incertezze riguardo all'azione politica degli Stati Uniti) da un punto di vista macroeconomico, e la liquidità e il posizionamento a livello di mercato. **Potrebbe affiorare un *sentiment* di avversione al rischio**, rinverdendo l'appetibilità delle "obbligazioni core dei Paesi occidentali". Le attività core e i tassi core dovrebbero ricevere un certo supporto, mentre nel comparto azionario ci attendiamo una rotazione degli stili verso la qualità e il "*value*". **Le obbligazioni dei Paesi periferici e dei mercati emergenti potrebbero tuttavia soffrire di qui a poco.**

Idee ad alta convinzione

- **Multi-asset:** abbiamo una **posizione neutrale nei confronti degli attivi rischiosi** per via del clima di crescente incertezza. **Sul fronte azionario, manteniamo una preferenza per gli Stati Uniti, con un'esposizione limitata all'Europa (materiali di base), al Regno Unito e al Giappone.** Siamo **prudenti sui Mercati Emergenti.** Nelle obbligazioni governative e nelle valute, puntiamo ancora a **sfruttare le divergenze tra le banche centrali con una duration limitata e obbligazioni indicizzate all'inflazione.** Siamo molto **prudenti riguardo al credito.** Manteniamo le coperture nel caso di un peggioramento dell'attuale scenario.
- **Obbligazioni governative:** non crediamo che le Banche Centrali cambieranno i loro piani; **rimaniamo prudenti sulla duration** (più corti sull'Europa che sugli USA), e abbiamo **umentato la nostra qualità creditizia/il nostro focus sulla liquidità.** Il **dollaro americano dovrebbe rimanere forte a breve termine**, ma dovrebbe aver quasi finito di apprezzarsi. Fino a fine anno ciò potrebbe offrire un po' di respiro alle attività dei Mercati Emergenti, attualmente sotto pressione.
- **Azioni:** privilegiamo le strategie in grado di far fronte alla fase di maturazione del mercato e ci concentriamo sulla qualità, sulle società meno indebitate, sulla riduzione dei rischi di concentrazione a livello di titoli/settori e su un approccio equilibrato tra i settori ciclici e quelli difensivi. A nostro avviso **non è ancora giunto il momento di diventare eccessivamente difensivi** perché l'outlook sugli utili è ancora positivo. Tuttavia, la volatilità dovrebbe aumentare a causa delle tensioni sul commercio, dell'avvicinarsi delle elezioni americane di mid-term e dell'inasprirsi delle condizioni finanziarie. Privilegiamo ancora il mercato USA vista la crescita superiore degli utili.
- **Attività reali:** poiché sembra che i rendimenti della maggior parte delle classi di attivo tradizionali siano destinati a scendere, **gli investitori dovrebbero continuare a cercare un potenziale equilibrio tra rischio e rendimento**, nonché i benefici della diversificazione. A tale proposito, le soluzioni di debito privato, soprattutto quelle focalizzate sulle parti più senior e più sicure delle strutture di capitale, dovrebbero rappresentare un'interessante integrazione all'esposizione tradizionale al reddito fisso.

MACRO & STRATEGIA



Philippe ITHURBIDE
Global Head of Research



Monica DEFEND
Head of Strategy,
Deputy Head of
Research



Didier BOROWSKI
Head of
Macroeconomic
Research

“
**La volatilità sui
BTP rimarrà
elevata fino a
settembre, mese
in cui verrà fatta
maggior
chiarezza sulla
legge di bilancio.**
”

Crescita mondiale ancora discreta, ma si moltiplicano i focolai di rischio

L'anno è iniziato con una crescita globale sincronizzata perché la maggior parte delle economie ha beneficiato di un contesto dinamico. **Le preoccupazioni degli investitori hanno riguardato soprattutto il rischio d'inflazione e gli errori delle Banche Centrali.** Da questa primavera, le nubi si sono addensate in tutto il mondo. **Il secondo semestre dell'anno è iniziato sotto auspici meno favorevoli rispetto al primo,** con una minore fiducia da parte delle imprese e molti focolai di rischio. Da un lato, nel primo semestre dell'anno la crescita nella zona Euro è stata più debole del previsto (tale risultato giunge però dopo la crescita molto vigorosa nel secondo semestre del 2017), dall'altro, **le grandi economie emergenti hanno visto peggiorare la loro situazione macrofinanziaria** a causa del rafforzamento del biglietto verde, che mette in difficoltà i Paesi in cui il settore privato è indebitato in dollari. Per esempio, l'Argentina e la Turchia sono attualmente in crisi. Si tratta di shock che in teoria non dovrebbero propagarsi. **Tuttavia, nel corso dell'estate gli investitori hanno perso la fiducia nei confronti di molti Mercati Emergenti. Inoltre le minacce protezionistiche di Donald Trump si sono moltiplicate.** L'avvicinarsi delle elezioni di mid-term (6 novembre) lo spinge a implementare le promesse sul commercio fatte durante la campagna presidenziale. L'Europa è stata relativamente risparmiata per il momento, ma viste le recenti dichiarazioni di Donald Trump, non si può escludere la tassazione sull'importazione di automobili. **Detto ciò, per ora è la Cina il Paese maggiormente esposto alle misure protezionistiche più aggressive.**

Ai rischi di una guerra commerciale, vanno ad aggiungersi rischi di altra natura:

- **le sanzioni USA nei confronti dell'Iran** che tendono a far salire il prezzo del petrolio;
- **lo scostamento dagli obiettivi di bilancio in Italia.** Nella coalizione di governo ci sono dei contrasti sulla strategia da seguire e sull'entità del deficit di bilancio (si veda la tabella sottostante);
- **i negoziati sulla Brexit** stanno segnando una battuta d'arresto e i governi (nel Regno Unito e nel resto dell'Unione Europea) stanno preparando dei piani d'emergenza nel caso in cui il 31 marzo 2019 non venga raggiunto un accordo (Hard Brexit).
- **la crisi finanziaria turca** potrebbe peggiorare ulteriormente (prevediamo una recessione in Turchia nei prossimi trimestri).

La moltiplicazione dei focolai di rischio aumenta l'incertezza globale.

L'espansione mondiale potrebbe continuare, ma a un ritmo più lento nella zona Euro, in Cina e, in media, nei Paesi emergenti. L'economia USA, da parte sua, rimane sostenuta da una politica fiscale il cui effetto dovrebbe attenuarsi nel 2019. Nei prossimi 18 mesi i rischi per la crescita mondiale saranno evidentemente di natura ribassista. **Il rischio di un rialzo dell'inflazione non è scomparso ma si è comunque attenuato** (tranne ovviamente nei Paesi dove c'è stata una svalutazione della divisa). È utile ricordare che l'inflazione è un indicatore ritardato dell'attività; una sorpresa inflazionistica sarebbe di breve durata se, come crediamo, è in atto un rallentamento dell'economia mondiale.

L'incertezza politica pesa sui BTP italiani, perché si avvicina "il momento della verità" sulla legge di bilancio.

Gli spread dei BTP italiani hanno seguito un andamento rialzista ad agosto raggiungendo quasi i livelli registrati a maggio sulle scadenze a dieci anni, **mentre le scadenze a breve termine hanno dato prova di miglior tenuta.** **L'annuncio di Moodys' di volere rimandare qualsiasi decisione fino alla fine di ottobre,** ovvero dopo che sarà stato diffuso il contenuto della legge di bilancio, ha ridato un po' di fiato ai BTP e ha messo ancor più sotto pressione il governo riguardo a una maggiore prudenza sul fronte fiscale. I dati recenti sui trend della domanda evidenziano che gli investitori stranieri hanno nettamente ridotto la loro esposizione a maggio e a giugno, anche se a luglio si è verificata una leggera ripresa e i livelli delle passività si sono nuovamente abbassati. Le banche italiane hanno aumentato la quantità di BTP da loro detenuti, compensando in larga misura l'effetto delle vendite da parte dei non residenti. Negli ultimi mesi del 2018, la pressione sull'offerta netta probabilmente diminuirà rispetto a quella del primo semestre, e nel secondo semestre dovrebbe diventare leggermente negativa; probabile che il ritmo delle emissioni quasi si dimezzi rispetto ai primi cinque mesi. Ad agosto le aste di metà mese sono già state annullate e probabilmente accadrà lo stesso a dicembre. Nonostante la riduzione dei volumi di obbligazioni acquistate dalla BCE nei prossimi mesi, **l'emissione netta negativa dovrebbe ridurre la pressione sui BTP.** Si è formato una specie di "consenso attorno allo spread" dei BTP, a seconda di quello che sarà l'esito delle proposte di bilancio e del target per il rapporto deficit/PIL nel 2019: un rapporto tra deficit/PIL dello 0,8% corrisponderebbe a un livello medio dello spread di 150 pb, se il rapporto fosse dell'1,8% si avrebbe uno spread leggermente superiore ai 200 pb, mentre se fosse del 3% si avrebbe uno spread di 300 pb. Un duro scontro con l'Unione Europea, con la proiezione di un deficit molto aggressivo superiore al 6%, farebbe salire lo spread - stando alle stime di consenso - a livelli tra i 450 pb e i 500 pb. Al momento i BTP scontano un deficit più vicino alla soglia del 3% che all'1,8% ovvero il valore indicato come più probabile stando alle recenti "fughe di notizie" e alle dichiarazioni rassicuranti rilasciate sia dal Primo Ministro, sia dal Ministro delle Finanze. Nel caso in cui venga promulgata una legge di bilancio responsabile con un deficit attorno all'1,8% potrebbe esserci del valore ai livelli attuali. **La volatilità dei BTP dovrebbe continuare fino a settembre,** amplificata dalla scarsa liquidità e dalle incertezze politiche. Per quanto riguarda invece le notizie positive, i crediti deteriorati netti delle banche italiane hanno registrato a giugno un calo che non si vedeva dal 2010: le turbolenze politiche non sembrano condizionare i progressi delle banche italiane su questo fronte.

Prudenti e selettivi

Quest'anno i **rendimenti delle classi di attivo sono stati caratterizzati da luci e ombre**: negli Stati Uniti la crescita persistentemente robusta ha consentito al mercato azionario rialzista di proseguire la sua corsa con una crescita del 20% degli utili per azione. **La performance è stata deludente nei Mercati Emergenti** perché il *sentiment* degli investitori è peggiorato a causa del rafforzamento del dollaro e del rialzo dei tassi USA. I Paesi che dipendono maggiormente dai finanziamenti esterni hanno assistito alla svalutazione delle loro divise. **La Cina ha risentito della minaccia dei dazi** da parte dell'amministrazione americana; **in Asia è stato particolarmente debole l'andamento del settore informatico/tecnologico**. **Il nostro scenario di base prevede il proseguimento di questa fase che sfocerà in un ciclo maturo e una solida crescita mondiale** ma in via di decelerazione perché l'inflazione sta seguendo un leggero trend rialzista, con rischi ribassisti. Prevediamo che in questo outlook macroeconomico relativamente favorevole le Banche Centrali manterranno la traiettoria di una normalizzazione molto graduale della politica monetaria. **Le tensioni sul commercio mondiale sono destinate a durare** e le questioni idiosincratice (come la crisi turca) diventeranno più frequenti man mano che peggiorerà la liquidità nel sistema e che si inaspriranno leggermente le condizioni finanziarie. **Continuiamo a privilegiare i temi e le storie di valore relativo** rispetto alle esposizioni direzionali, e continuiamo a focalizzarci sui fondamentali solidi per navigare meglio in acque incerte.

Idee ad alta convinzione

Manteniamo una **posizione pressoché neutra sulle azioni globali**, in linea con la nostra convinzione di trovarci in un ciclo finanziario maturo. **È difficile prevedere una correzione di vasta portata sui mercati azionari** quando la crescita è vigorosa e gli utili sono positivi (stimiamo che la stagione delle trimestrali per il secondo e terzo trimestre sarà positiva), nonostante il posizionamento stia iniziando a impensierire, con le partecipazioni nelle azioni USA vicine ai massimi storici. Gli investitori dovrebbero puntare su quei temi che ci piace definire "l'ultima corsa alle attività rischiose", focalizzandosi sui mercati azionari con una crescita più robusta degli utili, privilegiando le

azioni americane e britanniche rispetto a quelle europee. **In Europa siamo favorevoli a una rotazione verso il valore, con una preferenza per i titoli value rispetto all'indice EMU**. Per quanto riguarda le obbligazioni governative, siamo alla ricerca di valore e intendiamo sfruttare le asincronie tra le banche centrali. Abbiamo un **approccio difensivo verso il segmento breve della curva dei rendimenti tedesca e dei tassi reali britannici**: abbiamo un'opinione neutra nei confronti della **duration USA** e siamo **cautamente positivi nei confronti delle obbligazioni societarie di buona qualità** (Investment Grade) e di quelle indicizzate all'inflazione. Abbiamo **ridotto sistematicamente la nostra preferenza per il credito**. Mentre da un lato manteniamo un'opinione neutra nei confronti dei Mercati Emergenti (sia per quanto riguarda i mercati azionari, sia quelli obbligazionari), dall'altro l'individuazione dei "vincitori tra i Mercati Emergenti rispetto a chi non ce l'ha fatta" rimane uno dei nostri temi principali. Siamo alla ricerca delle opportunità *di valore relativo* più interessanti, focalizzandoci sui Paesi con i fondamentali più solidi e meno vulnerabili all'esterno. **In una prospettiva positiva di medio termine, preferiamo la Cina ai Mercati Emergenti globali**. Nel complesso, riteniamo interessanti le valutazioni dei Mercati Emergenti, ma preferiamo cercare dei punti d'ingresso dopo le elezioni americane di mid-term, quando dovrebbero allentarsi le tensioni commerciali ed essersi concluse buona parte delle elezioni nei Mercati Emergenti.

Rischi e coperture

La copertura rimane un elemento importante da considerare in questa fase di forte incertezza geopolitica e di maturazione del ciclo finanziario. **Manteniamo come copertura l'oro**. **Anche lo Yen** (rispetto al dollaro americano e canadese) **potrebbe contribuire a proteggere i portafogli degli investitori** dalle tensioni commerciali. Vale anche la pena di includere coperture su dei rischi specifici, come quella sul mercato del credito che potrebbe risentire di uno stress sulla liquidità oppure di un peggioramento dello scenario (protezione da una correzione dello S&P500).



Matteo GERMANO
Head of Multi-Asset

“
Continuiamo a privilegiare i temi di valore relativo e a concentrare la nostra attenzione sui fondamentali solidi per navigare meglio in acque incerte.

”

Idee di investimento ad alta convinzione di Amundi

Asset Allocation: Outlook per classi di attivo								
	Variazione a 1 mese	---	--	-	0	+	++	+++
Azioni vs titoli di stato	→				■			
Azioni vs credito	→				■			
Credito vs titoli di stato	→					■		
Duration	↗			■				
Petrolio	↗					■		
Oro	→					■		
Liquidità in Euro	→				■			
Liquidità in USD	→				■			

La tabella rappresenta la valutazione cross asset in un'ottica temporale di 3-6 mesi, basata sulle opinioni espresse durante la riunione più recente sugli investimenti globali. Le prospettive, i cambiamenti delle prospettive e delle opinioni sulle classi di attività riflettono la direzione attesa (+/-) e la forza delle convinzioni (+/+/+++).

	Research view 3-6 mesi	Outlook e Convinzioni sulle principali classi di attivo				
		Classi di attivo	Variazioni a 1 mese	Sottopesato	Neutrale	Sovrappesato
GOVIES	=	USA	↗	●		
	-/=	Paesi core dell'eurozona	→	●		
	=/+	Paesi periferici dell'eurozona	→			●
	-	Regno Unito	→	●		
	-	Giappone	→	●		
CREDIT	=	Obbligazioni IG USA	→		●	
	+/=	Obbligazioni IG Euro	→			●
	=	Obbligazioni HY USA	→	●		
	=/+	Obbligazioni HY Euro	→			●
	=	Debito Mercati Emergenti globali in valuta forte	→		●	
	=	Debito Mercati Emergenti globali in valuta locale	→		●	
EQUITIES	+	USA	↗			●
	=/+	Eurozona	→		●	
	=/+	Regno Unito	→			●
	=	Giappone	→		●	
	=	Pacifico ex Giappone	→		●	
	=/+	Mercati Emergenti globali	→		●	
	+	Convertibili	→			●

VALUTE E ATTIVITA' REALI

VALUTE	=	EUR vs USD	→
	+	EUR vs GBP	→
	=	EUR vs JPY	→
	+	USD vs JPY	→
ATTIVI REALI	+	Immobiliare	→
	++	Infrastrutture Globali	→
	+	Private Debt	→

LEGENDA

- Negativo
- = Invariato
- + Positivo
- Negativo
- Invariato
- Positivo

Fonte: Amundi, dati al 29 agosto 2018. L'outlook dei rendimenti a 3-6 mesi si riferisce alle opinioni della ricerca basate sui rendimenti attesi per ogni classe di attività. 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 titoli in particolare. 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.