

La fiducia  
va meritata

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

# H2 2020

**OUTLOOK** degli **INVESTIMENTI**

Investire durante  
un ciclo economico  
di decongelamento

# Lettera dei CIO



**Pascal BLANQUÉ**  
Group Chief  
Investment Officer



**Vincent MORTIER**  
Deputy Group Chief  
Investment Officer

La crisi del Covid-19 ha spinto l'economia globale in **un congelamento senza precedenti** nella prima metà del 2020. **La combinazione di stimoli monetari e fiscali aiuterà l'economia globale a scongelarsi** nel secondo semestre. Come è avvenuto con il ciclo del virus, **la ripresa sarà sequenziale** e coinvolgerà diverse regioni in momenti diversi - sulla base del principio "first in, first out" - **e dipenderà dall'ampiezza delle risposte politiche. Man mano che l'economia globale si scongela, gli investitori torneranno a focalizzarsi sulla geopolitica.** Il culmine sarà rappresentato dalle elezioni presidenziali americane, il cui esito appare sempre più aperto. Influenzerà la disputa tra Stati Uniti e Cina, che passerà dal commercio alla supremazia tecnologica e sanitaria - e più in generale - il nuovo ordine geopolitico e il ruolo dell'Europa. In Europa stiamo monitorando la **procedura di bilancio** e il recovery plan. Ciò potrebbe ridisegnare il futuro dell'Europa verso una crescita più sostenibile ed equa. In focus **inoltre l'imminente fine dell'era politica della Merkel, la Brexit e la risposta della BCE alla Corte costituzionale tedesca, prevista per agosto.**

Per i mercati finanziari, **quest'anno straordinario è stato caratterizzato dall'interconnessione tra i tre cicli (pandemia, ciclo economico e finanziario).** Con l'appiattimento della curva del contagio, i mercati hanno iniziato a valutare gli effetti di un'azione politica illimitata e di una successiva ripresa economica. A nostro avviso, **gli attivi rischiosi si sono ripresi troppo e troppo rapidamente:** scontando un **ritorno immediato alla normalità** in un momento in cui è necessario apportare importanti aggiustamenti all'economia reale e al settore delle aziende. Nella seconda parte dell'anno, si deve considerare un reale controllo della crescita degli utili. **Gli investitori dovrebbero essere consapevoli del fatto che il ciclo resta fragile** e potrebbe deragliare a causa di diversi fattori, come il rischio di una seconda ondata pandemica, un debito elevato, il rischio geopolitico e valutazioni eccessive in alcuni segmenti azionari. Questi elementi manterranno alta la volatilità. **Di conseguenza, gli investitori non dovrebbero precipitarsi in modo incauto sugli attivi più aggressivi, ma mantenere invece un'esposizione moderata a tali asset, puntando sul valore relativo e sulle dislocazioni che potrebbero beneficiare dello scongelamento del ciclo economico.**

Per la seconda metà dell'anno analizziamo quattro temi:

- **Ricerca di rendimenti nel credito di buona qualità, debito dei mercati emergenti, attività illiquide.** Sul fronte della caccia ai rendimenti, la seconda metà dell'anno si caratterizza per un punto di partenza migliore rispetto alla prima metà dell'anno per gli investitori, poiché le valutazioni sono ora leggermente più interessanti sia nel settore del credito che in quello dei mercati emergenti, e le banche centrali saranno un elemento chiave di sostegno. La resilienza del bilancio e la qualità delle attività faranno la differenza e gli investitori dovrebbero essere molto selettivi.
- **Sul fronte azionario, prudenza e focus su temi ciclici e nuovi temi strutturali.** Con l'evolversi della ripresa economica, la ripresa azionaria si amplierà probabilmente verso i settori ciclici, le società a bassa capitalizzazione e il Value. La sostenibilità dei bilanci e dei modelli aziendali resterà un elemento chiave di discriminazione. Una volta esaurito il recupero della parte ciclica del mercato, l'attenzione tornerà sugli utili, e **questo potrebbe essere un momento cruciale, con il ritorno di una certa volatilità sul mercato.** Riteniamo che la crisi del Covid-19 accelererà anche alcuni temi strutturali, come la digitalizzazione, il medi-tech, l'e-learning/istruzione e gli investimenti in infrastrutture con un focus 'verde', che potrebbero offrire opportunità nel lungo termine per gli investitori.
- **Azioni dei mercati emergenti, vale il principio "first in, first out".** La crisi del Covid-19 aggraverà ulteriormente le differenze tra i mercati emergenti, con alcuni di essi più resilienti alla crisi rispetto ad altri con vulnerabilità esterne, debito elevato e margine politico limitato. La Cina e l'Asia sono i principali candidati a beneficiare della strada verso la ripresa. Con la globalizzazione in crisi, la rilocalizzazione delle catene di fornitura e il tema del motore della domanda interna saranno ulteriormente rafforzati.
- **Gli investimenti ESG si sono dimostrati resilienti durante la crisi, attirando flussi sia sul lato delle passività che su quello delle attività.** Le tendenze preesistenti rimarranno in prima linea, con una predominanza di temi legati al clima, ma con una crescente rilevanza del pilastro sociale "S" e una crescente attenzione sulle questioni sociali nel lungo termine. Dal punto di vista degli investimenti, assistiamo a un progressivo passaggio da un approccio di rating statico ESG (investendo nei leader ESG di oggi) a un concetto di "miglioramenti dinamici", verso società in grado di abbracciare un percorso virtuoso in ambito ESG.

# OUTLOOK DEGLI INVESTIMENTI H2 2020

## Investire durante un ciclo economico di decongelamento

### Cinque temi globali guidano i nostri scenari centrali e alternativi

#### 1 Le prossime mosse delle politiche monetarie e fiscali



#### 2 La deglobalizzazione accelera e la geopolitica assume un ruolo centrale



#### 3 Le elezioni USA diventano più incerte



#### 4 Consumi globale sotto pressione



#### 5 Focus sulla sostenibilità del debito e sulla crescita degli utili



#### SCENARIO CENTRALE - Ripresa lenta a forma di U

60%

##### Analisi

- Ripresa a breve termine (Q3) e convergenza ai livelli pre-crisi, con divergenze sulle tempistiche
- Frammentazione del credito e impennata dei default
- Monetizzazione del debito e aumento dei bilanci delle banche centrali
- L'industria manifatturiera si riprende più rapidamente rispetto ai servizi, mentre i consumi recuperano lentamente terreno
- Il commercio globale si riprende, ma resta debole
- Il ciclo globale si basa maggiormente sui motori interni

##### Implicazioni di mercato

- Dopo la ripresa, seguirà il consolidamento, con le valute come probabile catalizzatore di scenari alternativi
- Nel reddito fisso, essere attivi nella gestione della duration (favorire duration USA e linkers)
- Essere selettivi sul credito e cauti sulle valute emergenti
- Nei mercati azionari, il principio "first in, first out" come criterio di posizionamento regionale; preferire i vincitori nel lungo termine con orientamento ai ciclici
- Puntare sulla rotazione settoriale, small cap, min vol
- Favorire l'oro, dato il livello di incertezza



#### SCENARIO DI UPSIDE - Ripresa a forma di V

20%

##### Analisi

- L'attività economica recupera i livelli pre-crisi entro la metà del 2021 (Stati Uniti, Eurozona), con una crescita potenziale superiore nel H2 2020-H1 2021
- Pandemia quasi sconfitta
- Gli stimoli monetari e fiscali si propagheranno all'economia reale e ai mercati finanziari
- Visibile una domanda espansiva

##### Implicazioni di mercato

- Preferire i linkers
- Favorire gli attivi rischiosi e le materie prime (petrolio)
- Cautela sull'USD



#### SCENARIO DI DOWNSIDE - stagnazione secolare

20%

##### Analisi

- Ricaduta economica (Q4/Q1)
- Gli stimoli monetari e fiscali continuano, ma la liquidità non si trasmette all'economia reale
- La crisi economica si trasforma in una crisi finanziaria
- Il protezionismo e la deglobalizzazione accelerano, danneggiando il commercio e le catene del valore globali

##### Implicazioni di mercato

- Favorire la liquidità e Treasury USA
- Favorire l'oro, CHF, YEN, NZD
- Puntare su strategie di min vol

**Informazioni importanti:** Le opinioni espresse in merito alle tendenze economiche e di mercato sono quelle degli autori e non necessariamente di Amundi, e sono soggette a variazioni in qualsiasi momento. Queste opinioni non devono essere considerate come consulenza sugli investimenti, raccomandazioni sui titoli o indicazioni di negoziazione per conto di prodotti Amundi. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni di mercato discusse saranno realizzate o che tali tendenze continueranno. Tali opinioni sono soggette a variazioni in qualsiasi momento in base alle condizioni di mercato e ad altre condizioni e non può esservi alcuna garanzia che i paesi, i mercati o i settori registreranno i rendimenti attesi. Gli investimenti comportano alcuni rischi, tra cui quelli politici e valutari. I rendimenti degli investimenti e il valore del capitale possono sia aumentare che diminuire e ciò può comportare la perdita di tutto il capitale investito. Questo materiale non costituisce un'offerta di acquisto o una sollecitazione alla vendita di quote di fondi d'investimento o qualsiasi servizio. Amundi è un nome commerciale del gruppo di società Amundi Asset Management S.A. Se non diversamente indicato, tutte le informazioni contenute in questo documento provengono da Amundi Asset Management.

Fonte: Amundi Research, al 10 giugno 2020. Data di primo utilizzo: 22 giugno 2020, Amundi Investment Insights Unit. Redattori principali: Pascal Blanqué e Vincent Mortier.

## Muro di preoccupazioni



## Analisi



## Impatto sul mercato



Fonte: Amundi Research al 16 giugno 2020.

## Convinzioni di Amundi per la seconda metà del 2020



	Classi di attività	View	Variazione vs Outlook per il 2020	Razionale
AZIONI	Stati Uniti	=		Il mercato USA è stata una scelta di investimento core nel ciclo economico del 2009-19. C'è spazio per un recupero dei mercati più ciclici, dal momento che le elezioni negli Stati Uniti potrebbero portare incertezza. L'abbondante liquidità immessa nei mercati non svanirà, né svaniranno i bassi tassi di interesse, e tale scenario potrebbe giocare nuovamente a favore dei titoli di qualità che costituiscono un'ampia fetta del mercato USA.
	Europa	=/+		L'Europa ha sofferto durante l'ultimo ciclo. Due fattori hanno riaperto l'interesse a livello internazionale: il Recovery Fund, sempre nel caso in cui venga confermato, e la ripresa dei titoli ciclici/value. Questa ripresa può continuare ancora per un bel po'. Se però l'Europa è l'area in cui è meglio puntare sui titoli value, e i settori value come il settore finanziario ed energetico sono anche quelli più in difficoltà, c'è il rischio che la loro sovraperformance risulti limitata.
	Giappone	+	▲	Il Giappone ha sperimentato alti e bassi nel ciclo precedente. Essendo uno dei mercati più ciclici del mondo, sta beneficiando dell'attuale recupero ciclico. Le aziende hanno un basso livello di leva finanziaria, e lo yen - inversamente correlato alla performance relativa del Giappone - di solito si indebolisce quando la percezione del rischio diminuisce. Una ripresa del rischio annullerebbe tale vantaggio.
	Mercati emergenti	=		Su scala mondiale, i mercati emergenti hanno sovraperformato a partire dal 2011, fatto salve per il periodo 2016-2018. Potrebbero recuperare nel caso in cui il biglietto verde avesse davvero un cedimento. L'Asia potenzialmente è più al sicuro, tra gli altri fattori, della sua esposizione alla tecnologia, ma le tensioni tra USA e Cina e i rischi geopolitici potrebbero essere penalizzanti.
REDDITO FISSO	Treasury USA	=/+		Manteniamo la nostra preferenza per la duration dei Treasury USA rispetto agli altri mercati sviluppati per le migliori valutazioni assolute e relative e perché la Fed gode di maggiori margini di manovra grazie al QE illimitato. Ci aspettiamo che nei prossimi mesi la Fed assorba gran parte delle emissioni supplementari di Treasury.
	Obbligazioni USA corporate IG	=/+		Nonostante la recente compressione, gli spread delle obbligazioni IG USA offrono ancora valutazioni assolute e relative interessanti. L'attività del mercato primario è intensa e beneficia della caccia al rendimento e dei flussi di investimento, mentre la Fed continua a supportare la domanda di questa classe di attività grazie al suo programma di QE. La selettività è sempre più importante in un contesto macroeconomico e microeconomico debole.
	Obbligazioni USA Corporate HY	-/=	▼	Le valutazioni degli spread delle obbligazioni societarie HY appaiono più ristrette rispetto a quelle degli altri mercati del credito. Per questo motivo, insieme alle problematiche legate alla liquidità, preferiamo i titoli di elevata qualità rispetto a quelli di bassa qualità perché questi ultimi scontano solo in parte il rischio crescente di default. Insieme alla selezione dei titoli ad alto rischio idiosincratco, la selezione dei settori resta fondamentale, in quanto le difficoltà si concentrano su pochi settori.
	Titoli di Stato Europei	-/=		Tra i titoli di Stato europei, restiamo costruttivi sui principali paesi periferici, forse ancora di più dopo la recente azione della BCE in termini di aumento delle dimensioni e di estensione del suo programma PEPP, insieme ai passi incoraggianti sul fronte fiscale dell'UE. Le curve core dovrebbero rimanere stabili, vicino agli attuali livelli di rendimento.
	Obbligazioni Euro IG corporate	++		Siamo positivi riguardo alle obbligazioni IG in euro, soprattutto sul debito con rating BBB e sui titoli finanziari. La BCE sosterrà i fattori tecnici di questa asset class direttamente attraverso i programmi CSPP e PEPP e indirettamente spingendo gli investitori verso la caccia al rendimento. Tra i diversi mercati del credito, le valutazioni appaiono interessanti, mentre i fondamentali evidenziano tendenzialmente un indebitamento finanziario minore rispetto agli Stati Uniti. Sarà comunque cruciale rimanere selettivi.
	Obbligazioni Euro HY Corporate	=	▼	Tra i mercati HY globali, privilegiamo l'HY Europeo, poiché i tassi di default delle obbligazioni HY in euro dovrebbero salire meno che negli USA grazie alla qualità creditizia mediamente superiore e alla minor esposizione al settore distressed dell'energia. Preferiamo il debito con rating BB, di elevata qualità e più liquido, per via di un profilo rischio-rendimento più interessante. È molto importante focalizzarsi sulla selezione, sui rischi specifici dei singoli Paesi e sulla liquidità.
	Obbligazioni emergenti in valuta forte	=/+	▼	Siamo costruttivi su questa classe di attivi nel medio termine e prevediamo un'ulteriore contrazione degli spread con la normalizzazione della situazione legata al virus e delle condizioni economiche. Vediamo ancora più valore nell'ambito HY, dove le valutazioni sono più interessanti. Il supporto conferito dalla solidità del dollaro dovrebbe continuare nel breve termine. Tuttavia, il rischio di un default dei titoli sovrani va monitorato con attenzione.
	Obbligazioni emergenti in valuta locale	=	▼	Siamo costruttivi su questa classe di attivi, poiché i tassi reali dovrebbero scendere ulteriormente, pur rimanendo più interessanti dei tassi dei mercati sviluppati. Prevediamo una performance positiva per le valute dei mercati emergenti, beneficiando delle valutazioni interessanti e della ripresa economica. I rischi sono legati al carry più basso, che può rendere difficile difendere la valuta. Ciò potrebbe aumentare la volatilità della classe di attivi.
ALTRO	Materie prime			L'outlook è moderatamente positivo per le materie prime in vista di una ripresa globale. Le quotazioni del petrolio WTI dovrebbero aggirarsi attorno ai 30- 40 dollari al barile, mentre le banche centrali accomodanti e i tassi reali bassi favoriscono l'oro. Le tensioni geopolitiche tra USA e Cina dovrebbero far salire un po' la volatilità dei metalli di base, avvicinandoci alle elezioni americane.
	Valute			Visto che gran parte dei Paesi stanno allentando le misure di lockdown e visti gli interventi tempestivi sul fronte politico, il biglietto verde perderà terreno man mano che ci avviciniamo al 2021. La riduzione del vantaggio di tasso e le aspettative di una ripresa della crescita mondiale ridurranno l'attrattività degli attivi USA. La traiettoria non sarà lineare perché il quadro a breve termine rimane difficile e perché la liquidità non si tradurrà necessariamente in una maggiore solvibilità.

Fonte: Amundi, al 10 giugno 2020. 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.

# OUTLOOK DEGLI INVESTIMENTI H2 2020

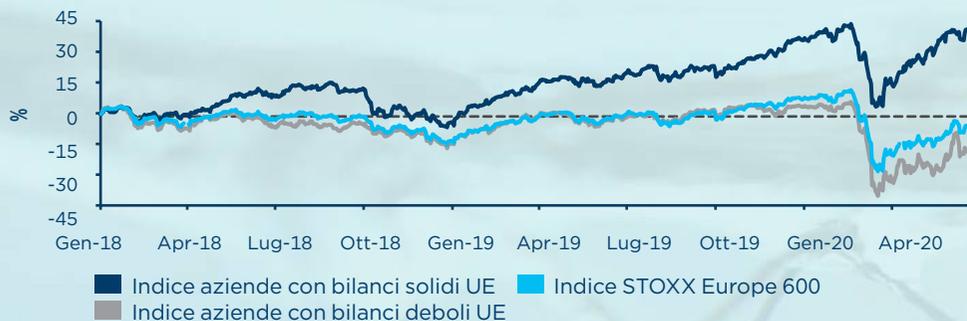
## Investire durante un ciclo economico di decongelamento

### Convinzioni d'investimento

AZIONI

#### PUNTARE SULLA RIPRESA CICLICA E SUI TEMI DI LUNGO TERMINE

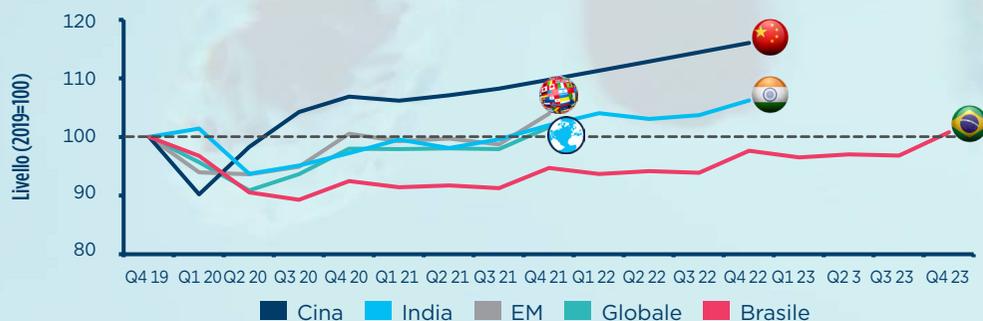
Focus sulla selezione di società con bilanci solidi



MERCATI EMERGENTI

#### L'ASIA IN FOCUS NEL PERCORSO "FIRST IN - FIRST OUT"

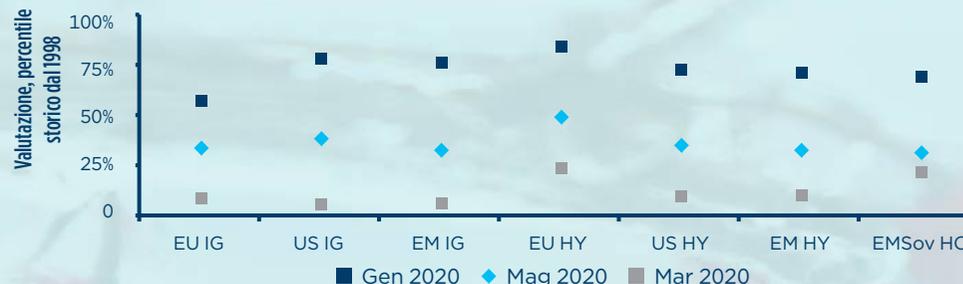
I primi paesi ad entrare nella pandemia saranno i primi a registrare una ripresa



OBLIGAZIONI

#### RICERCA DI RENDIMENTI NEL CREDITO DI BUONA QUALITÀ E NEL DEBITO DEI MERCATI EMERGENTI

Beneficiare del sostegno delle banche centrali e delle valutazioni interessanti, essere consapevoli del rischio di credito



ESG

#### SEMPRE PIÙ MAINSTREAM

I flussi passano da fondi non ESG a fondi ESG, con una preferenza per i fondi attivi



Fonte: Amundi Research, Bloomberg. Dati al 18 giugno 2020. Grafico azioni: I dati provengono da Amundi, Morgan Stanley e Bloomberg. Grafico reddito fisso: Amundi sui dati Bloomberg e Thomson Reuters. EU IG, US IG, EM IG, EU HY, US HY ed EM HY sono basati su indici BofA-ICE (IG = investment grade, HY = high yield). EM Sov HC = JPMorgan EMBI Global Diversified. Tutti gli indici si riferiscono a una regione specifica (UE = Europa, USA = Stati Uniti, EM = Mercati emergenti). Analisi basata sugli spread per gli indici obbligazionari. Grafico mercati emergenti: Amundi Research, previsioni di crescita del PIL al 22 maggio 2020. Una notevole incertezza sulle previsioni macroeconomiche potrebbe portare a rivalutazioni più frequenti. Le previsioni macroeconomiche includono attualmente una componente qualitativa significativa, riducendo l'accuratezza statistica e aumentando l'incertezza, con intervalli sempre più ampi. Grafico ESG: BROADRIDGE, dati sui fondi aperti a livello mondiale al 9 giugno 2020.

Amundi Investment Insights Unit. Chief Editors: Pascal Blanqué e Vincent Mortier.

## 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.