

Investimenti multi-asset: riflettori puntati su volatilità, liquidità e agilità



Matteo GERMANO
Head of Multi-Asset,
CIO Italy

- **Per affrontare un mondo più incerto è indispensabile avere un approccio flessibile:** la crescente influenza della politica nelle questioni economiche e i forti rischi geo(politici) fanno sì che quest'anno sia particolarmente necessario adottare un approccio agile all'asset allocation per beneficiare delle opportunità che le fasi di volatilità possono offrire agli investitori. Dopo un avvio d'anno in cui abbiamo mantenuto un atteggiamento cauto, a gennaio siamo diventati più positivi riguardo agli attivi rischiosi. A maggio abbiamo poi ridotto il rischio visto l'aumento dell'incertezza sul fronte commerciale. Ora stiamo entrando in una fase di rallentamento dell'economia mentre le banche centrali portano avanti delle politiche molto favorevoli: visto il contesto è consigliabile cercare in modo tattico delle opportunità in alcune attività rischiose mantenendo al contempo una forte focalizzazione sulle coperture per tutelarsi da un eventuale peggioramento delle prospettive.
- **Ora che manca poco al 2020, le parole chiave per gli investitori multi-asset sono volatilità, agilità e liquidità:** le banche centrali accomodanti, il rallentamento dell'economia e le aree calde sul fronte geopolitico continueranno a influenzare il mercato offrendo delle opportunità. Tuttavia, man mano che il ciclo matura e la volatilità potenzialmente farà la sua ricomparsa, sarà importante mantenere un approccio effettivamente diversificato attivando alcune coperture. L'agilità sarà fondamentale per individuare i punti di ingresso sul mercato e aumentare in parte l'esposizione al rischio in un contesto che richiederà una certa prudenza. Infine, la gestione del rischio di liquidità rivestirà una grandissima importanza perché possibili variazioni del sentiment del mercato potrebbero causare una carenza di liquidità in alcune aree.
- **I fattori ESG saranno ancora più importanti in futuro:** i rischi ESG contano sempre di più per gli investitori perché possono avere un impatto concreto sulle attività finanziarie. Per tale motivo valutare gli effetti dei rischi ESG sulle attività finanziarie diventerà importante tanto quanto capire l'evoluzione dell'economia mondiale e la geopolitica o i bilanci delle società.

2019: L'AGILITÀ SI È RIVELATA UN'OTTIMA SCELTA IN UN ANNO DENSO DI AVVENIMENTI

Quest'anno ci ha ricordato bruscamente come il mutare della dinamica in un sistema finanziario globalmente connesso possa indurre gli investitori a rivalutare le loro strategie di investimento. Nel 2019 i mercati hanno dovuto metabolizzare gli effetti della guerra commerciale, il rallentamento dell'economia mondiale (Germania, Cina e, più di recente, un rallentamento più generalizzato su scala mondiale) e le aspettative degli investitori riguardo alle azioni politiche.

L'accresciuta influenza della politica nelle questioni economiche (Trump che impone i dazi e che sfida l'indipendenza della Fed) e gli elevati rischi geo(politici) (breve crisi politica in Italia, l'attualità sulle pre-elezioni in Argentina, la Brexit e, più di recente, l'attacco all'Arabia Saudita o l'intervento turco) hanno ulteriormente evidenziato **l'importanza di muoversi con destrezza** a livello di asset allocation per sfruttare le opportunità che possono essere generate dall'aumento della volatilità. Al contempo, è essenziale ricordarsi di proteggere gli investitori dai rischi concreti di ribasso.

In un contesto dove era difficile prevedere quale sarebbe stata l'evoluzione di questi eventi, abbiamo iniziato l'anno con un'**allocazione difensiva** allo scopo di limitare il rischio di ribasso e di proteggere i portafogli degli investitori. Alla fine di gennaio abbiamo iniziato a diventare più fiduciosi sul credito europeo e sugli attivi dei Paesi emergenti visto il supporto delle banche centrali e le politiche monetarie accomodanti.

A maggio abbiamo però adottato nuovamente una posizione più conservatrice e più prudente sugli attivi rischiosi (in particolare sulle azioni dei Paesi sviluppati) data la crescente incertezza sulla guerra commerciale, privilegiando il credito investment-grade e il debito dei Paesi emergenti alle azioni più volatili. Aumentare la duration USA è stato un altro modo per fare fronte all'incertezza creata dalle questioni geopolitiche e per aumentare protezione.

“L'accresciuta influenza della politica sulle questioni economiche e gli elevati rischi geo (politici) sottolineano l'importanza di muoversi con agilità e di proteggere gli investitori dai rischi concreti di ribasso”

“Abbiamo iniziato il 2019 in modo prudente e abbiamo rivisto la nostra asset allocation nel corso dell'anno per far fronte al rallentamento dell'economia e alla caccia aggressiva al rendimento indotta dalle politiche delle banche centrali”

Nel reddito fisso abbiamo mutato proattivamente la nostra opinione negli ultimi 12 mesi. Visto che i rendimenti delle obbligazioni europee si sono spostati in territorio negativo, **abbiamo espresso una netta preferenza per i Treasury USA con rendimenti più elevati**, sia su una base diretta, sia su una base relative value rispetto ai bund tedeschi. Questo ci pare un ottimo sistema per diversificare la nostra esposizione al rischio che dovrebbe beneficiare del rallentamento della crescita mondiale, della bassa inflazione e della recente escalation della guerra commerciale. Una delle conseguenze dei rendimenti negativi in Europa è l'intensificarsi della “caccia al rendimento”; ancora una volta abbiamo privilegiato le obbligazioni ad alto rendimento dei Paesi periferici, **l'esposizione alle obbligazioni europee investment grade e, più di recente, alle obbligazioni high yield in euro**. I fattori tecnici, come gli afflussi costanti e la ripresa del programma di QE della BCE dovrebbero supportare i mercati europei del credito. Infine, il contesto finanziario **sembra essere favorevole al debito dei mercati emergenti** (il carry attraente, i bassi tassi USA, le banche centrali accomodanti, l'inflazione sotto tono sono tutti elementi positivi, ma i timori riguardo al commercio mondiale e alla crescita rappresentano dei fattori critici, soprattutto per il debito in valuta locale).

Inoltre, **l'allocazione azionaria è stata rivista costantemente per tutto l'anno**. A maggio siamo diventati molto prudenti riguardo alle azioni dei Paesi sviluppati, mentre a settembre abbiamo rivisto leggermente al rialzo la nostra opinione sulle azioni USA. Per quanto riguarda le azioni dei Paesi emergenti, abbiamo assunto una posizione più prudente durante l'anno, privilegiando le opportunità relative value (Cina e Corea rispetto al mercato generale) a scapito di un'opinione direzionale sulle azioni dei Paesi emergenti.

Un approccio multi-asset dinamico nel 2019



Fonte: Amundi. Dati al 14 ottobre 2019.

“Le notizie contrastanti e i rischi geopolitici possono offrire delle opportunità, così come è successo qualche mese fa con i titoli di Stato italiani”

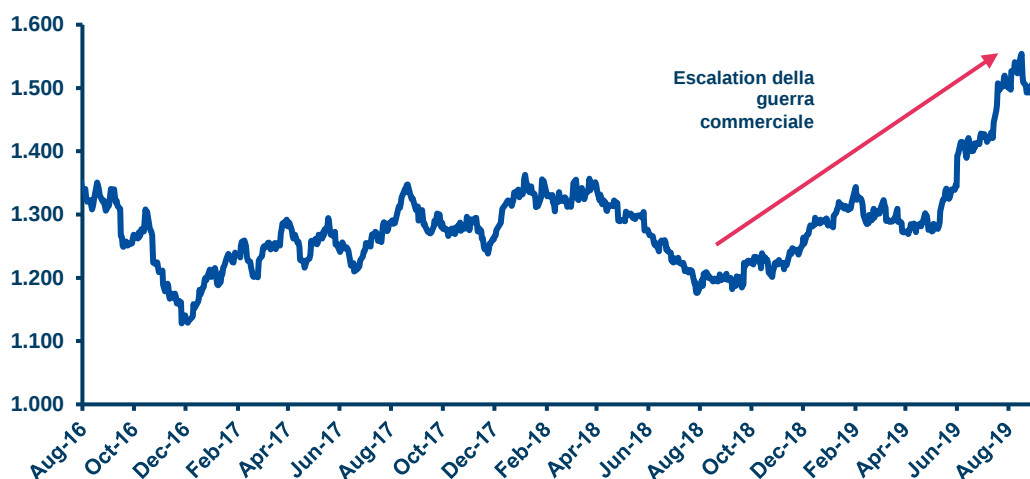
In questo contesto si dovrebbe adottare un **approccio flessibile** agli investimenti. Essere attivi significa **anche sfruttare le opportunità che potrebbero derivare dalle notizie contrastanti**, ed è essenziale che gli investitori rimangano vigili per beneficiare dell'eventuale volatilità.

I titoli di Stato italiani quest'anno ne sono stati una chiara dimostrazione. Noi avevamo una posizione di grande prudenza su questi titoli visto l'atteggiamento di scontro continuo del precedente governo nei confronti dell'UE in un contesto di debole outlook economico. Abbiamo quindi adottato un approccio più costruttivo non appena lo spread tra i BTP e i Bund ha raggiunto livelli interessanti e secondo noi troppo elevati. Quando è scoppiata la crisi politica ed è stato chiaro che l'ipotesi di un nuovo governo, più pro-europeo, stava diventando realtà, abbiamo ritenuto che il segmento delle obbligazioni a dieci anni avesse già scontato in gran parte la riduzione di prezzo e che quindi conveniva concentrarsi sul segmento a trent'anni.

“La copertura è più un'arte che una scienza: è importante trovare un equilibrio tra il costo della copertura e il vantaggio in termini di protezione”

Infine, in un mondo dove il rischio geopolitico è molto alto, deve esserci una forte focalizzazione sulla copertura e sulla protezione. Non deve esserci una copertura nei confronti di tutti i rischi: la copertura è costosa e ci sono dei rischi (come quello della Corea del Nord) che non hanno praticamente alcun impatto sui mercati finanziari. Tuttavia, è importante capire contro quali rischi vale la pena di tutelarsi perché potrebbero avere un impatto sui portafogli, ed è anche importante utilizzare gli strumenti adatti per cautelarsi da rischi specifici. Secondo noi, un'esposizione all'oro, un'opinione positiva sulla duration USA e una breve esposizione a USD/JPY (lo yen tende ad apprezzarsi quando ci sono massicce vendite sui mercati) rappresentano dei baluardi contro un aumento delle tensioni sui negoziati commerciali.

Prezzo spot dell'oro all'oncia in USD



Fonte: Amundi, Bloomberg. Dati al 23 settembre 2019.

GUARDANDO AVANTI: COME AFFRONTARE UN MONDO PIÙ COMPLESSO

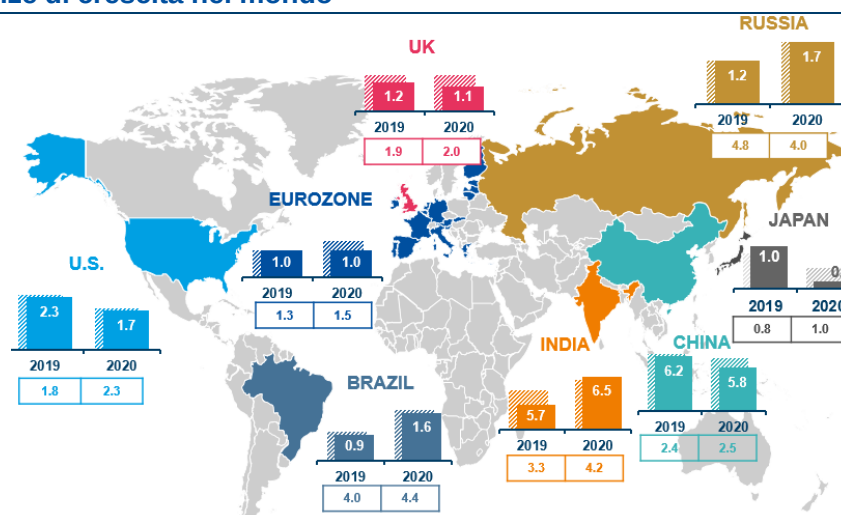
Dopo molti anni di mercato rialzista, gli investitori devono affrontare una prospettiva di rendimenti compressi in un mondo più complesso.

- **Le banche centrali dovrebbero continuare a portare avanti le loro politiche espansive** allo scopo di evitare la recessione e di centrare gli obiettivi sull'inflazione. Il loro impatto sull'economia reale sta però progressivamente svanendo ed è necessaria una politica fiscale più proattiva.
- **Il rallentamento dell'economia è destinato a continuare.** Le nostre previsioni economiche sono state riviste al ribasso per quest'anno e per il prossimo e ci attendono alcune sfide. L'anno prossimo si terranno le elezioni negli USA ed è probabile che le pressioni sul commercio mondiale rimangano elevate. La crescita del commercio mondiale è stata negli ultimi anni un elemento propulsore della crescita mondiale (crescita annua media del 3,8%), ma secondo l'Organizzazione mondiale del commercio (OMC) quest'anno il suo contributo sarà meno di un terzo. Se non ci sarà un allentamento delle pressioni, un tale elemento potrebbe aumentare il rischio per l'economia mondiale a partire da quelle più aperte.
- **Sul fronte geopolitico ci sono molte aree calde.** Il recente disimpegno dell'amministrazione USA in Siria e la situazione in Medio Oriente devono essere monitorati con attenzione perché potrebbero avere delle implicazioni per il prezzo del petrolio in una fase di peggioramento dell'outlook economico. Sul fronte delle notizie positive si sta formando un consenso attorno a politiche più fiscali, in particolare nei Paesi come la Germania che hanno una maggiore capacità di introdurre degli stimoli fiscali e di effettuare delle spese per le infrastrutture che potrebbero supportare gli investimenti e i consumi. Al momento, l'economia interna (USA e Europa) dà prova di buona tenuta ma non è completamente immune dal peggioramento dell'outlook complessivo.

In questo contesto, rimangono delle divergenze in termini di crescita tra i diversi Paesi, e nel 2020 potrebbe esserci una ripresa dei Paesi emergenti.

“Le banche centrali accomodanti, il rallentamento dell'economia e le aree calde a livello geopolitico continueranno a influenzare il mercato offrendo delle opportunità”

Le divergenze di crescita nel mondo



Fonte: Amundi Research; le ultime previsioni risalgono all'8 ottobre 2019. Colonne in grigio = precedenti stime sulla crescita (PIL reale, % annua), Colonne colorate = ultime previsioni sulla crescita (PIL reale, % annua), Dati nelle tabelle = previsioni sull'inflazione (IPC, % annua).

“In un mondo più fragile è importante rimanere focalizzati sulla costruzione di portafoglio e su una diversificazione efficace”

VOLATILITÀ

Man mano che ci avviciniamo al nuovo anno è importante mantenere una forte focalizzazione sulla costruzione del portafoglio così da garantire che stiamo aggiungendo **diverse fonti di diversificazione perché la volatilità potrebbe ripresentarsi** in un contesto di mercato ancora incerto. In questo modo il rischio complessivo rimarrà in linea con le aspettative del cliente. Tuttavia, gli approcci dell'asset allocation tradizionale, con una semplice diversificazione tra le classi di attivi, non sono adatti a generare rendimenti ragionevoli. Potrebbero esporre gli investitori a rischi indesiderati e quindi probabilmente non riusciranno a soddisfare le loro aspettative. Questa “diversificazione delle asset class” statica non crea necessariamente quella che noi riteniamo essere un'efficace diversificazione perché le correlazioni esistenti tra asset class sono instabili e hanno avuto la tendenza ad aumentare durante la crisi. Ecco perché è importante diversificare tra rischi e fonti di rendimento e mantenere una forte focalizzazione sulle coperture.

AGILITÀ

Mantenere un approccio agile agli investimenti, così com'è avvenuto nei mesi di quest'anno, diventerà ancora più importante ora che ci avviciniamo al 2020. Visto che gran parte del trend direzionale nel mercato è ormai alle nostre spalle, sarà importante continuare a sfruttare l'asset allocation in modo flessibile, esplorando le opportunità relative value collegate alle divergenze regionali e settoriali. **L'approccio sarà ampiamente conservativo in termini di allocazione al rischio, ma sarà caratterizzato dall'agilità nell'individuare i punti di ingresso migliori nel caso in cui l'aumento della volatilità spalanchi la porta a nuove opportunità.**

LIQUIDITÀ

In questo contesto anche la gestione della liquidità rivestirà un ruolo cruciale. Aumentano le preoccupazioni per la liquidità di mercato e dobbiamo stare all'erta perché assisteremo probabilmente a dei picchi di volatilità nei prossimi trimestri, soprattutto se le banche centrali non effettueranno i tagli dei tassi previsti o deluderanno i mercati. Ma vi sono **diverse misure che un investitore multi-asset potrebbe prendere per tutelarsi da queste preoccupazioni sulla liquidità**: innanzitutto attraverso una diversificazione efficace, nel senso che un evento non perturba l'intero portafoglio e il rischio di contagio è limitato: in secondo luogo, attraverso una **copertura attiva**, ciò significa che gli investitori non sono costretti a vendere nei periodi di shock; in terzo luogo noi effettuiamo regolarmente degli **“stress test”** per valutare gli effetti potenziali dei movimenti avversi del mercato, e in quarto luogo mantenere una riserva di liquidità **in contanti o in titoli di Stato a breve termine.**

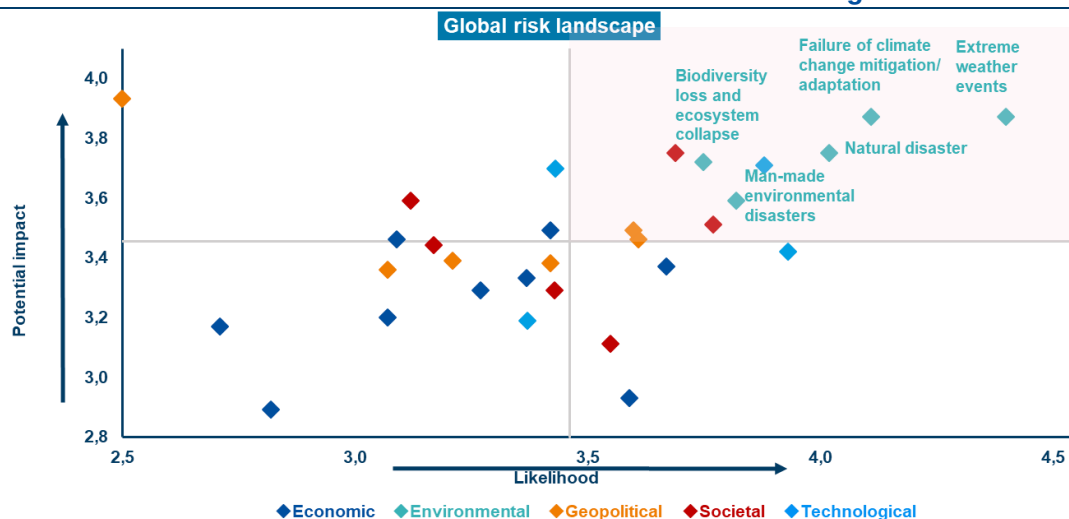
Dovremmo ricordare inoltre che per i gestori attivi la volatilità può essere anche un'opportunità di acquisto che offre la possibilità di aumentare l'esposizione ad alcune attività a valutazioni interessanti.

“Gli investitori multi-asset possono adottare svariate strategie per far fronte al rischio di liquidità che rimarrà un tema chiave l'anno prossimo”

GLI ESG IN PRIMO PIANO

Finora abbiamo parlato dei rischi economici collegati al panorama geopolitico, al rallentamento dell'economia e agli errori di politica che potrebbero incidere sulle decisioni d'investimento e sul sentiment di mercato e che probabilmente verranno monitorati con grande attenzione dagli investitori. Vediamo però emergere con crescente frequenza altri tipi di rischio che potrebbero avere un impatto a lungo termine sui portafogli degli investitori.

I fattori ambientali e sociali sono dei rischi chiave in un mondo globalizzato



Fonte: Elaborazione di Amundi del World Economic Forum Global Risks Perception Survey 2018–2019. Global Risks Perceptions Survey.

“Secondo noi, valutare gli effetti concreti dei rischi ESG sulle attività finanziarie diventerà importante tanto quanto capire l'evoluzione dell'economia mondiale e la geopolitica o i bilanci delle società”

In cima alle preoccupazioni degli investitori ci sono i rischi ambientali, ma anche quelli sociali per via delle marcate e crescenti disuguaglianze. Per tale motivo, valutare gli effetti concreti di questi rischi sulle attività finanziarie diventerà importante tanto quanto capire l'evoluzione dell'economia mondiale e la geopolitica o i bilanci delle società.

Dalla nostra prospettiva ciò significherà valutare gli emittenti e le società non solo in base ai loro fattori fondamentali, come le valutazioni, il potenziale della crescita degli utili ecc, ma anche in base ai fattori ESG. Di solito gli investitori credono che il fattore ambientale sia importante, per esempio per preparare le società a potenziali sanzioni per aver violato la normativa sulle emissioni di CO₂, ma non vanno dimenticati i fattori sociali e di governance che sono altrettanto importanti a seconda del settore o dell'industria in cui opera la società. Ad esempio, una banca commerciale potrebbe non avere delle politiche incentrate sul fattore ambientale, ma di certo dovrà essere valutata in termini di fattori sociali e di governance, a partire dal marketing responsabile dei suoi prodotti agli investitori retail fino al forte contesto di governance per le retribuzioni del management o le politiche anti-corruzione. Individuare i criteri che sono più rilevanti per ogni industria/settore sarà quindi importante non solo per valutare e prevenire il rischio, ma anche per individuare delle opportunità dove esistono dei disallineamenti di prezzo.

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: 14 ottobre 2019.