

La fiducia  
va meritata

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

# CROSS ASSET

## INVESTMENT STRATEGY

2019  
Outlook

**EDIZIONE SPECIALE**

Research  
& Macro  
Strategy

## Prospettive del CIO per il 2019

# Attenzione alla sostenibilità dei rendimenti mentre il ciclo si avvicina alla sua conclusione

PASCAL BLANQUÉ, Group Chief Investment Officer  
VINCENT MORTIER, Deputy Group Chief Investment Officer

Mentre i segnali tipici della fase matura del ciclo continuano a materializzarsi e si intensifica la volatilità a causa delle incertezze geopolitiche, nel 2019 gli investitori dovranno adottare un approccio più prudente, sebbene ci si aspetti che le prospettive per l'economia globale restino positive. Questo nuovo contesto per gli investimenti, a nostro giudizio, si tradurrà non solo nella necessità di adottare una più cauta allocazione ai rischi nel corso dell'anno, ma anche in un'esposizione più selettiva nei Paesi/settori e titoli che potrebbero dimostrarsi **più resilienti**, ovvero con un indebitamento più limitato e una minore esposizione alle frizioni geopolitiche e agli squilibri economici e finanziari. **La sostenibilità dei rendimenti futuri sarà il fattore cruciale nel 2019.** L'anno prossimo ci si concentrerà maggiormente sulla costruzione del portafoglio e sulla diversificazione per bilanciare il rischio, evitare i segmenti di mercato più affollati e affrontare le molteplici divergenze che potrebbero manifestarsi. La gestione della liquidità acquisirà importanza poiché ci stiamo avventurando in un territorio inesplorato con le banche centrali che stanno riducendo la liquidità per la prima volta dopo l'ultima crisi finanziaria. Il mercato non ha una direzione chiara e le oscillazioni saranno prevedibilmente frequenti. Pertanto gli investitori, per tutto il corso dell'anno, dovranno andare alla ricerca delle opportunità tattiche che emergeranno dall'evoluzione di **tre temi principali**, come spieghiamo qui di seguito.

### 1. Dall'accelerazione alla decelerazione dell'economia: più divergenze ma senza traumi

La fase di accelerazione sincronizzata che ha caratterizzato il 1° semestre del 2018 ha lasciato spazio a una moderata decelerazione dell'economia globale nel 2019 e nel 2020. In particolare negli Stati Uniti, gli incentivi fiscali, che hanno contribuito a prolungare il ciclo economico e favorito la crescita degli utili, inizieranno ad avere meno effetto nella seconda parte dell'anno. Queste dinamiche dovrebbero portare a un salutare ridimensionamento delle attuali ottimistiche previsioni, impedendo un surriscaldamento dell'economia in una fase di piena occupazione. D'altro canto, l'Europa sta già risentendo (economicamente e in campo finanziario) della Brexit e della fragile politica fiscale in Italia, ed è vulnerabile di fronte ai rischi geopolitici a livello globale (per esempio all'aumento del prezzo del petrolio) e nei mercati emergenti.

#### Le nostre previsioni per il 2018: è andata come previsto?

##### Cos'è andato come previsto?

###### Economia

- Stabilizzazione della **crescita del Pil globale** sui livelli del 2017 (sopra il potenziale)
- **Inflazione core** in accelerazione in alcune regioni ma generalmente contenuta
- Tendenza a un **ribilanciamento delle politiche monetarie e fiscali** in alcuni dei principali Paesi, approccio gradualmente meno accomodante delle banche centrali.

###### Mercati finanziari

- Passaggio dalla **reflazione degli asset** verso un regime di **ciclo maturo**
- **Rendimenti corretti per il rischio più bassi** rispetto agli anni passati
- Direzione dei **tassi di interesse** (previsti aumenti moderati).

##### Ci sono state sorprese?

###### Economia

- **Crescita più robusta negli Stati Uniti**, grazie alla politica fiscale, e **desincronizzazione della crescita**
- Dinamiche **idiosincratiche nei mercati emergenti** (Turchia, Argentina)
- **"Rinascita europea"** contenuta dalla mancanza di sviluppo delle riforme e dall'ascesa del populismo
- Escalation della **guerra commerciale** e ritorsioni.

###### Mercati finanziari

- **Investimenti USA particolarmente interessanti** (sovrapformance dei mercati azionari grazie al deciso aumento degli utili per azione, dollaro forte)
- **Tassi di interesse** leggermente più alti del previsto negli Stati Uniti, meno in Europa
- Debolezza generalizzata nei **mercati emergenti**.

Principali temi macroeconomici e di investimento per il 2019

**MACRO**

- 1** Dall'accelerazione alla decelerazione dell'economia: più divergenze ma senza traumi.
- 2** Dall'abbondante liquidità immessa dalle banche centrali alla normalizzazione con la riduzione della liquidità.
- 3** Dal "rumore" politico al predominio della politica.

**STRATEGIA DI INVESTIMENTO**

- AZIONARIO**  
Strumenti di qualità in mercati entro una banda di oscillazione.
- REDDITO FISSO**  
Incrementare la duration e ridurre il rischio di credito.
- MERCATI EMERGENTI**  
Cercare opportunità di investimento e carry
- VALUTE**  
Diversificare l'esposizione in valuta a fronte dell'aumento di volatilità.
- MULTI-ASSET**  
Focus su allocation dinamica del rischio e copertura.

Le prospettive dell'Europa restano incerte e dipendono molto dagli sviluppi politici, tuttavia i mercati sembrano aver già scontato la maggior parte delle cattive notizie. Tra i principali Paesi, il Giappone potrebbe risultare più protetto degli altri se la situazione interna continuerà a essere positiva e l'incertezza politica limitata. La decelerazione proseguirà nei mercati emergenti, in particolare nel 1° semestre 2019 sull'onda della debolezza del 2018, con qualche divergenza, poiché i rialzi dei tassi negli Stati Uniti e la forza del dollaro amplificheranno le aree di fragilità a livello dei singoli Paesi. Inoltre, i prestiti in dollari nei confronti dei residenti nei mercati emergenti, non bancari, sono più che raddoppiati dalla Grande Recessione. Anche l'incremento del prezzo del petrolio ha prodotto qualche divergenza nei mercati emergenti. Gli esportatori di petrolio ne hanno infatti beneficiato rispetto ai Paesi importatori. Comunque non ci aspettiamo grandi sconvolgimenti in questi mercati: l'economia cinese dovrebbe resistere e il governo continuerà ad adottare i provvedimenti monetari e fiscali necessari a gestire il rallentamento in modo ordinato. I fattori da monitorare saranno i motori dell'economia locale e la resistenza dei paesi nei confronti della decelerazione degli scambi commerciali globali, allo scopo di identificare le aree più sostenibili. **Nel complesso, lo scenario economico mondiale sarà meno uniforme, con diverse velocità di crescita e aggiustamenti economici nel corso dell'anno.**

**2. Liquidità: dall'abbondante immissione da parte delle banche centrali al processo di normalizzazione e riduzione.**

Le banche centrali stanno ancora immettendo liquidità nel sistema, ma il 2019 sarà probabilmente il primo anno di acquisti di titoli negativi da parte delle banche centrali dei mercati sviluppati. Di conseguenza, dovremmo assistere a una **restrizione delle condizioni finanziarie** su scala globale, che metterà in difficoltà le economie e i settori più indebitati in uno scenario mondiale che è ancora caratterizzato da un **livello del debito elevato**. Le banche centrali si concentreranno sugli obiettivi interni, pertanto le politiche monetarie si faranno meno sincronizzate. Nei mercati sviluppati, la Federal Reserve probabilmente concluderà il ciclo di rialzi nel 2019. La Banca centrale europea sarà invece solo all'inizio della stretta monetaria e la Banca del Giappone manterrà una politica sostanzialmente accomodante. Nei mercati emergenti, prevarranno politiche monetarie più restrittive a fronte di aspettative inflazionistiche in rialzo, con diversa intensità. Nel complesso, **le incertezze sui futuri interventi delle banche centrali aumenteranno mano a mano che il ciclo si avvierà verso la sua fase più matura. Lo scenario di mercato sarà pertanto più vulnerabile ad eventuali errori politici.**

**3. Dal "rumore" politico al predominio della politica.**

Quest'anno è stato contrassegnato dall'inizio di un'era di predominio della politica sui mercati finanziari. I fattori politici in genere venivano percepiti come un rischio oppure come un "rumore" del mercato fino allo scorso anno. Oggi rappresentano un **fattore cruciale in un contesto economico e di mercato più fragile**. In Europa, le elezioni parlamentari di maggio 2019 saranno fondamentali per identificare le dinamiche politiche prevalenti e per comprendere il potenziale di integrazione e, in ultima analisi, di sopravvivenza dell'euro nel lungo periodo. Inoltre, le politiche protezionistiche del Presidente degli Stati Uniti Trump resteranno sotto attento scrutinio: anche se nel breve termine gli USA sono stati relativamente immuni agli effetti dei dazi doganali, le conseguenze di tali politiche diventeranno presto visibili, con un calo dei margini aziendali ed effetti non voluti sui prezzi nel medio termine. **La flessione degli**

scambi commerciali è già in corso dopo decenni di apertura e il ritorno a un'economia più orientata al mercato domestico potrebbe essere l'evoluzione naturale del rischio di una guerra commerciale.

### Quali sono le implicazioni di tali tematiche per gli investitori?

I titoli del Tesoro e le azioni USA continuano a essere gli strumenti preferiti nel 2019, per quanto il predominio degli Stati Uniti dovrebbe diminuire con la convergenza della crescita degli utili nelle principali economie. Al contrario, il repricing della “grande periferia” (mercati emergenti ed Europa) registrato nel secondo semestre del 2018, secondo noi, aprirà nuove opportunità per diversificare l'esposizione al rischio nel 2019 a prezzi ragionevoli, sulla base di un approccio tra neutrale e prudente negli strumenti più rischiosi. Con la fine del tema reflazionistico trainato dalla liquidità in eccesso, gli investitori dovranno ridimensionare le loro aspettative in termini di performance. **Chi ha investito in un portafoglio composto al 50% da azioni e al 50% da obbligazioni dovrà attendersi rendimenti a singola cifra, nella fascia bassa.** Ciò vale soprattutto per gli investitori in euro in uno scenario più incerto e con il mercato obbligazionario poco remunerativo a causa dei tassi che restano molto bassi. In questa classe di attività aiuterà la ricerca delle opportunità di investimento nell'intero universo del credito (compresi gli strumenti liquidi e quelli non liquidi) e l'aggiunta di fonti di rendimento non correlate, allo scopo di ottimizzare il profilo di rischio e rendimento dell'allocazione. **Nel complesso, crediamo che il 2019 sarà l'anno in cui ci si concentrerà sui fondamentali per cercare rendimenti sostenibili ed evitare le aree più rischiose tra le diverse classi di attivo.**

- Multi-asset: focus sull'allocazione dinamica del rischio e sulle protezioni.** Gli investitori dovranno gestire molteplici rischi. Uno di questi è rappresentato dagli errori politici delle banche centrali che potrebbero sottostimare gli effetti negativi non voluti sui prezzi derivanti dalle tensioni commerciali. Il rallentamento generato da una stretta eccessiva potrebbe gravare in particolare sul settore societario fortemente indebitato, mentre un possibile ampliamento degli spread di credito potrebbe provocare la reazione negativa dei mercati azionari, rischi contro cui vale la pena proteggersi. Il deterioramento delle condizioni macroeconomiche, che potrebbe manifestarsi con maggiore evidenza nel secondo semestre del 2019 e nel 2020, richiederà invece una riduzione del rischio nell'allocazione di portafoglio.
- Azioni: cercare la qualità in mercati destinati a muoversi in una banda di oscillazione.** Non indichiamo significative chiamate sulla direzionalità dei mercati, ma preferiremmo concentrarci maggiormente sulla selezione, fondata sulla sostenibilità in termini di crescita degli utili, struttura del debito e modelli di business. La selezione sarà fondamentale per affrontare la fase matura del ciclo nel mercato azionario. Le prospettive sugli utili dovrebbero restare favorevoli, con qualche decelerazione soprattutto negli Stati Uniti, dove la loro crescita dovrebbe iniziare a invertire la tendenza rispetto ai livelli straordinari raggiunti nel 2018, poiché l'aumento dei costi dei fattori produttivi inizia a produrre effetti negativi. In uno scenario più equilibrato, **gli investitori potrebbero esplorare opportunità più selettive nelle aree più convenienti del mercato**, in particolare in Europa. Se, come crediamo, la situazione in Italia si risolverà nel medio termine, il Paese potrebbe rappresentare l'opportunità di riposizionare i portafogli nell'azionario europeo, a valutazioni interessanti, essendo già stata scontata la maggior parte delle cattive notizie. Nel mercato americano, gli investitori diventeranno verosimilmente più selettivi. Noi privilegiamo la rotazione degli stili, passando dal Growth, le cui valutazioni sono care, a una combinazione di Quality e Value. **La gestione del rischio diventa fondamentale per evitare concentrazioni a causa della forte incertezza.**
- Reddito fisso: incrementare la duration e ridurre il rischio di credito.** I rialzi dei tassi rallenteranno mentre la Federal Reserve si avvicinerà alla fine del suo ciclo di stretta monetaria. Con l'aumento dei rendimenti dei Treasury, questo segmento tornerà in focus per la ricerca di reddito e gli investitori dovrebbero aumentare la duration per beneficiare dei maggiori rendimenti (negli Stati Uniti) e per proteggersi in caso di fasi di avversione al rischio. Col calo della liquidità e il cambio di rotta delle banche centrali, gli investitori dovrebbero adottare un approccio molto selettivo nei mercati del credito. Tra i principali rischi che devono affrontare, secondo noi, c'è la contrazione della **liquidità**, il cambiamento di struttura di alcuni mercati o eventuali errori di politica monetaria (in particolare una Fed più aggressiva in previsione di un surriscaldamento dell'economia americana). I default sono contenuti e non dovrebbero aumentare in misura significativa nel 2019. Questo è un ambito che richiede sempre più attenzione, poiché le condizioni economiche possono deteriorarsi progressivamente con una restrizione anche delle condizioni finanziarie.

“ Nel 2019 sarà fondamentale concentrarsi sulla generazione di alpha, poiché ci aspettiamo un limitato movimento direzionale al rialzo dei mercati. Da ciò l'importanza di una gestione tattica dell'esposizione alle diverse aree geografiche e ai temi, nonché di un'attenta selezione dei titoli sulla base della sostenibilità dei rendimenti. Potrebbe anche essere opportuno adottare un approccio più difensivo più avanti nell'anno quando il ciclo si avvicinerà alla fase conclusiva.”

- **Mercati emergenti: individuare punti di ingresso e ricerca del carry.** L'orizzonte di investimento nei mercati emergenti continua a essere tra medio e lungo termine. Alcune aree di tali mercati, che hanno già subito un riprezzamento, offrono interessanti opportunità di reddito. La selezione resta tuttavia fondamentale, considerati i profili diversi in termini di vulnerabilità tra i Paesi emergenti. Nello stesso tempo, la fine del ciclo di stretta monetaria della Federal Reserve dovrebbe portare un certo sollievo agli asset ipervenduti dei mercati emergenti.
- **Valute: diversificare l'esposizione in valuta a fronte dell'aumento di volatilità.** Dato che le valute saranno il primo meccanismo utilizzato per aggiustare i flussi, ci aspettiamo che la volatilità resti alta. Sugeriamo dunque un'esposizione diversificata alle valute dei mercati sviluppati. Manteniamo un approccio cauto sulle divise dei paesi emergenti, più vulnerabili nella fase attuale. Il dollaro USA è stato il principale beneficiario dell'appetito degli investitori, sostenuto dal rimpatrio dei capitali, tendenza che potrebbe affievolirsi nel corso dell'anno quando le decisioni di investimento saranno nuovamente guidate dai fondamentali (ad esempio un maggiore deficit fiscale), mentre diminuiranno gli effetti degli stimoli.

**VIEW DI INVESTIMENTO AMUNDI PER IL 2019**

	Asset Class	Views	Logica di investimento
<b>AZIONI</b>	Azioni globali	=	Una crescita globale oltre il 3% è a sostegno degli utili societari. Al contrario, il rallentamento economico e il venir meno delle iniezioni di liquidità sui mercati da parte delle banche centrali rappresentano una combinazione rischiosa per il mercato azionario. Saranno fondamentali la diversificazione per aree geografiche, la selezione di società di qualità e un'allocazione tattica basata sulle dinamiche regionali.
	Stati Uniti	+	Il mercato americano continuerà verosimilmente a fare meglio di altri mercati azionari in termini di crescita degli utili, anche se questa sovraperformance potrebbe attenuarsi nel 2019. Il fatto che il ciclo negli Stati Uniti raggiunga il suo picco rappresenta un ostacolo per il rialzo dei PE. Pertanto il mercato dovrebbe realizzare performance in linea con la crescita dell'utile per azione.
	Europa	=	I problemi politici graveranno sui mercati, con un conseguente aumento del premio per il rischio. La crescita degli utili resta sottotono rispetto agli Stati Uniti, ma le valutazioni sono interessanti e potrebbero sostenere il mercato, qualora rientrassero i rischi politici. Una volta superata la Brexit e con il ciclo in una fase più avanzata, il Regno Unito potrebbe beneficiare di elevati dividend yield.
	Giappone	=	La situazione politica in Giappone è molto più chiara che in Europa, ma la ripresa degli utili è assai più matura e le stime di crescita per il 2019 sono tra le più deboli nei principali mercati. L'andamento del Paese dipende molto dalle dinamiche dello yen e questo amplifica le tendenze di propensione/avversione al rischio degli investitori.
	Asia Pacifico (Giappone escluso)	-	Questa regione (57% Australia, 29% Hong Kong) risente molto degli sviluppi in Cina, soprattutto relativamente agli scambi e ai prezzi delle materie prime industriali. Una maggiore visibilità sul pacchetto di stimoli in Cina, soprattutto a sostegno delle infrastrutture, potrebbe far rimbalzare il mercato nel corso dell'anno (una tendenza più che temporanea).
	Mercati emergenti	=	Nel 2019 persisteranno alcuni ostacoli: la stretta della Federal Reserve nel 1° semestre, un approccio meno accomodante da parte delle banche centrali nei mercati emergenti, la decelerazione dell'economia globale e le controversie sul fronte commerciale. Anche l'agenda politica sarà molto intensa. Eppure, la recente correzione dei mercati emergenti globali è stata eccessiva. Dunque, anche in presenza di una fase di rallentamento, potremmo assistere a qualche rialzo.
	<b>REDDITO FISSO</b>	Obbligazioni globali	=
Titoli del Tesoro americano		+	Nel 1° semestre del 2019 i tassi di interesse dovrebbero stabilizzarsi oppure aumentare solo leggermente. Pertanto, il rendimento decennale resterà intorno ai livelli attuali nei prossimi mesi. Nel 2° semestre prevediamo qualche lieve movimento al ribasso per i rendimenti obbligazionari, unitamente a un rallentamento della crescita negli Stati Uniti e con la Federal Reserve che raggiungerà il livello target nel processo di normalizzazione dei tassi.
Obbligazioni societarie investment grade USA		=	Le valutazioni appaiono in genere più tirate nelle obbligazioni ad alto beta denominate in dollari, dove il rischio di compiacenza da parte del mercato è maggiore in caso di sorprese negative a livello economico e di restrizione delle condizioni finanziarie. Negli Stati Uniti, pertanto, sono preferibili le obbligazioni societarie di elevata qualità a bassa duration.
Corporate HY USA		-	I rischi di insolvenza sono limitati nel breve periodo, mentre la leva finanziaria elevata delle imprese amplifica l'impatto negativo di una inversione del ciclo economico. Le valutazioni del segmento high yield negli Stati Uniti non sono appetibili alla luce dell'incremento dei rischi.
Titoli di Stato europei		-	La BCE probabilmente confermerà la sua <i>forward guidance</i> prudente sui tassi. Prevediamo un rialzo, solo limitato, del rendimento del Bund decennale. L'approccio accomodante della BCE alimenta la ricerca di rendimento nel segmento della curva a 2/5 anni, in cui anche gli spread italiani offrono maggiori opportunità di normalizzazione.

## VIEW DI INVESTIMENTO AMUNDI PER IL 2019

	Asset Class	Views	Logica di investimento
REDDITO FISSO	IG Euro	=	I rischi politici e la crescita macro meno brillante, unitamente alla fine del programma di acquisti di obbligazioni societarie, graveranno sul credito investment grade europeo. Il segmento è comunque più interessante delle obbligazioni core in euro.
	HY Euro	+	I fondamentali del segmento high yield in euro sono ancora molto robusti e anche le dinamiche di domanda e offerta dovrebbero essere positive. Cerchiamo di adottare un approccio tattico sui finanziari e sull'high yield in euro in generale, in base all'evoluzione dei rischi politici.
	Obbligazioni dei mercati emergenti	=	Dopo un anno difficile ci aspettiamo un progressivo miglioramento delle condizioni, in particolare nel secondo semestre del 2019. Nel debito in valuta locale, le valutazioni non ci sembrano particolarmente interessanti. In vista del prossimo anno preferiamo il debito in dollari USA e ci concentreremo in particolare sui paesi con i migliori rendimenti aggiustati per il rischio.
ALTRI	Materie prime		Metalli di base e petrolio hanno riportato performance alquanto divergenti nel 2018 e crediamo che questa tendenza proseguirà anche nel 2019. Il nostro obiettivo per il prossimo anno è di 65-75 dollari per il WTI e di 70-80 dollari per il Brent. Per quanto riguarda l'oro, crediamo che vada ancora considerato come una valida protezione contro una eventuale crisi finanziaria.
	Beni reali		In previsione di rendimenti più bassi, gli investitori con un orizzonte abbastanza a lungo termine potrebbero incrementare la diversificazione e il potenziale di rendimento attraverso il premio per la liquidità offerto dai beni reali.
	Valute		La Brexit e gli sviluppi politici nell'Eurozona potrebbero gravare per un po' di tempo sulla sterlina e sull'euro. Il dollaro USA dovrebbe continuare a essere forte nel breve termine, e si indebolirà nel medio termine. Questo anche a causa dell'economia che potrebbe infine raggiungere la fase matura del ciclo, che generalmente porta a un deprezzamento del dollaro.

**Legenda:** --Negativa -Leggermente Negativa =Neutrale +Leggermente Positiva ++Positiva

Fonte: Amundi, al 5 novembre 2018. La tabella illustra la nostra valutazione del mercato in un momento specifico e non va intesa come una previsione di eventi o una garanzia di risultati futuri. Il lettore non deve considerare tali informazioni come una ricerca, un consiglio di investimento o un suggerimento su un fondo o su un titolo in particolare. Le informazioni riportate nello schema hanno unicamente fine illustrativo e formativo, e sono soggette a variazione. Tali informazioni non rappresentano l'asset allocation attuale, passata o futura, né la composizione di un portafoglio di un prodotto Amundi.

## Contesto Macroeconomico

### View e Scenari

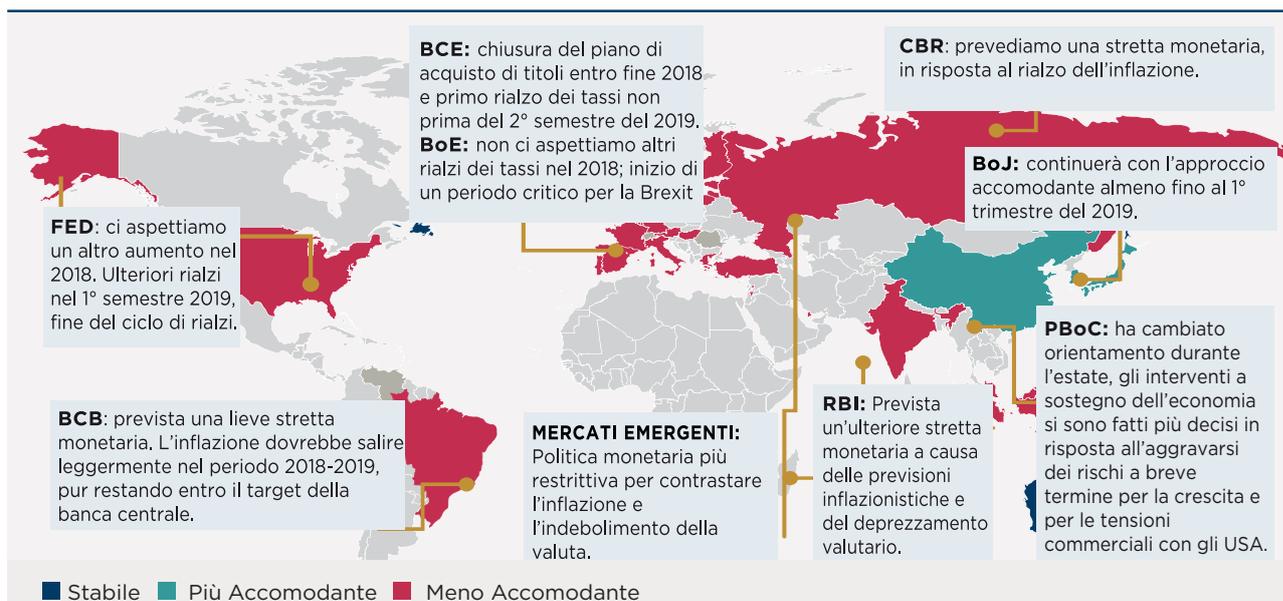


**Scenario centrale (probabilità del 70%): rallentamento a diverse velocità che potrebbe trasformarsi in un rallentamento sincronizzato a causa del moltiplicarsi dei rischi**

#### VIEW PER REGIONE

- Economia mondiale.** Il 2018 è iniziato con una ripresa globale sincronizzata. Ma questa tendenza non è durata. Dalla primavera, le misure protezionistiche messe in atto da Donald Trump hanno cambiato le carte in tavola. Le economie emergenti, alcune fortemente indebitate in dollari, si sono indebolite a causa dell'apprezzamento generalizzato del dollaro USA. Il deprezzamento delle valute di questi Paesi ha provocato inflazione a livello locale nonché spinto le banche centrali a una stretta monetaria, che ha gravato sulle economie già indebolite dai massicci deflussi di capitali. Le economie avanzate hanno iniziato a frenare. Alla fine, l'anno si chiuderà con un'economia globale meno sincronizzata, mentre aumenteranno i rischi di ribasso.
- Negli Stati Uniti,** l'economia è stata trainata da una politica fiscale estremamente accomodante che continuerà a produrre i suoi effetti per un po' di tempo. Tuttavia, gli effetti delle misure fiscali diminuiranno progressivamente durante il prossimo anno. Ci aspettiamo una decelerazione della crescita verso il potenziale, ma non prima della fine del 2019/2020. Questo significa che l'economia americana perderà 1 punto in termini di crescita entro il 2020. Ne risentiranno gli utili delle imprese, soprattutto se si intensificheranno le pressioni inflazionistiche, il che è possibile considerato che l'economia opera vicino alla piena occupazione.
- In Europa,** nonostante una ripresa iniziata dopo quella degli Stati Uniti, le economie della regione hanno iniziato a rallentare nel 2018. Il divario tra produzione potenziale ed effettiva si è colmato nella maggior parte dei Paesi. L'Italia è l'unico Paese nell'Eurozona (a esclusione della Grecia) dove il Pil non è tornato sui livelli precedenti alla crisi. Diversi fattori hanno contribuito al rallentamento della crescita nel 2018: il rialzo del prezzo del petrolio e il rallentamento degli scambi commerciali globali e delle economie emergenti. Inoltre, le incertezze politiche hanno oscurato lo scenario europeo (Brexit, Italia). La possibilità di un cambio di coalizione in Germania, dopo la sconfitta alle elezioni locali dei due principali partiti che compongono la coalizione di governo (CDU e SPD), segna la conclusione dell'era Merkel. La fine della leadership del Cancelliere potrebbe togliere slancio alle iniziative per rafforzare l'integrazione dell'Eurozona. Sarà probabilmente necessario attendere le elezioni europee a maggio 2019, un nuovo Parlamento, una nuova Commissione Europea, un nuovo Cancelliere in Germania e un chiarimento sulla leadership delle istituzioni europee (Commissione, BCE) per ottenere progressi significativi nel processo

#### 1/Politica monetaria: interventi delle banche centrali meno sincronizzati nel 2019



Fonte: Amundi, al 5 ottobre 2018. Mappa indicativa delle politiche monetarie. La chiusura o la riduzione del quantitative easing vengono considerate come una stretta monetaria. Legenda: Fed = Federal Reserve, SNB = banca centrale svizzera, BoE = Banca d'Inghilterra, PBoC = banca centrale cinese, BoJ = Banca del Giappone, RSB = banca centrale svedese, BCB = banca centrale brasiliana, CBR = banca centrale russa, BCE = banca centrale europea, RBI = banca centrale indiana.

di rafforzamento dell'architettura finanziaria dell'Eurozona. Il governo italiano, che subisce le pressioni del mercato, sembra pronto a posticipare alcune misure costose. Il Regno Unito resta nell'incertezza sulla possibile evoluzione della Brexit. Sembra alquanto probabile che il governo britannico e l'Ue raggiungeranno un accordo sul confine irlandese che consentirà al Regno Unito di beneficiare di un periodo di transizione (da marzo 2019 a dicembre 2020) durante il quale continuerebbero i negoziati.

- **In Giappone** le prospettive restano favorevoli. La debolezza registrata da metà 2018 dovrebbe essere di breve durata. Crediamo che il Paese sia relativamente immune alle controversie commerciali tra Cina e Stati Uniti. Le esportazioni verso Stati Uniti e Cina rappresentano circa il 3% del Pil. La decelerazione dell'economia cinese dopo l'imposizione dei dazi dovrebbe essere compensata dalla solidità dell'economia americana (nel breve termine). Inoltre, le imprese stanno pianificando un aumento degli investimenti a un ritmo che non vedevamo dal 2007, nonostante le minacce agli scambi commerciali globali. Il mercato del lavoro ha raggiunto un livello di robustezza mai visto dal 1974 e i salari non aumentavano a questi ritmi da oltre 20 anni (+1,8% su base annua nel 1° semestre del 2018). L'aumento dell'aliquota Iva previsto per ottobre 2019 (dall'8% al 10%), una volta entrato in vigore, dovrebbe determinare un anticipo dei consumi prima di gravare sulla spesa delle famiglie. Tuttavia, prevediamo un impatto del 30% inferiore rispetto a quello dell'ultimo aumento IVA del 2014. Nonostante tutto, la crescita del Pil dovrebbe scendere ben al di sotto del potenziale tra la fine del 2019 e l'inizio del 2020. Ma non crediamo che si tratti di un rallentamento duraturo.
- **In Cina** l'intensificarsi delle minacce protezionistiche ha indebolito l'economia e nel corso dell'anno è aumentato il rischio di una brusca frenata. Le autorità cinesi hanno cambiato orientamento durante l'estate optando per una politica di stabilizzazione anticiclica. La Cina utilizzerà tutte le leve disponibili per evitare un hard landing. Non dimentichiamoci che le autorità cinesi hanno più spazio di manovra rispetto a quelle americane. In tali condizioni, ci aspettiamo un rallentamento graduale e controllato nel Paese. Tutti gli occhi ora sono puntati sul G20, che avrà luogo in Argentina a fine novembre 2018, durante il quale il Presidente Trump incontrerà il cinese Xi. L'incontro dovrebbe alleggerire le pressioni sugli scambi commerciali, almeno temporaneamente.
- **In altre economie emergenti** il deterioramento delle condizioni locali, in particolare rispetto ai rischi collegati alle misure protezionistiche degli Stati Uniti, potrebbe continuare a gravare sulla fiducia delle imprese e sugli investimenti (in particolare in Asia del nord e in Messico). Altri Paesi continueranno a concentrarsi sullo sviluppo delle infrastrutture (Indonesia e Filippine per esempio). I consumi dovrebbero restare robusti nelle economie vicine alla piena occupazione. Dobbiamo ricordare che la crescita nominale potenziale continua a favorire le economie emergenti rispetto a quelle avanzate, anche se molte di esse sono fragili (Argentina, Turchia, Sud Africa) e/o molto indebitate.

## TEMI GLOBALI

**La situazione macro-finanziaria globale resta alquanto sbilanciata.** Sebbene le prospettive economiche siano generalmente positive (con una crescita vicino o persino oltre il potenziale nei prossimi due anni), il moltiplicarsi dei fattori di rischio, soprattutto di natura politica, alimenta l'incertezza globale. Questo potrebbe gravare sulle decisioni di investimento.

**La guerra commerciale tra Cina e Stati Uniti, le sanzioni imposte dagli Stati Uniti all'Iran, le tensioni in Medio Oriente, i problemi politici in Europa persisteranno.** In effetti, la crescita è ancora trainata dal debito globale. E la crescita potenziale nominale è diminuita a causa dell'invecchiamento della popolazione, del calo della produttività e della debolezza strutturale dell'inflazione di beni e servizi. In altri termini, l'attuale "regime di crescita" sembra insostenibile nel medio e lungo periodo. L'economia mondiale continua ad espandersi ma le basi restano molto fragili, in particolare nel caso di un brusco rialzo dei tassi di interesse (premi per il rischio più alti). Questa fragilità preoccupa soprattutto perché le banche centrali e i governi in molti Paesi oggi hanno un ridotto spazio di manovra: sono sempre di meno quelli che hanno i mezzi per attuare politiche (anticicliche) con un effetto stabilizzante.

In particolare, **la politica fiscale pro-ciclica adottata negli Stati Uniti non lascia molti margini di azione** nel caso di un rallentamento, soprattutto con un Congresso diviso (Camera dei Rappresentanti democratica, Senato repubblicano). In Europa c'è meno spazio di manovra sia in termini di politica fiscale che monetaria. La BCE non ha ancora iniziato il processo di normalizzazione ma la crescita sta già rallentando. Sarà difficile alzare i tassi di interesse più avanti nel 2019 se ci si aspetta un'inversione di tendenza da parte della Fed nei prossimi 12 mesi (in previsione di un rallentamento economico).

**L'economia mondiale appare meno uniforme.** Le interruzioni nella catena di valore provocate dalla guerra commerciale stanno riplasmando gli scambi globali a vantaggio della Cina. Il commercio mondiale non sarà più il motore dell'economia come è avvenuto negli ultimi decenni. Non si tratta però di un passo indietro. Gli scambi nel settore dei servizi sono in aumento, le economie restano interconnesse e Donald Trump è isolato a livello internazionale. Inoltre, è importante sottolineare che gli interessi dei movimenti populistici e nazionalisti sono tutt'altro che convergenti: ci sono in effetti molte economie che dipendono ancora dallo sviluppo di altri Paesi (tra gli altri, l'Europa dell'est, la Turchia e il Brasile).

In tale scenario, è probabile che in futuro le economie sperimentino cicli economici più autonomi poiché dipenderanno maggiormente dalla domanda interna. In un contesto sempre più instabile politicamente, una desincronizzazione duratura dei cicli economici sarebbe una buona notizia. Comunque, gli Stati Uniti possono trascinare il resto del mondo verso la recessione se Donald Trump continuerà la sua offensiva sul fronte commerciale. Un'escalation del conflitto con la Cina andrebbe a svantaggio di tutti, a partire dai suoi protagonisti. L'economia mondiale dovrebbe comunque continuare a crescere in modo disomogeneo (con un'espansione a più velocità e qualche isolata battuta d'arresto). A oggi, persistono i rischi di ribasso, compresa la possibilità di una frenata globale sincronizzata.



**Rischio di ribasso (probabilità del 25%):**

**rallentamento economico pronunciato causato dalla guerra commerciale, crisi geopolitica**

Il rischio di nuove misure protezionistiche negli Stati Uniti con possibili ritorsioni da parte del resto del mondo resta alto. Cina e UE sono particolarmente esposte a tale rischio.

- Escalation delle tensioni geopolitiche in Medio Oriente. Prezzo del petrolio oltre quota 100 dollari.
- L'incertezza in merito all'escalation delle tensioni commerciali (principalmente tra Cina e Stati Uniti) in un contesto caratterizzato da rischi geopolitici (Iran), crisi in alcune grandi economie emergenti (Turchia, Argentina), rischio politico in Brasile, rallentamento in Cina e tensioni politiche in Europa (deficit di bilancio in Italia, Brexit) spinge le aziende alla prudenza.

**Conseguenze:**

- A parità di tutte le condizioni, una guerra commerciale farebbe rallentare gli scambi e determinerebbe un rallentamento sincronizzato della crescita e, nel breve termine, inflazione. Comunque, una guerra commerciale globale avrebbe velocemente effetti deflazionistici, gravando sulla domanda mondiale.
- Un improvviso repricing del rischio nei mercati obbligazionari, con l'aumento generalizzato degli spread sui titoli di Stato e sul credito, sia nei mercati sviluppati che nei mercati emergenti, e una flessione della liquidità del mercato.
- A fronte della conseguente turbolenza finanziaria, riemergerebbero le problematiche di fine ciclo negli Stati Uniti.
- Le banche centrali cesserebbero di ricalibrare la politica monetaria e, nel peggiore dei casi (anche se è alquanto improbabile), tornerebbero a impiegare strumenti non convenzionali, per esempio con l'ampliamento del loro bilancio.



**Rischio di rialzo (probabilità del 5%):**

**ripresa della crescita globale nel 2019**

Donald Trump inverte la rotta dopo le elezioni di metà mandato, riduce le barriere commerciali e si impegna nei negoziati bilaterali con la Cina. A livello locale, l'aumento della spesa per le infrastrutture potrebbe attirare nuovamente l'attenzione e prolungare il ciclo negli Stati Uniti.

- Accelerazione trainata dagli investimenti e rimbalzo della crescita globale.
- La politica fiscale pro-ciclica negli Stati Uniti fa accelerare, più del previsto, la crescita interna. La crescita riaccelera nell'Eurozona dopo una fase di recessione e riprende in Cina sulla scorta degli stimoli adottati nel 1° semestre.
- Reazione tardiva delle banche centrali che inizialmente manterrebbero condizioni accomodanti.

**Conseguenze:**

- Un'accelerazione della crescita mondiale alimenterebbe le aspettative inflazionistiche, costringendo le banche centrali a valutare una normalizzazione più rapida della politica monetaria.
- Aumento dei tassi di interesse reali, soprattutto negli USA.
- Rischio di boom e successivo crollo.

## LA VIEW DEGLI STRATEGIST

### Superato il picco congiunturale, focus su alcuni indicatori da monitorare

#### In primo piano

Avvicinandoci al 2019, man mano che il ciclo migliora, è essenziale identificare le potenziali aree di investimento vicine a possibili eccessi e gli indicatori in grado di segnalare tempestivamente quando le condizioni del mercato stanno per raggiungere un punto di svolta. A nostro giudizio, gli indicatori principali, che in passato si sono dimostrati un valido segnale premonitore della correzione del mercato, e che oggi vale quindi la pena di monitorare, sono la liquidità globale, le revisioni degli EPS, momentum e valutazioni risk-adjusted.

Abbiamo iniziato il 2018 nella consapevolezza che, durante il primo semestre, saremmo passati da una fase di reflazione alla fase matura del ciclo finanziario, con il ricalibramento della politica monetaria da parte delle banche centrali ed uno scenario globale sempre più complesso. Conseguentemente, abbiamo aggiustato le nostre posizioni per prepararci ad una liquidità in riduzione, ad un aumento della volatilità e, in ultima analisi, ad un graduale rialzo dei tassi di interesse. La nostra logica di investimento si basava su rotazione e riduzione progressiva dei rischi, ma, alla fine del 1° trimestre, le crescenti tensioni sugli scambi globali e i massicci tagli fiscali negli Stati Uniti hanno spostato la nostra attenzione da aspettative inflazionistiche e tassi di interesse in rialzo al rallentamento degli scambi commerciali globali e alle conseguenze sulla crescita mondiale, in particolare nei mercati emergenti. Nel contempo, la politica fiscale negli Stati Uniti ha favorito un'ulteriore espansione degli utili sostenendo i mercati azionari domestici. Il dollaro si è rafforzato, i rendimenti dei Treasury e il prezzo del petrolio sono saliti, mettendo sotto pressione i mercati emergenti.

Nel tempo si sono andati accumulando diversi eccessi, a fronte dell'abbondanza di liquidità, mentre crescevano gli squilibri finanziari. In questo momento rileviamo una configurazione di variabili potenzialmente negative correlate al deterioramento del ciclo di credito nella sua fase finale, al rafforzamento del dollaro, alla leva finanziaria elevata (nei settori sia pubblici che privati, con una diversa distribuzione nei mercati sviluppati ed emergenti), nonché a valutazioni azionarie e del credito meno favorevoli. I dazi doganali e l'innalzamento delle barriere commerciali, il calo della disoccupazione e il conseguente incremento del costo unitario del lavoro, nonché l'aumento dei prezzi alla produzione (rialzo del prezzo del petrolio) iniziano a gravare sui margini di profitto più che sull'inflazione primaria ("headline"). Nei mercati emergenti abbiamo assistito a una contrazione generalizzata delle condizioni finanziarie; l'intensificarsi dei timori politici interni in alcuni casi, il rafforzamento del dollaro e il rialzo dei tassi negli Stati Uniti hanno prodotto deflussi di capitale (per il momento più contenuti nel reddito fisso e più evidenti nell'azionario). Queste dinamiche potrebbero essere rischiose per i Paesi con un indebitamento elevato senza adeguate riserve di capitale (Polonia, Cile, Sud Africa, Turchia).

#### Principali fattori da monitorare nel 2019

In prospettiva, gli investitori dovrebbero rendersi conto che, visto l'attuale livello delle valutazioni, più a lungo dura la fase matura del ciclo e maggiore sarà la contrazione delle condizioni finanziarie, più alto sarà il rischio di una correzione significativa generata dalla turbolenza dei mercati finanziari, anche in presenza di condizioni economiche che restano solide. Infatti, la volatilità finanziaria che dipende attualmente principalmente da dinamiche geopolitiche ha innervosito gli investitori ma non ha ancora destabilizzato i fondamentali macroeconomici.

Com'è avvenuto negli ultimi due cicli, **crediamo che il rischio finanziario prevalga sul rischio economico**. Pertanto, è essenziale monitorare le condizioni finanziarie e creditizie lungo l'intero ciclo degli utili. Infatti, nell'ultima fase del ciclo, i prezzi degli strumenti finanziari dipenderanno più dai fondamentali che dalla liquidità abbondante, come è invece avvenuto negli ultimi anni.

A nostro giudizio, i principali fattori, che in passato si sono dimostrati un valido segnale premonitore della correzione del mercato e che oggi vale quindi la pena di monitorare, sono la liquidità globale, le revisioni degli EPS, il momentum e le valutazioni aggiustate per il rischio.

#### 1. La liquidità globale

**Crediamo che i tassi reali, gli spread sul credito e l'indice del dollaro ponderato per gli scambi commerciali siano in generale dei buoni indicatori delle condizioni di liquidità globali.** In particolare, un apprezzamento del dollaro ha ripercussioni sulle condizioni di credito esterne dei mercati emergenti, che possono propagarsi alle valute emergenti locali e poi provocare tensione nei mercati finanziari. Nel contempo, nei mercati emergenti abbiamo assistito ad un rialzo generalizzato dei tassi a fronte di una stretta monetaria graduale da parte della Federal Reserve che, unitamente alle preoccupazioni sul fronte commerciale e a qualche caso specifico (Argentina, Turchia, Brasile, Sud Africa), ha prodotto

“**Crediamo che il rischio finanziario prevalga sul rischio economico.**”

un'ulteriore contrazione delle condizioni finanziarie nell'area emergente. Nei mercati sviluppati, l'andamento dei Treasury in termini reali non ha segnalato un incremento delle aspettative inflazionistiche (strutturalmente ancorate nelle nostre aspettative) e le condizioni finanziarie restano sostanzialmente favorevoli. Prevedibilmente, mentre le banche centrali continueranno col processo di normalizzazione, la liquidità globale diminuirà. Nel contempo, con il presumibile avvicinamento alla fine delle condizioni restrittive da parte della Federal Reserve, possiamo aspettarci meno pressioni sui mercati emergenti.

## 2. Utile per azione (EPS): revisioni e momentum

**Il ciclo degli utili apre la strada a un rialzo delle attività più rischiose.** Dato che non ci aspettiamo un'espansione dei multipli (ovvero dei PE) come accadde durante la fase di reflazione degli asset (2° semestre 2012 - 1° semestre 2018), crediamo che i mercati azionari alla fine dovranno muoversi in linea coi fondamentali. Possiamo inoltre aspettarci una volatilità più alta per via delle tensioni commerciali e dei fattori tecnici (trading sistematico, chiusura delle posizioni di rischio) che potrebbero esacerbare l'andamento dei prezzi degli strumenti finanziari. Prevediamo qualche revisione negativa e qualche rallentamento degli utili per azione in concomitanza con la fase finale del ciclo finanziario. Nel momento in cui scriviamo ci sono già state alcune revisioni negative degli utili per azione, ovunque tranne che negli Stati Uniti, a causa delle tensioni commerciali e valutarie. Continueremo a monitorare le revisioni degli EPS e le previsioni sui ricavi per capire in che modo le imprese scontano gli aumenti dei dazi e il possibile incremento del costo unitario del lavoro (un'altra variabile che vale la pena di tenere d'occhio).

Questo ha senso in particolare per gli Stati Uniti. Detto questo, mentre assistiamo a un rallentamento della crescita degli utili per azione su scala globale in linea con la fase finale del ciclo, le prospettive restano a nostro giudizio positive con una stima degli EPS globali nel 2019 del 10%. Siamo consapevoli che i rischi si aggravano a causa delle controversie commerciali e valutarie che fanno alzare i costi, con un conseguente impatto sui margini di utile. Nel resto dell'anno potremmo assistere a un temporaneo rimbalzo in Europa (dove i problemi sono ancora principalmente politici) e forse nei mercati emergenti, se si andranno dissolvendo le tensioni commerciali. Tuttavia, la convergenza degli utili difficilmente porterà a privilegiare con chiarezza un'area geografica piuttosto che un'altra nel corso del 2019.

## 3. Valutazioni aggiustate per il rischio

**Rapporto tra utili e prezzo a confronto con lo spread BAA/AAA Moody's.** Gli spread sul credito sono una funzione della leva finanziaria e dei disallineamenti lato scadenze o rifinanziamento. Pertanto, un ampliamento dello spread è sintomatico dell'intensificarsi della vulnerabilità finanziaria. In questo scenario, crediamo che lo spread tra i rating Moody's BAA e AAA sia un buon anticipatore di un ribasso degli strumenti rischiosi. A tal proposito non abbiamo ancora raggiunto un punto di svolta, ma da marzo ci siamo avvicinati progressivamente alla soglia di allerta (= 100). Nel contempo, confrontiamo lo spread di Moody's (o indicatore simile per paesi diversi dagli Stati Uniti) col rapporto tra utili e prezzo. Questo indicatore corregge i multipli azionari per il rischio credito, prendendo implicitamente in considerazione la leva finanziaria (elevata), la volatilità implicita (in aumento) e i tassi di insolvenza (storicamente bassi).

**Riepilogando**, i nostri indicatori non hanno ancora raggiunto il punto di svolta, ma non siamo lontani. Secondo noi, la migliore allocazione prevede una posizione moderatamente sovrappesata in azioni, iniziando però a privilegiare nei portafogli settori più difensivi e titoli di qualità per incrementarne la loro resilienza. Nel secondo semestre del 2019, quando ci attendiamo un rallentamento del ciclo degli utili negli Stati Uniti, possiamo ipotizzare ulteriori modifiche al portafoglio per ridurre il rischio complessivo.

### 1/ Confronto tra l'indice in dollari ponderato per gli scambi commerciali e l'indice S&P500

### 2/ Confronto tra S&P 500, rapporto tra utili e prezzo/spread Moody's



## Avvertenze

---

Il presente documento ha natura puramente informativa e le informazioni in esso contenute non costituiscono e non devono essere intese come ricerca in materia di investimenti, né una raccomandazione o un suggerimento, implicito o esplicito, rispetto ad una strategia di investimento avente ad oggetto gli strumenti finanziari o emittenti strumenti finanziari, né una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari, né una consulenza in materia di investimenti, né offerte, inviti ad offrire, messaggi promozionali o pubblicitari.

Il contenuto del presente documento non soddisfa, pertanto, i requisiti normativi previsti per l'indipendenza della ricerca finanziaria. Il presente documento è stato elaborato con le informazioni disponibili alla data in cui è stato redatto. Le informazioni contenute nel presente documento sono suscettibili di variazioni in qualunque momento senza che da ciò derivi un obbligo di comunicazione e/o aggiornamento in capo ad Amundi.

Il presente documento non intende sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che i singoli destinatari del presente documento sono tenuti a svolgere prima della conclusione di qualsiasi operazione di investimento. Il destinatario del presente documento, prima dell'investimento, è tenuto a prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione, la cui sussistenza è disposta dalla applicabile normativa di legge e regolamentare tempo per tempo vigente. Non si garantisce che l'investimento negli strumenti finanziari o negli emittenti di strumenti finanziari o in qualsiasi altra variabile economica o finanziaria identificati o descritti nel presente documento siano stati o saranno redditizi né che l'investitore otterrà con certezza risultati analoghi a quelli indicati o otterrà profitti o potrà evitare di subire perdite sostanziali. La presente informativa non rappresenta un'analisi e non può essere usata o considerata affidabile in relazione a qualsiasi operazione relativa a strumenti finanziari, né deve essere utilizzata come unica base per assumere decisioni d'investimento. Il presente documento non è rivolto ai cittadini o residenti degli Stati Uniti d'America o a qualsiasi «U.S. Person» come definita nel SEC Regulation S ai sensi del US Securities Act of 1933.

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.