



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 scongelamento

### 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 globali 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.

# Tutto ciò di cui abbiamo bisogno è la crescita

Lo shock globale derivante dalla pandemia di coronavirus ha alterato la sequenza delle fasi economiche e finanziarie, abbreviato i tempi e ampliato la portata dell'effetto a catena. La velocità e la forza della ripresa dipenderanno dalla capacità delle politiche economiche di mitigare le dinamiche recessive che si autoalimentano.

Il nostro attuale scenario di base prevede una profonda recessione, un massiccio sostegno da parte delle banche centrali e dei governi e un aumento della disoccupazione. **Una successiva graduale ripresa alla fine del 2021 dal congelamento dell'economia del primo semestre 2020** dovrebbe portare ad una ripresa dell'attività a diverse velocità regionali, con l'Asia leader anche se ancora al di sotto dei livelli del 2019 (esclusi i mercati emergenti), ad un aumento del costo del lavoro e al raffreddamento degli interventi di politica monetaria e dei governi. Alla fine tutto questo si concluderà in una fase di late cycle o, eventualmente, in un regime di reflazione degli asset nel caso in cui le banche centrali dovessero rimanere ultracomodanti. Il commercio globale calerebbe, con la rottura delle catene di approvvigionamento e intere economie si bloccherebbero. Le autorità monetarie hanno agito rapidamente per placare i mercati, avendo imparato la lezione dalla Crisi Finanziaria Globale. Il rischio di una insidiosa deflazione è diventato realtà a causa della caduta libera del prezzo del petrolio. Anche se la causa principale è stata la guerra dei prezzi tra produttori di petrolio, il rischio deflazione sta avendo di per sé un impatto significativo sui settori energetico e finanziario in tutto il mondo. Le grandi domande riguardano gli impatti strutturali della crisi: alla luce di queste considerazioni, abbiamo sviluppato i temi d'investimento identificati a inizio anno.

## 1. Le politiche monetarie e fiscali passano al livello successivo

Le autorità hanno dovuto affrontare una 'gestione della crisi': la politica monetaria si è spinta verso nuove frontiere e alla fine è stato creato un collegamento con la politica fiscale. I tassi a breve e medio termine sono ancorati e resteranno bassi per un lungo periodo.

→ I tassi bassi, le tensioni valutarie e l'ampia liquidità potrebbero generare un rally azionario se gli investitori dovessero iniziare a prezzare una ripresa degli utili per azione.

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

La rivalutazione globale delle dinamiche commerciali ha già impattato in modo diverso su varie aree e Paesi, soprattutto tra i Paesi emergenti. Oggi la pandemia ha innescato una nuova tendenza nella storia della globalizzazione, che mette in discussione l'opinione convenzionale sulle catene di approvvigionamento internazionali, sulla gestione *just-in-time* delle scorte e sulla dipendenza dalla domanda estera per stimolare la crescita economica.

Le opportunità si estendono dai mercati emergenti a tutti i Paesi e le regioni sostenuti da una storia credibile di crescita interna.

## 3. Le elezioni americane diventano più incerte

La pandemia potrebbe aver modificato le priorità tra gli elettori, evidenziando nuovi aspetti sociali e

temi economici intorno ai quali i candidati alla presidenza dovranno definire le proprie posizioni, ridisegnando la narrazione delle loro campagne elettorali.

→ La volatilità aumenta con l'avvicinarsi delle elezioni, con la nomina dei candidati alla vicepresidenza a luglio che offre un'opportunità di riposizionamento.

## 4. Il consumo globale è sotto pressione

Il sostegno governativo mira a prevenire la distruzione delle fonti di reddito e delle aziende nel periodo successivo alla pandemia. L'entità e la durata della disoccupazione determineranno la resilienza dei consumatori, le cui condizioni iniziali in termini di stato patrimoniale e di capacità di rimborso del debito differiscono sostanzialmente tra le regioni. Come in passato, siamo convinti che il comportamento dei consumatori determinerà il tempo necessario per la ripresa.

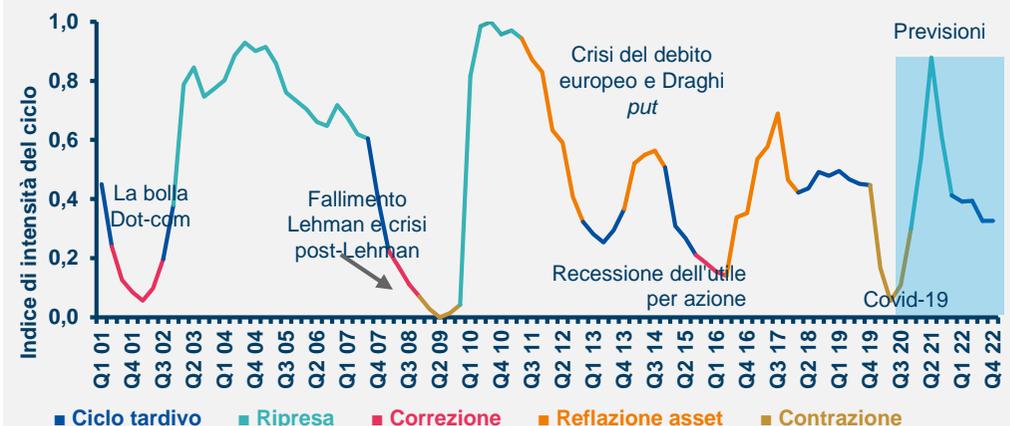
→ Per gli investitori è giunto il momento di essere prudenti nell'allocazione e nella ricerca di opportunità di qualità.

## 5. La sostenibilità del debito e la crescita degli utili contano più che mai

La pandemia ha esacerbato il rischio di un'elevata leva finanziaria fra le imprese in un contesto di lenta generazione di utili. In una fase matura della crisi, ci aspettiamo livelli più elevati di fallimenti e chiusure, che si rifletteranno in tassi di default più alti, tracciando un solco profondo tra vincitori e vinti.

→ I bilanci ricchi di flussi di cassa dovrebbero essere un fattore chiave di selezione.

Advanced Investment Phazer: una contrazione seguita da una ripresa a più velocità



Fonte: Amundi Research al 29 maggio 2020. Advanced Investment Phazer.

## Muro di preoccupazioni



## Analisi



## Impatto sul mercato

Alta	Probabilità	25%	<b>Tensioni USA-Cina</b>	Le fratture USA-Cina si stanno aprendo in molte aree, che vanno dalla risposta al Covid-19, al commercio e alla geopolitica. Le campagne elettorali statunitensi e la dura retorica del Presidente Trump potrebbero esacerbare le tensioni, con effetti di ricaduta negativi. Temi come la guerra tecnologica e Huawei, la guerra dei capitali sulle partecipazioni estere, la rilocalizzazione e i recenti eventi di HK sono fonti di rischio per i mercati. L'accordo commerciale resta in vigore, ma la seconda fase potrebbe essere più impegnativa in un contesto economico in peggioramento. In circostanze estreme questa "guerra fredda" potrebbe coinvolgere anche l'Europa.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Rischio per il peg del dollaro di Hong Kong con USD</li> <li>- Negativi sulle azioni cinesi e sul CNY</li> <li>- Positivi su USD, JPY, Treasury USA e oro</li> </ul>
		25%	<b>Default societari</b>	Prima della crisi del Covid-19, il livello di indebitamento delle aziende aveva raggiunto livelli superiori ai massimi pre-Grande crisi finanziaria. L'entità della recessione aumenterà i rischi di solvibilità indipendentemente dalle azioni delle banche centrali e dai sistemi di garanzia dei governi. I tassi di default potrebbero salire al 15% o addirittura al 20%, con ricadute sui mercati del credito e stress sui bilanci delle banche. Difficoltà diffuse e impennate dei tassi di default forzeranno il deleveraging e una riduzione degli investimenti e dell'occupazione, esacerbando la recessione.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Negativi sugli attivi rischiosi</li> <li>- US IG BBB downgrade, incremento dei default EURO e US HY B CCC</li> <li>- Positivi su USD, obbligazioni governative mercati sviluppati e oro</li> </ul>
		20%	<b>Frammentazione europea</b>	La crisi del Covid-19 ha evidenziato tensioni all'interno dell'UE, esacerbate dagli squilibri economici (debito pubblico e crescita). Poiché l'attuazione del Recovery Plan dell'UE richiederà tempo, i bilanci nazionali resteranno essenziali per sostenere la ripresa. Il PEPP della BCE funge da ombrello per proteggere l'unione, ma si trova a dover affrontare le pressioni della Corte Costituzionale tedesca e dei paesi "frugali" del nord, che si oppongono alla condivisione del rischio. Le prossime elezioni nazionali, così come i negoziati sulla Brexit, potrebbero alimentare ulteriori tensioni. Di conseguenza, l'Europa si trova di fronte a divergenze economiche e politiche, e a un rischio di frammentazione.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Negativi su BTP e azioni europee</li> <li>- Positivi sul Bund e sulle obbligazioni core</li> <li>- Positivi su oro e CHF</li> </ul>
		10%	<b>2a ondata di Covid-19 con lockdown globali</b>	Dato che la nostra capacità di affrontare il virus è migliorata in modo significativo (trattamenti, infrastrutture sanitarie, allontanamento sociale, mascherine, test, ecc.), una seconda ondata - che è una possibilità reale con una probabilità ben superiore al 10% - non dovrebbe essere accompagnata da un lockdown globale e da un calo dell'attività economica così grave come nella prima metà del 2020. Piuttosto, l'incertezza sul "ciclo del virus" rafforza la nostra visione secondo cui la ripresa sarà lenta (nessuna ripresa a V).	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Positivi su Treasury USA, Bund e oro</li> <li>- Negativi su petrolio, materie prime, valute dei paesi esportatori di materie prime, obbligazioni dei mercati emergenti</li> </ul>
		10%	<b>Crisi del debito sovrano</b>	Nei prossimi anni il debito pubblico aumenterà come percentuale del PIL in gran parte dei paesi, a partire da livelli già elevati in Europa, Giappone e Stati Uniti. Questo potrebbe diventare un rischio nel lungo termine, mentre nel breve termine i paesi emergenti potrebbero dover far fronte a problemi di pagamento degli interessi. I mercati emergenti e di frontiera stanno attirando flussi di capitale dalle economie avanzate, aumentando il loro debito estero. Il calo dei prezzi del petrolio, la debolezza della domanda globale, l'inasprimento delle condizioni finanziarie e l'aumento dei tassi potrebbero compromettere la loro capacità di pagare il debito, portando a una crisi del debito sovrano.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Negativi su EM HCD e azioni EM</li> <li>- Positivi su USD e JPY</li> <li>- Positivi su obbligazioni governative core</li> </ul>
		10%	<b>Depressione</b>	Una profonda e lunga recessione globale, in cui la domanda resta debole a prescindere dai pacchetti di stimolo e la disoccupazione resta elevata, potrebbe compromettere le prospettive economiche nel medio termine. Una volta superata la crisi sanitaria, sarà più difficile ottenere una risposta coordinata, portando l'economia globale in una stagnazione prolungata o persino in una depressione.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Positivi su Treasury USA, Bund e oro</li> <li>- Negativi sul petrolio e i materie di base</li> </ul>
Bassa					

Fonte: Amundi Research al 16 giugno 2020.

## Convinzioni d'investimento

## Convinzioni di Amundi per la seconda metà del 2020



Classi di attività	View	Variazione vs Outlook per il 2020	Razionale
<b>AZIONI</b>	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 riacceso 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 salvo 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.
<b>REDDITO FISSO</b>	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 valutare 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.
<b>ALTRO</b>	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'attrattiva 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 scongelamento

### Convinzioni d'investimento

AZIONI

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

Focus sulla selezione di società con bilanci solidi



#### 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

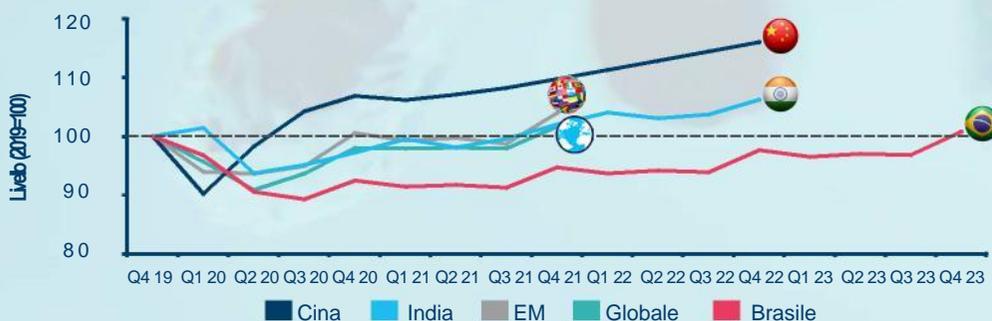


OBLIGAZIONI ESG

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



#### 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.

# Cross-asset: giocare il rimbalzo tattico dei *risky assets*

Lo scongelamento dell'economia globale è il nostro scenario centrale, quindi il tema della crescita resta fondamentale, sebbene con implicazioni di investimento diverse rispetto ad una ripresa 'normale'. Gli investitori dovrebbero entrare in questa nuova fase cercando rendimenti nell'intero spettro del credito sia nei Paesi sviluppati che in quelli emergenti, privilegiando le obbligazioni indicizzate all'inflazione rispetto ai titoli di Stato nominali ed il tema ciclico attraverso settori ciclici ed i mercati emergenti globali (sia azioni che reddito fisso). Dovrebbero inoltre rimanere esposti all'oro, non solo a fini di copertura.

## Come interpretare il tema della crescita in un contesto di ripresa 'normale'

Normalmente una ripresa economica si verifica a seguito di una recessione. Quest'ultima è una fase tipica del ciclo economico necessaria per riequilibrare distorsioni nell'economia e nei mercati finanziari. Durante questa fase, le politiche monetarie sono generalmente accomodanti per evitare danni permanenti alle condizioni economiche e finanziarie. Pertanto, durante una ripresa, i temi d'investimento sono naturalmente legati alla crescita ed includono la ricerca di rendimento, grazie a spread elevati come retaggio della recessione, con l'high yield globale che teoricamente dovrebbe registrare la performance migliore. Le obbligazioni indicizzate all'inflazione sono preferite ai titoli di Stato nominali a causa delle attese di un aumento dell'inflazione da livelli presumibilmente bassi. Un altro tema riguarda l'esposizione limitata alla duration, dovuta alle aspettative di normalizzazione della politica monetaria. Solitamente, le materie prime legate alla crescita (ad esempio, i metalli di base) e le azioni legate alla crescita, come quelle emergenti globali, in particolare l'America Latina, sono favorite rispetto alle azioni che hanno perso terreno come i titoli 'value'.

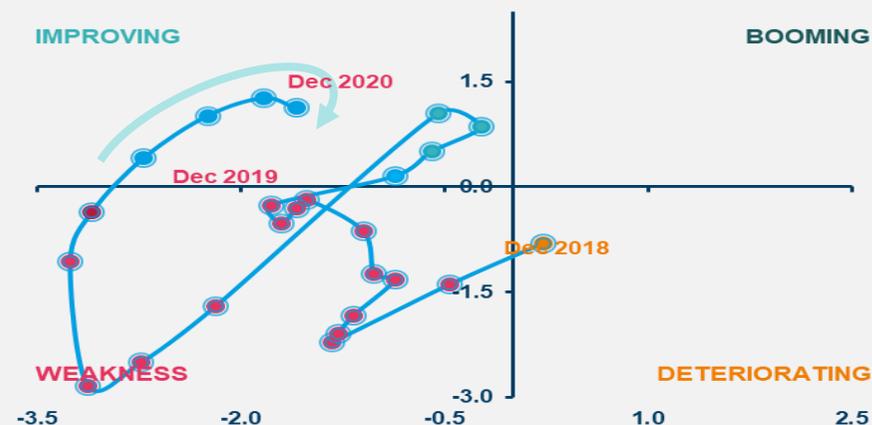
## Come giocare il tema della crescita in una ripresa senza precedenti

La grave recessione indotta dalla pandemia ha portato ad una situazione senza precedenti. I lockdown a livello economico e i divieti di viaggiare hanno causato il collasso della crescita e portato all'adozione di misure monetarie e fiscali straordinarie per preservare le condizioni economiche e finanziarie da danni fatali piuttosto che facilitarne la normalizzazione. **Per queste ragioni, sebbene il tema della crescita rimanga valido, le implicazioni per gli investimenti sono in qualche modo diverse. La ricerca di rendimento resta valida, ma gli investitori dovrebbero seguire questo tema rimanendo ben diversificati nelle obbligazioni emergenti e bilanciando l'high yield con l'investment grade.** La preferenza per le obbligazioni indicizzate all'inflazione rispetto ai titoli di Stato nominali resta valida, in quanto le incertezze sulla solidità della ripresa hanno portato ad aspettative di inflazione estremamente basse. La normalizzazione della politica monetaria sarà molto graduale, quindi **la duration può essere una buona copertura da gestire tatticamente.** Per la stessa ragione, è preferibile giocare il tema della **ripresa ciclica attraverso settori ciclici**, piuttosto che attraverso *commodity* cicliche, e attraverso i mercati emergenti, **con una preferenza per l'Asia**, e **l'esposizione all'oro**, poiché quest'ultimo ha registrato buone performance in periodi di stimolo monetario non convenzionale.

Il quadro complessivo è moderatamente favorevole agli asset rischiosi, nonostante alcuni timori circa la solidità della ripresa attesa ed il peso della leva finanziaria globale delle imprese.

**L'assenza di una seconda ondata pandemica e una nuova accelerazione degli utili con tassi di default limitati sono i principali fattori che potrebbero sostenere gli asset rischiosi nel secondo semestre 2020. La vulnerabilità del settore aziendale resta il rischio principale da monitorare.**

## Il momentum economico composito globale dovrebbe rimbalzare nel quarto trimestre 2020, sostenendo tatticamente gli asset rischiosi



L'indice Global Economic Momentum è un indicatore proprietario di Amundi basato su quattro panieri regionali (Stati Uniti, Eurozona, Giappone e mercati emergenti) e sulle seguenti variabili: revisioni degli utili, tassi d'interesse a dieci anni, indicatori anticipatori, inflazione tendenziale, indagini PMI, indice di sorprese economiche e indice di sorprese di inflazione. Consideriamo il livello ed il momentum (variazione) dell'indice al fine di definire quattro cicli economici: **booming**, trend al rialzo e momentum positivo; **deteriorating**: trend al rialzo e momentum negativo; **weakness**: trend al ribasso e momentum negativo; **improving**: trend al ribasso e momentum positivo.

Fonte: Analisi di Amundi Research, Bloomberg. Dati al 31 maggio 2020.

# ESG in cima ai pensieri degli investitori: 'S' emergerà più forte

Le recenti turbolenze dei mercati confermano i risultati di nostre ricerche che dimostrano la rilevanza finanziaria dell'integrazione dei criteri ESG nelle decisioni di investimento. Il pilastro sociale ha acquisito importanza, una tendenza che crediamo durerà in un mondo caratterizzato da crescenti disuguaglianze e da una maggiore responsabilità delle aziende nei confronti dei diversi stakeholder.

A nostro avviso, Covid-19 accelererà un trend preesistente nel mondo degli investimenti: la rilevanza dei temi ESG e della sostenibilità nei portafogli.

- **Le considerazioni di ordine sociale** sono ora ai primi posti nelle decisioni delle aziende, relativamente alla salute e alla protezione dei lavoratori, al telelavoro o alle politiche di disoccupazione. Le società devono essere gestite non solo a beneficio degli azionisti ma di un pubblico più ampio di stakeholder, tra cui dipendenti, clienti, fornitori e governi. Le aziende che non riescono a tenere in considerazione le proprie responsabilità più ampie si trovano ad affrontare gravi danni alla reputazione nel breve termine e serie difficoltà a lungo termine, che potrebbero influenzare la loro performance finanziaria di lungo periodo. Inoltre, riteniamo che le **disuguaglianze** preesistenti abbiano aggravato gli effetti del *lockdown* per il Covid-19 sulle popolazioni più vulnerabili e a basso reddito. In futuro, la crisi acuirà ulteriormente le disuguaglianze causando una disoccupazione su larga scala – la principale fonte di disuguaglianza – nei Paesi sviluppati. Dal punto di vista degli investimenti, c'è un trade-off tra disparità di reddito e crescita economica. La crescente disuguaglianza incide negativamente sulla crescita del PIL. Di conseguenza, i governi e le aziende saranno incoraggiati a valutare le proprie politiche nella direzione di una distribuzione più equa del reddito e della ricchezza.
- **Ambiente:** il costo dei disastri naturali è in aumento e gli studi accademici mostrano forti legami tra lo scoppio di una pandemia, la deforestazione e la distruzione delle specie animali. Gli ultimi due favoriscono la trasmissione di malattie tra gli animali e dagli animali agli esseri umani. I cambiamenti climatici e gli eventi estremi causano anche la migrazione degli animali, causando la migrazione delle malattie.

Mentre il **pilastro ambientale** era già in cima ai pensieri degli investitori prima della crisi, dall'altro il **pilastro sociale** è destinato a guadagnare maggiore rilievo a causa della crisi.

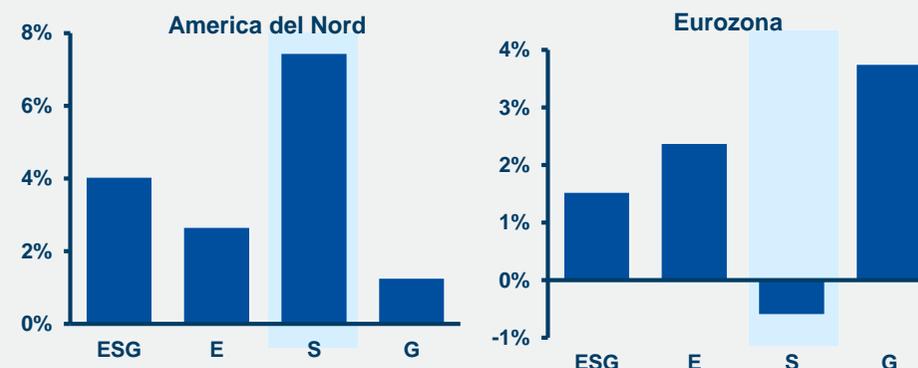
## Il pilastro sociale diventa rilevante in Nord America

La nostra ricerca\* ha dimostrato che i principi ESG stanno diventando finanziariamente rilevanti, in quanto fonte di *sovraperformance*, sia sui mercati azionari che obbligazionari, anche se con un crescente divario 'transatlantico' tra Europa e Nord America. Infine, mentre i pilastri E e G hanno sovraperformato dal 2014, il pilastro S ha recuperato terreno dal 2016. La crisi ha evidenziato risultati relativamente nuovi.

1. Il pilastro S\*\*, che era rimasto indietro rispetto agli altri pilastri in termini di contributo alla performance, **ha recuperato terreno durante la crisi**. Il divario 'transatlantico' nell'ESG esiste ancora, ma ha assunto una nuova forma: la sovraperformance del pilastro S in Nord America rispetto a Eurozona.
2. Esiste **un legame tra questa sovraperformance del pilastro S e l'avversione al rischio degli investitori** (un'elevata volatilità dovrebbe portare maggiore avversione al rischio). Nel primo trimestre 2020, la sovraperformance di S e l'aumento della volatilità hanno seguito lo stesso percorso, inducendoci a concludere che la performance di S è stata guidata dall'avversione per il rischio degli investitori nelle turbolenze dei mercati legate al Covid-19.
3. **La preferenza degli investitori per S va oltre la ricerca della 'qualità'**. La sovraperformance del pilastro S resta una storia di rendimento a livello di singoli titoli, che non può essere ricondotta ai tradizionali rendimenti dei fattori. Infatti, nella dimensione S, gli investitori avrebbero cercato la capacità delle aziende nordamericane di superare la crisi e mantenere una forza lavoro, consentendo una ripresa della produzione.

**Il mondo ESG è dinamico. La crisi ha sbloccato la dimensione S. Riteniamo che questa tendenza continuerà e potrebbe aprire nuove opportunità per gli investitori.**

## ESG, E, S & G – Le strategie lunghe migliori e quelle *short* peggiori, Q1 2020



Fonte: Analisi di Amundi Research. Dati al 31 marzo 2020. Performance di un portafoglio esemplificativo *long-short* di titoli, con posizione lunga su titoli nel primo quartile dei rating ESG di Amundi e posizione short su titoli dell'ultimo quartile nello stesso rating. Solo a scopo illustrativo. I rendimenti passati non sono garanzia di risultati futuri.

## 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 contenuti, 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.