



INVESTMENT OUTLOOK | 2022

Investire nella grande trasformazione

Documento ad uso esclusivo degli operatori professionali.

La fiducia
va meritata

Amundi
ASSET MANAGEMENT

Mentre l'economia mondiale si riprende dalle ferite inflitte dalla pandemia e l'inflazione rialza la testa per la prima volta da decenni, il mondo si prepara ad affrontare la sfida più titanica di sempre: la transizione energetica per contrastare l'inesorabile crisi climatica e lo sviluppo di un modello di crescita inclusivo.

Riteniamo che il 2022 sarà un anno cruciale in questo senso, che vedrà un'enorme mobilitazione di risorse per riuscire a vincere entrambe le sfide. Nel frattempo, alcuni paradigmi che hanno caratterizzato l'ultimo decennio appariranno superati.

Il paradigma dell'austerità a tutti i costi appartiene al passato, e non solo come risposta agli sconvolgimenti provocati dalla crisi del Covid. Le eccezionali misure di stimolo fiscale, insieme al capitale privato, sono fondamentali per gli ambiziosi investimenti necessari a raggiungere l'obiettivo delle zero emissioni nette entro il 2050 e a gestire la transizione. La crisi energetica a cui stiamo assistendo oggi sta aggiungendo fragilità a una società già diseguale, e i governi devono agire. L'indipendenza delle banche centrali verrà messa in discussione, proprio mentre affronteranno una molteplicità di questioni (inflazione, crescita, disoccupazione, ambiente, disuguaglianza). Anche il mantra "troppo di tutto" (eccesso di capacità produttiva) viene smentito perché ovunque c'è un problema di scarsità: materie prime (prodotti alimentari ed energia), una forza lavoro qualificata e catene di approvvigionamento alternative, per fare solo alcuni esempi. Una situazione che va di pari passo con la fine dell'era della globalizzazione e con l'emergere della Cina come potenza globale (per quanto concerne domanda dei consumatori, azioni per il clima, equilibri geopolitici), e non più come semplice produttore a basso costo.

Tutto ciò si traduce in tre grandi temi per gli investitori nel 2022: l'inflazione, in un momento in cui la crescita economica inizia a rallentare, la desincronizzazione dovuta alle diverse politiche monetarie e fiscali e al diverso grado di esposizione all'economia cinese, e l'accelerazione dell'integrazione ESG nei portafogli. Sarà necessario ripensare i portafogli in quest'ottica ed esplorare le opportunità che emergeranno in questo nuovo regime d'investimento.



Pascal BLANQUÉ
Group Chief
Investment Officer



Vincent MORTIER
Deputy Group Chief
Investment Officer

I 10 MESSAGGI CHIAVE DELL'INVESTMENT OUTLOOK 2022

1

La narrativa del ritorno agli anni '70 guadagna terreno. La stagnazione secolare è un ricordo del passato, i "ruggenti anni 20" – un nuovo miracolo economico – sono oramai un sogno. La crescita globale tornerà al potenziale dopo il picco, quando gli stimoli ciclici si attenueranno. L'inflazione si dimostrerà permanente e instabile, alimentata dall'insufficienza degli approvvigionamenti e dalla scarsità presente ovunque. La desincronizzazione tra crescita e trend inflazionistici è tornata con più forza di prima, la globalizzazione subirà un nuovo colpo.

2

Le banche centrali detengono la chiave del ciclo economico. All'orizzonte c'è la prospettiva della stagflazione, con il rischio che le banche centrali perdano il controllo mentre cercano di trovare un equilibrio tra crescita e inflazione. Nei mercati sviluppati, le banche centrali metteranno in conto di restare indietro, dato che non stanno prestando particolare attenzione alla narrativa sull'inflazione.

3

Dopo un primo passo in punta di piedi verso il tapering, si prevedono delle politiche monetarie più, e non meno, accomodanti (avvicinandosi al 2023) nel contesto di un rallentamento della crescita e di un aumento del fabbisogno fiscale richiesto per finanziare una transizione verde ed equa. Le banche centrali e i governi lavoreranno in armonia: il maggiore debito dovrà essere monetizzato e la repressione finanziaria continuerà.

4

Il ciclo proseguirà ulteriormente, ma non sono più attese fasi di frenesia dei mercati. Nella sequenza di tapering e decelerazione, seguita da ulteriori stimoli e da riaccelerazioni, gli investitori dovrebbero prima di tutto essere cauti (neutrali sugli asset rischiosi) e cercare punti di ingresso per integrare il loro posizionamento strategico in azioni, materie prime e mercati emergenti. Questi ultimi dovrebbero tornare al centro dell'attenzione dopo un decennio perso, nel corso del quale il posizionamento globale è sceso al di sotto degli obiettivi strategici.

5

Il concetto di mercati emergenti come un unico blocco è definitivamente superato. La grande suddivisione sarà in tre blocchi: 1) Paesi con inflazione e banche centrali che agiscono per controllarla; 2) Paesi con banche centrali che restano inattive (senza controllo); 3) Cina. Gli investitori dovrebbero privilegiare le aree 1 e 3, in cui le valute dovrebbero apprezzarsi rispetto al dollaro Usa, accollandosi il peso di politiche iper-keynesiane.

6

Mirare a rendimenti reali è il nuovo orizzonte, prestando attenzione all'illusione dei rendimenti nominali. Le sfide aumenteranno per un portafoglio 60/40. La correlazione positiva tra azioni e obbligazioni richiede un'asset allocation più dinamica. Strategie relative value e altre fonti di diversificazione che possono potenzialmente attenuare il rischio di inflazione, come gli asset reali, saranno di importanza fondamentale.

7

I tassi reali determineranno il destino di valutazioni azionarie eccessive. Alla fine aumenteranno, mettendo sotto pressione le aree di possibile bolla nell'ambito dei titoli growth. In un contesto caratterizzato da costi più elevati e tassi in aumento, la selezione dei titoli azionari dovrebbe concentrarsi sugli utili e sul potere di determinazione dei prezzi, su titoli di qualità e value.

8

Resistere alla tentazione di andare lunghi di duration dopo la prima fase di aumento dei rendimenti nominali. I movimenti di curva, le valute e le opportunità transregionali fioriranno in un mondo di politiche monetarie divergenti. Strategie obbligazionarie flessibili saranno cruciali.

9

Probabilmente vedremo emergere alcuni problemi legati alla leva finanziaria. Ciò innescherà una prima tornata di selezione tra credito non sicuro e costoso, a rischio in un periodo di liquidità limitata e tassi di default al minimo, rispetto a un credito altrettanto costoso ma solido.

10

La ripresa ambientale e sociale spingerà verso un'integrazione generalizzata dei criteri ESG, ma la transizione non sarà lineare. L'ecosistema ESG (regolamentazione, coalizioni, preferenze degli investitori) stimolerà la domanda e la qualità dei dati e inciderà sul processo di rilevazione dei prezzi, con cicli di feedback positivi tra l'adozione di alcuni fattori ESG e il loro crescente impatto sui prezzi.

INDICE

Lettera del CIO	2
I 10 messaggi chiave dell'investment outlook 2022	3
Definire lo scenario	5,6,7
Il focus delle banche centrali	8,9
Scenari di base, scenari alternativi e rischi	10
Le principali convinzioni di investimento per il 2022	11,12
Focus sugli ESG	13
Opinioni sulle classi di attivi	
Tabella delle view sulle classi di attivi	14
Allocazione e azioni	15
Mercati obbligazionari ed emergenti	16
Materie prime e valute	17
Mercati privati	18,19
Focus sull'autonomia strategica aperta dell'UE	20
Previsioni	21,22
Autori	23

MOLTEPLICI TRANSIZIONI PORTANO A PERCORSI DIVERGENTI

Le banche centrali detengono la chiave del ciclo in un mondo desincronizzato

Il 2022 rappresenterà una data cruciale sulla strada verso un nuovo regime economico e finanziario. Molteplici transizioni coesistenti caratterizzeranno il passaggio dal vecchio al nuovo regime che ha già iniziato a concretizzarsi in ambito economico, sociale e politico, ma che è destinato a subire un'accelerazione e ad avere profonde implicazioni per gli investitori. I temi da seguire con attenzione saranno la fine dell'era delle politiche monetarie ultraespansive, il peso crescente delle politiche miranti a evitare la catastrofe climatica e le minacce sociali.

Vista la forte ripresa della crescita nel 2021, alcune delle misure eccezionali introdotte per lenire i danni economici provocati dalla pandemia non saranno più necessarie. È ora che le banche centrali inizino gradualmente a ritirarle perché in alcune aree inizierà a manifestarsi un certo surriscaldamento e l'inflazione sta rialzando la testa per la prima volta dopo decenni. Al contempo, la transizione energetica avrà un forte impatto nel determinare i vincitori e i vinti all'interno delle economie e dei mercati, e la politica fiscale dovrà cercare di mitigarne i costi. Il *tapering* sarà la parola chiave di quest'ultimo periodo del 2021, ma le banche centrali vi potranno entrare solo in punta di piedi.

Lo spostamento da un mondo di politiche monetarie ultraespansive non sarà lineare perché le funzioni di reazione delle banche centrali saranno interessate da molteplici transizioni.

Transizione 1: dall'euforia alla normalità

In un contesto ampiamente positivo per la crescita mondiale, ci stiamo lasciando alle spalle l'euforia per le riaperture osservata qualche mese fa, e man mano che svaniscono gli stimoli ciclici, la dinamica dell'economia mondiale sta rallentando dal picco al potenziale.

Svanirà l'illusione di un miracolo economico mondiale.

Negli Stati Uniti, la politica fiscale ancora favorevole, gli effetti positivi della ricchezza derivante dai mercati finanziari e la crescente domanda dei millennial potrebbero sostenere per altri anni una crescita al di sopra del potenziale, ma l'espansione sarà

inferiore ai livelli record del 2021. La crescita in Cina sarà cruciale. Secondo noi si raffredderà ma non si arresterà. Il governo cinese dovrà gestire la transizione del Paese verso una società più equilibrata ed egitaria, evitare un 'atterraggio duro' e tenere a freno l'azzardo morale degli investitori nelle aree superindebitate come il mercato immobiliare. Mentre procede la riduzione della leva finanziaria, la politica fiscale e quella monetaria dovrebbero diventare moderatamente favorevoli.

Nel complesso, l'impatto del rallentamento dell'economia cinese dovrebbe restare contenuto anche se potrà verificarsi un effetto spill-over su alcuni esportatori di metalli/materie prime e partner commerciali. Sarà indispensabile operare una forte selezione sui mercati emergenti.

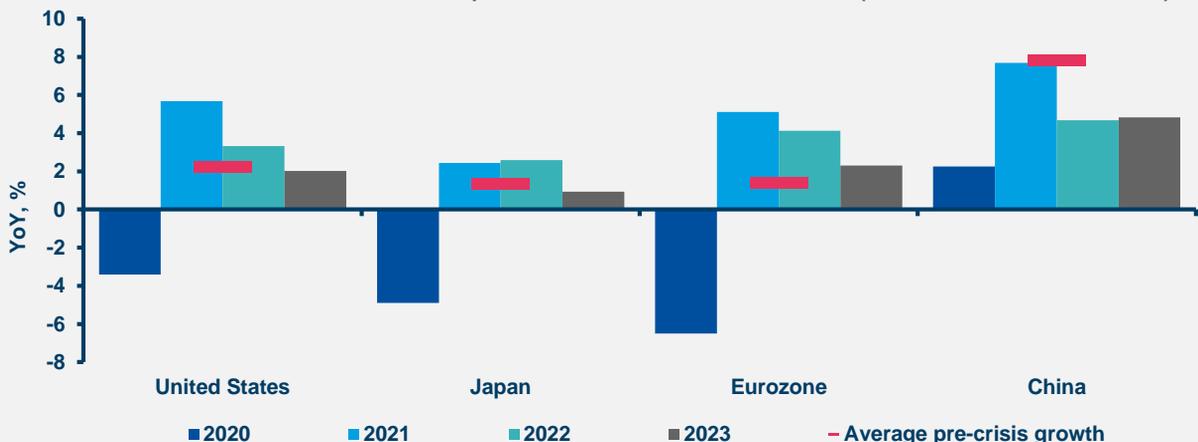
Le prospettive della zona Euro dovrebbero rimanere favorevoli; i Paesi periferici beneficerebbero delle risorse del pacchetto di misure per la ripresa Next Generation EU (NGEU) e della riguadagnata fiducia nei settori dei servizi, non completamente sfruttate quest'anno. Eppure c'è anche la possibilità che la crescita deluda al ribasso perché la scarsità degli approvvigionamenti minaccia la ripresa in modo differenziato nelle diverse regioni. Questo è un importante fattore di rischio.

Transizione 2: dal liberalismo agli interventi dei governi per far fronte alle questioni ambientali e sociali

La crisi da Covid-19 ha ulteriormente acuito la necessità di combattere le disuguaglianze e di mettere i temi della salute e dell'ambiente ai primi posti dell'agenda politica. Affrontare questi argomenti significa combattere i monopoli, accelerare la transizione energetica, ricostruire il patto sociale e riequilibrare la dinamica tra profitti e salari.

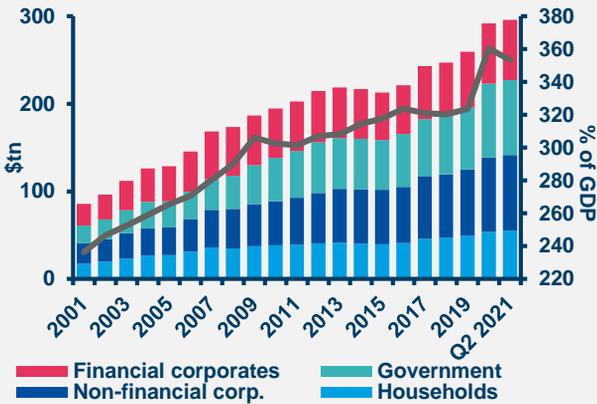
Tutto ciò avverrà in un contesto di maggiore regolamentazione, possibili cambiamenti della tassazione, investimenti nelle infrastrutture e nei progetti verdi, e di misure fiscali mirate ai temi sociali. Continueranno quindi a essere utilizzati gli stimoli fiscali, anche se in misura minore rispetto al 2020-2021.

La crescita dovrebbe frenare e ritornare ai livelli pre-crisi o scendere al di sotto di essi (Stime di Amundi sul PIL reale)



Fonte: Amundi, FMI. Dati all'8 novembre 2021. La crescita media pre-crisi si riferisce al periodo 2010-2018. Le previsioni sono di Amundi Research.

Il debito globale si avvicina rapidamente a 300.000 mld di dollari



Fonte: IIF, BIS, FMI, fonti nazionali. Da IIF Global Debt Monitor 14 settembre 2021.

Il cumulo di debito, già elevato, potrebbe salire ancora in un momento in cui la crescita sta rallentando, mettendo a dura prova la sua sostenibilità.

Transizione 3: dalla catena del valore globale all'indipendenza nei settori strategici.

Il contesto geopolitico diventerà più complesso mentre si combatterà la battaglia per l'autosufficienza, per l'energia e per la supremazia tecnologica. L'area del Pacifico sta diventando incandescente in un momento in cui si stanno riaccendendo anche le tensioni tra Cina e USA. Questi trend si stanno delineando in un periodo in cui la pandemia ha già indotto molte aziende e molti governi a ripensare alle catene globali del valore per renderle più resilienti a shock futuri come le catastrofi naturali, che probabilmente diventeranno sempre più frequenti per via del surriscaldamento del pianeta. **Ciò significa rilocalizzare elementi della produzione e aumentare la diversificazione della catena di approvvigionamento rilocalizzandola a poca distanza.** Il focus sull'autosufficienza sarà particolarmente forte in Europa, dove parte dei fondi del NGEU è stata allocata a settori strategici (semiconduttori, difesa e sicurezza, energia pulita) al fine di raggiungere una maggiore autonomia economica.

L'antitesi tra regionalizzazione e globalizzazione sarà uno dei temi più scottanti insieme al focus sui settori strategici.

Transizione 4: da un'inflazione temporanea a un'inflazione persistente.

Tutte le transizioni alle quali abbiamo appena accennato determineranno la traiettoria dell'inflazione. Il loro effetto cumulativo sta cambiando la narrativa dominante sull'inflazione, che sta passando dall'essere "moderata e transitoria" all'essere "più alta e duratura". **L'inflazione probabilmente non ritornerà ai livelli pre-crisi perché le strozzature della catena di approvvigionamento, il rialzo dei prezzi dell'energia, il ribilanciamento verso salari più alti e il rialzo dei tassi di interesse la spingeranno al rialzo rispetto ai livelli degli ultimi dieci anni. Quello che all'inizio sembrava un fenomeno solo americano sta contagiando il resto del mondo** attraverso i rincari degli alimentari e dell'energia, fatta eccezione per la Cina, dove i prezzi al consumo (IPC) sono sotto controllo mentre i prezzi alla produzione (IPP) vengono compressi, con il risultato che i margini societari sono sotto pressione.

Transizione 5: dai vecchi ai nuovi mandati delle banche centrali. Le azioni delle banche centrali dipenderanno dall'aggiustamento della crescita, dell'inflazione e del debito. Nel nuovo regime al quale stiamo andando incontro, nel 2022 ci sarà probabilmente un proseguimento della repressione finanziaria,

con le banche centrali che rimarranno 'dietro la curva' e agiranno in modo asincrono. Non solo la strada verso il ritiro delle politiche estreme sarà lunga, ma le nuove misure fiscali necessarie per finanziare la transizione energetica e combattere le disuguaglianze richiederanno ancora il supporto delle banche centrali.

In questa transizione dai vecchi mandati (combattere l'inflazione) a quelli nuovi (supportare una traiettoria di crescita più equa e sostenibile), le banche centrali dovranno affrontare il dilemma di quando e come attivare il pulsante delle misure espansive in un mondo in cui l'inflazione è più alta/permanente e la crescita più bassa (**traiettoria di stagflazione**). Le azioni delle banche centrali, oltre alla narrativa sulla stagflazione, saranno guidate dalla narrativa di un trade-off tra crescita e inflazione.

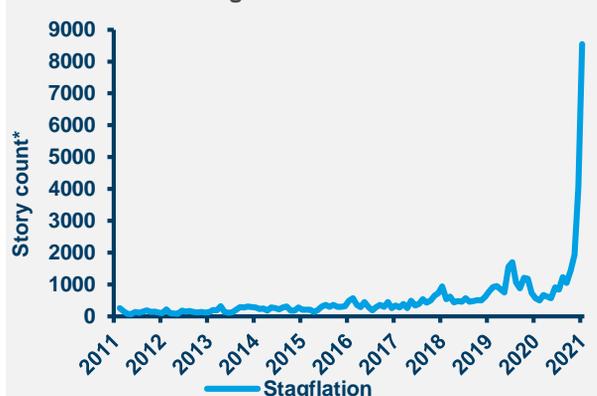
Le banche centrali determineranno fino a quando l'attuale ciclo potrà essere prolungato. Secondo noi, i loro interventi continueranno a essere moderati.

La Federal Reserve (Fed) agirà molto gradualmente, con un atteggiamento di benevolo disinteresse supportato dal suo mantra sull'inflazione transitoria. La Banca centrale europea dovrà invece affrontare un maggior numero di sfide perché nella zona Euro la tolleranza nei confronti di un aumento dell'inflazione è limitato e la dipendenza energetica è maggiore. Le banche centrali dei Paesi emergenti probabilmente metteranno in pausa la stretta monetaria implementata quest'anno e potrebbero anche finire con l'invertire la rotta. Dopo una fase restrittiva iniziale nel 2022, prevediamo una serie di misure più accomodanti nel resto dell'anno, con una riaccelerazione della crescita nel corso del 2022 e un'ulteriore estensione del ciclo.

Gli interventi delle banche centrali saranno cruciali anche per quanto riguarda la dinamica del debito e la gestione di possibili bolle.

Il caso dei colossi immobiliari cinesi in forte difficoltà evidenzia la necessità di affrontare l'eccessiva leva finanziaria prima che diventi un rischio sistemico. Un simile intervento dovrebbe quindi essere visto come una mossa positiva per la stabilità a lungo termine, anche se potrebbe rivelarsi dolorosa nell'immediato. A livello globale, ci sono altre aree di eccessi che potrebbero rappresentare una fonte di rischio per gli investitori. Man mano che aumenta la liquidità e che i rendimenti reali iniziano a salire, i titoli growth con valutazioni estreme e le **obbligazioni societarie con una forte leva finanziaria si troveranno sotto pressione.** Probabilmente emergeranno le problematiche legate all'indebitamento, e ciò richiederà una maggiore attenzione alla selezione del credito in una fase di inasprimento delle condizioni di liquidità.

Narrativa sulla stagflazione in aumento



Fonte: Amundi, Bloomberg News Trend. *Numero di articoli (news) di Bloomberg relative al tema "stagflazione". Dati al 2 novembre 2021.

TRANSIZIONI CHE PORTANO ALLA GRANDE DESINCRONIZZAZIONE



Dall'euforia post-pandemia al rallentamento della dinamica economica

Il 2022 inizierà probabilmente con una decelerazione rispetto al picco del 2021 in un contesto caratterizzato dal rallentamento della Cina, seguito nel corso dell'anno da una ripresa dell'attività economica quando la Cina si sarà stabilizzata e ulteriori misure fiscali faranno ripartire il motore della crescita.

➔ **Implicazioni per gli investimenti:** crescita degli utili in via di moderazione, aumento delle vulnerabilità, eccessiva indifferenza dei mercati e valutazioni elevate. Investire in modo selettivo nelle azioni, con un focus sulla resilienza all'aumento dell'inflazione (value, quality, azioni con il potere di determinare i prezzi, dividendi).



Dal liberalismo agli interventi dei governi, con un focus sui temi ESG

La crisi da Covid-19 ha ulteriormente acuito la necessità di combattere le disuguaglianze e di mettere i temi della salute e dell'ambiente ai primi posti della nostra agenda politica.

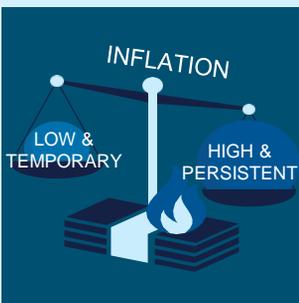
➔ **Implicazioni per gli investimenti:** forte selezione dei settori e delle singole società, con una particolare attenzione ai principali temi ESG.



Dalla catena globale del valore all'autosufficienza

Il contesto geopolitico più complesso, in cui si combatterà la battaglia per l'energia e per la supremazia tecnologica, e in cui ci sarà la necessità di ripensare alle catene di approvvigionamento per renderle resilienti alla pandemia e alle possibili catastrofi naturali, sta inducendo molte aziende a rilocalizzare e a riavvicinare le produzioni.

Implicazioni per gli investimenti: antitesi tra temi regionali e globali, settori strategici nell'UE, Cina, maggiore focalizzazione sull'analisi bottom up della resilienza di ogni *business case* alle interruzioni della catena di approvvigionamento e sulla selezione di azioni/obbligazioni nei mercati emergenti.



Da un'inflazione modesta/temporanea a un'inflazione più persistente

Le strozzature della catena di approvvigionamento, i prezzi dell'energia, il ribilanciamento verso salari più alti e l'aumento delle imposte spingeranno l'inflazione al rialzo rispetto all'ultimo decennio. Visto il rallentamento della crescita e l'aumento dell'inflazione, cresce anche il rischio di stagflazione.

➔ **Implicazioni per gli investimenti:** focus sugli attivi correlati all'economia reale e all'inflazione, rimanere brevi sulla duration.



Banche centrali, dai vecchi ai nuovi mandati

Le banche centrali saranno costrette a rimanere 'dietro la curva' e a mantenere il contesto di repressione finanziaria (tassi di interesse attorno allo zero o negativi) per supportare il debito crescente necessario a finanziare i progetti ambientali e sociali.

➔ **Implicazioni per gli investimenti:** le azioni delle banche centrali determineranno l'andamento del sentiment sul rischio. Si consiglia di iniziare l'anno con un'allocazione prudente (neutrali sugli attivi rischiosi) in uno scenario di tapering per gli USA e l'Europa, e di aumentare il rischio più avanti, quando la dinamica economica migliorerà.

QUANDO IL GIOCO SI FA DURO, I DURI COMINCIANO A GIOCARE

Le banche centrali devono far fronte al rallentamento della crescita e all'aumento dell'inflazione

Da più di un decennio la comunità finanziaria è abituata ad avere a che fare con banche centrali reattive e influenti. Il 2022 non sarà un'eccezione: mentre le leve fiscali rimangono significative e legate alla politica monetaria, le banche centrali rimarranno vigili e pronte a gestire l'intreccio crescita/inflazione che, ne siamo certi, sarà la narrativa dominante del mercato per tutto il 2022 e aumenterà ulteriormente l'asincronia delle politiche monetarie in tutto il mondo.

È in corso un cambiamento di regime: inflazione persistente su alcune forze strutturali e rallentamento della crescita globale non riconducibile necessariamente alla pandemia.

Presupposti chiave per il nostro outlook 2022

1. La fragilità della catena di approvvigionamento mondiale e le sue strozzature sono due fenomeni a cui prestare attenzione nella prima metà del 2022. La pandemia ha aggravato gli squilibri già esistenti a livelli di concentrazione delle catene di approvvigionamento mondiali, più improntate all'efficienza a breve termine che alla massimizzazione della loro resilienza;
2. Un problema di mancanza di forza lavoro da risolvere non appena finiranno i programmi di sostegno; la crescita dei salari sarà mediamente contenuta;
3. I prezzi dell'energia rimarranno a livelli elevati senza creare una crisi energetica in Cina e in Europa, con il WTI (West Texas Intermediate) che rimarrà nel range dei 75/80 USD al barile;
4. La ripresa dell'economia cinese avverrà all'ombra della sua agenda politica, con una crescita ancora lenta nel Q4 2021, che riprenderà un po' di slancio nel 2022.

Prevediamo che la crescita cinese sosterrà la ripresa a due velocità che trainerà i mercati finanziari globali verso la fine del ciclo solo nella seconda metà del 2022.

Se guardiamo al quadro globale in una prospettiva regionale, continuiamo a vedere una ripartenza a più velocità, non uniforme, squilibrata e trasformativa.

Il difficile policy mix trasformerà il rimbalzo dell'economia osservato finora in una ripresa con una ripartizione più equa del reddito, mirante ad affrontare le disuguaglianze e le tensioni sociali aggravate dalla pandemia. Ciò di cui abbiamo bisogno è una trasformazione reale e tangibile.

Sul fronte della dinamica dei prezzi, prevediamo che l'inflazione diminuirà rispetto ai livelli del 2021, pur rimanendo alta rispetto ai livelli pre-pandemia. Lo stesso trend si osserverà nei mercati emergenti, dove l'inflazione è salita ancora più rapidamente rispetto ai Paesi sviluppati soprattutto per via degli aumenti di alimentari ed energia.

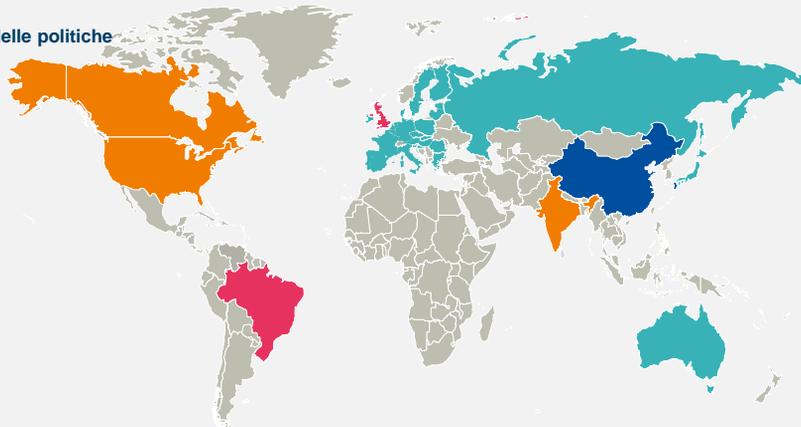
Nel 2021, la BCE e la Fed hanno introdotto nuove formulazioni riguardo ai loro mandati che a volte rimangono poco chiari per quanto riguarda il loro "target di inflazione valutato in media" dove non viene specificato l'orizzonte temporale. Tuttavia, quando il dibattito su "temporaneo/permanente" si sarà calmato, le autorità monetarie dovranno decidere cosa fare se l'inflazione aumenterà sensibilmente a causa di shock dal lato dell'offerta che dominano gli shock dal lato della domanda. Le banche centrali sono preparate a gestire l'inflazione da domanda, mentre hanno minor dimestichezza con gli aumenti di prezzo dal lato dell'offerta (carenze di forza lavoro, energia e alimentari, corsie di spedizione intasate). In ogni caso non mancheranno di certo le pressioni sui prezzi dal lato della domanda! Ben presto le vedremo all'opera negli Stati Uniti per via dei trend demografici: fra poco gli appartenenti alla Gen Z (un cluster di popolazione ben più grande di quello della generazione X) saranno pronti a spendere di più (probabilmente compreranno casa e metteranno su famiglia).

Le banche centrali si trovano a dover affrontare la grande sfida del tapering in un momento in cui la crescita globale sta rapidamente ritornando al potenziale.

2022: asincronia delle politiche delle banche centrali

Previsioni di Amundi sulla direzione delle politiche

- Più accomodante
- Stabilmente accomodante
- Meno accomodante
- Restrittiva



Fonte: Amundi Research all'8 novembre 2021. Mappa delle politiche monetarie. Le posizioni delle banche centrali si riferiscono ai cambiamenti attesi del QE o alle loro posizioni sugli strumenti non convenzionali per tutto il 2021 e l'inizio del 2022.

Camminando sul filo del rasoio

Se esaminiamo le prospettive nel breve termine, la situazione si complicherà soprattutto per due banche centrali con vincoli e preoccupazioni molto diverse: la Bank of England e la People Bank of China.

- **La BoE** deve combattere contro il rialzo dell'inflazione e probabilmente alzerà i tassi di interesse a dicembre in un clima di incertezza derivante dalle ripercussioni della Brexit.
- **La PBoC** sta evitando di adeguare in modo generalizzato la sua politica monetaria restrittiva nonostante il persistente indebolimento dell'economia.
- **La BCE** ha rimandato il suo intervento restrittivo a dicembre, quando pubblicherà le previsioni economiche e forse adeguerà la sua *forward guidance*. Quello sarà forse il momento giusto per la transizione dal PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) all'APP (Asset purchase programme (APP) che potrebbe creare qualche grattacapo; la BCE cercherà di evitare le distorsioni di mercato e una maggiore frammentazione.
- **La Fed** ha comunicato chiaramente che darà via al tapering, ma probabilmente incontrerà delle difficoltà a gestire le aspettative estremamente *hawkish*. Il rischio di una delusione dei mercati è alto. La prima difficoltà sarà l'effetto negativo sul dollaro USA, e se ciò avverrà la nostra previsione di stabilità del biglietto verde potrebbe essere messa in discussione, con lo USD che potrebbe salire potenzialmente da 1,14 (il nostro target attuale per il 22 dicembre) a 1,20.

Le banche centrali stanno camminando sul filo del rasoio, intrappolate nella morsa di una crescita più lenta e di un'inflazione più alta.



Monica DEFEND

Global Head of Research

Qualsiasi deviazione dalla *forward guidance* potrebbe infastidire gli operatori di mercato, che inizierebbero a scontare una potenziale perdita di credibilità delle banche centrali con conseguenze rovinose per i mercati finanziari. Nei mercati emergenti, per mantenere ancorate le aspettative d'inflazione, è indispensabile che le banche centrali mantengano un'elevata credibilità.

Gli orientamenti politici determineranno il nostro posizionamento sugli investimenti: la combinazione tra bilanci, che devono rimanere ampi per mantenere condizioni finanziarie flessibili, inflazione in continuo aumento e valutazioni eccessive degli attivi rischiosi, sta innervosendo i mercati finanziari (in particolare gli attivi rischiosi) e spiega perché in questo momento stiamo trattenendo il fiato e riprenderemo a respirare normalmente solo nel 2022.

Narrative di mercato influenti

Come abbiamo già detto in altre occasioni, in questo momento le narrative sugli investimenti stanno mutando; creano incertezza e spiegano l'indifferenza dei mercati. Siamo convinti che le narrative continueranno a spiegare la divergenza tra i livelli del mercato e i valori equi calcolati sui fondamentali micro e macroeconomici (utili per azione, tassi di interesse, disoccupazione, prezzo del petrolio).

Consideriamo le narrative di mercato come "fattori di valutazione".

Quando si fanno regressioni che considerano le narrative per spiegare il *fair value* dell'indice S&P500 e le deviazioni di mercato rispetto ai prezzi di equilibrio, i risultati sono statisticamente significativi, ed economicamente validi e mostrano che la significatività delle narrative evolve nel tempo.

Alla luce di tutto ciò, è ormai finito il tempo della narrativa sulla "stagnazione secolare" - bassa crescita e inflazione moderata. La narrativa della "politica monetaria", con la posizione sulla politica della Fed, la sua espansione dei bilanci e il Quantitative Easing legato al Covid, ha avuto un effetto sproporzionato, supportando i fondamentali azionari fino all'agosto 2021. Riteniamo che questa narrativa spieghi ampiamente lo scarto tra dinamiche di mercato e i fondamentali che abbiamo visto fin dall'inizio dell'anno; ora ha perso un po' di mordente, ma rimarrà latente nel 2022. A partire da febbraio, le narrative hanno iniziato a evocare paradigmi meno favorevoli, parlando di un "ritorno agli anni 70", supportando i picchi di mercato, ma alla ricerca di conferme sui fondamentali societari.

Per il momento, gli utili societari stanno riservando sorprese rialziste: non crediamo che questo messaggio così positivo si ripeterà nel 2022.

Di conseguenza, è prevedibile che gli operatori di mercato si focalizzeranno sempre di più sulla "stagflazione", "sul ritorno agli anni '70" e sul movimento sequenziale verso valutazioni meno favorevoli e de-rating multipli. Nel complesso, ciò conferma la nostra strategia di un'esposizione neutrale alle azioni all'inizio dell'anno, strategia che potrà essere ricalibrata nel secondo semestre quando ci sposteremo verso la fine del ciclo.

Booster della transizione verde. Vorremmo ora soffermarci su un altro campo in cui le banche centrali svolgeranno un ruolo di primo piano: il cambiamento climatico e la transizione verde. Ciò implicherà una significativa evoluzione della politica monetaria.

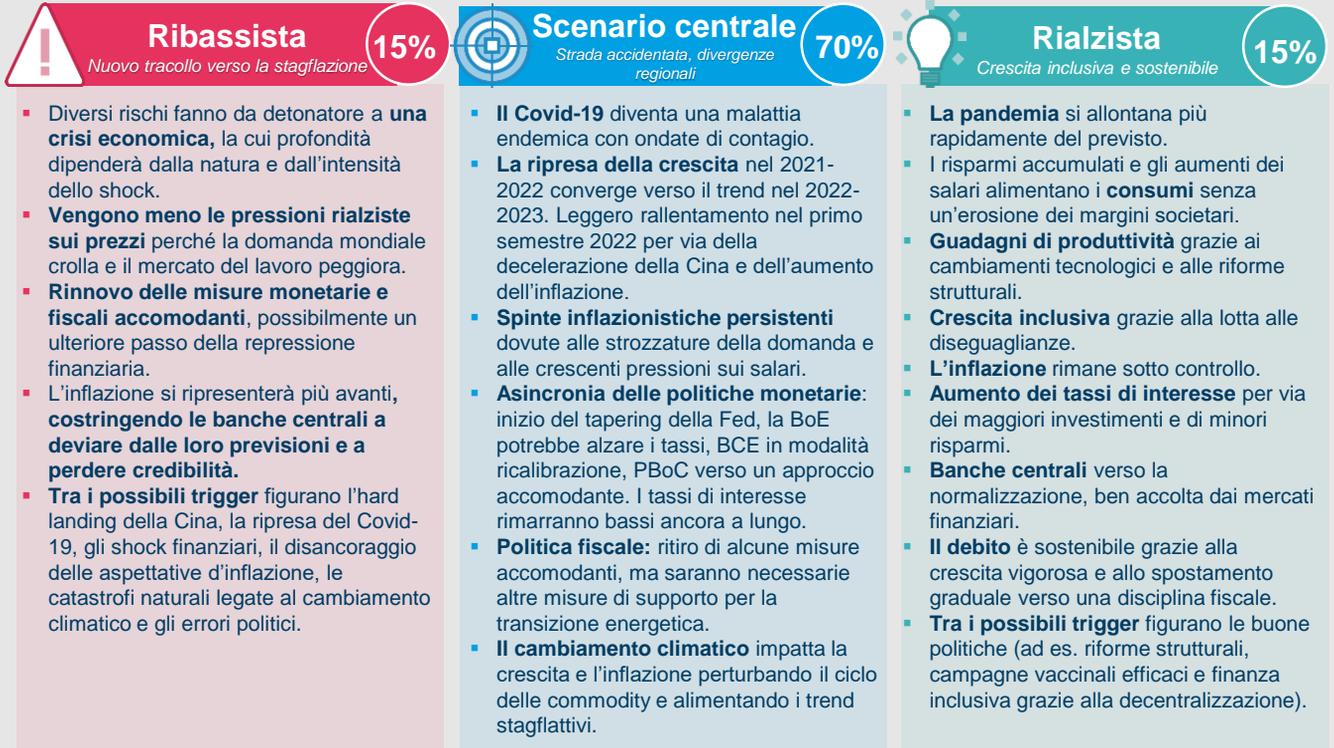
A seconda della velocità e della natura della politica della transizione, il rischio climatico avrà delle ripercussioni sui tradizionali canali di trasmissione della politica monetaria, mentre i rischi 'cigno verde' (ovvero gli eventi potenzialmente rischiosi per il sistema finanziario derivanti dai cambiamenti climatici) potrebbero essere all'origine di una crisi finanziaria sistemica.

Se è vero che questa trasformazione è indubbiamente sul radar a lungo termine dei governatori delle banche centrali, è anche vero che le banche centrali dovranno occuparsi di sfide e opportunità sul breve periodo. A luglio, la BoJ ha già annunciato una TLTRO Green (operazione di rifinanziamento mirata a lungo termine) così da offrire prestiti bancari a tassi favorevoli alle attività *green*. Proposte simili si trovano sul tavolo di lavoro della BCE. Alla luce dei crescenti rischi climatici, disporre di TLTRO calibrate su una tassonomia di attività sostenibili potrebbe rappresentare un passo avanti immediato per allineare i prestiti con l'Accordo di Parigi. Le TLTRO verdi potrebbero essere strutturate in modo da mantenere gli obiettivi e le modalità delle normali TLTRO, comprendendo però allo stesso tempo gli incentivi alle banche per investire nelle attività *green* (se non alle banche, ai clienti delle banche).

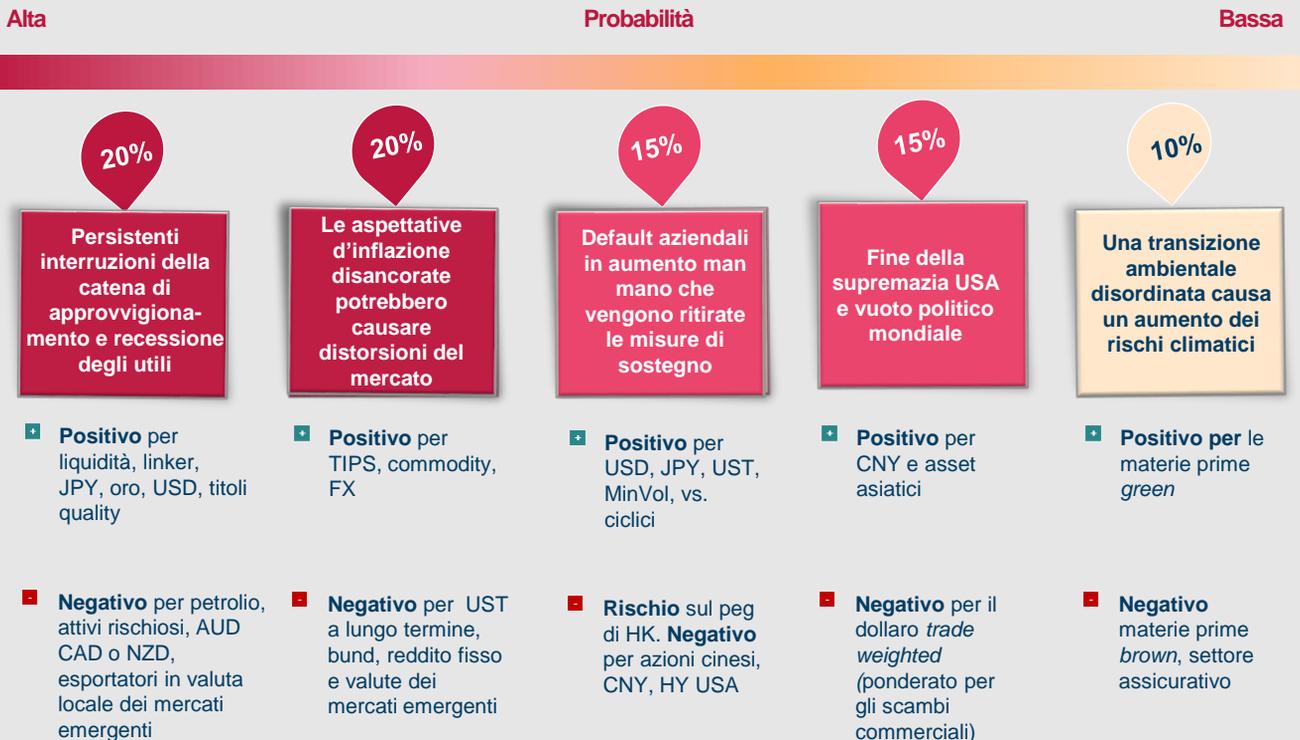
Una definizione corretta di *'green lending'* manca ancora, perché è difficile fornire una definizione coerente di sostenibilità ambientale e un sistema affidabile di verifica. Sono in atto trasformazioni copernicane un po' ovunque, ed è probabile che la pandemia abbia fornito il necessario catalizzatore per accelerare i tempi.

Speriamo vivamente che le banche centrali adottino presto dei "green transition booster".

SCENARI DI BASE, SCENARI ALTERNATIVI, RISCHI



I rischi per lo scenario



Fonte: Amundi al 31 ottobre 2021. MinVol=volatilità minima, strategie che puntano a ridurre la volatilità azionaria. UST=Treasury USA. TIPS=Treasury Inflation Protected Securities. FX=valute.

LE PRINCIPALI CONVINZIONI DI INVESTIMENTO PER IL 2022

Passaggio a una fase avanzata del ciclo nel secondo semestre: favoriti azioni, mercati emergenti e materie prime

In termini di costruzione del portafoglio, il 2022 presenterà sfide maggiori rispetto al 2021. **Gli investitori non possono aspettarsi rendimenti azionari sui livelli del 2021, in un contesto di normalizzazione della crescita degli utili e di aumento della pressione sui margini.** La pressione sui titoli di Stato continuerà, mentre i tassi di interesse inizieranno a salire. Con rendimenti reali a livello globale nella fascia bassa, **la ricerca di reddito reale proseguirà.**

Gli elementi chiave da considerare nella costruzione del portafoglio saranno: rendimento, rischio di liquidità ed esposizione alla crescita e all'inflazione.

In questo scenario gli investitori dovranno:

- **Partire neutrali in termini di esposizione al rischio e ricalibrare il rischio durante tutto l'anno, con particolare attenzione alla resilienza del portafoglio all'aumento dei rendimenti.** Gli investitori dovrebbero iniziare l'anno con una allocazione prudente/neutrale (considerando anche valutazioni di mercato eccessive) e cercare di sfruttare le opportunità di valore relativo (spaziando tra regioni e settori). In una sequenza di rallentamento della crescita seguita da ulteriori stimoli, gli investitori avranno probabilmente uno spiraglio per aumentare nuovamente l'esposizione al rischio e sfruttare le opportunità offerte dal prolungamento del ciclo. **La gestione del rischio e della liquidità saranno fondamentali** in quanto l'aumento dei rendimenti reali potrebbe portare ad alcune turbolenze di mercato e difficoltà sia per le azioni che per le obbligazioni. Il portafoglio 60/40 sarà messo alla prova da una correlazione potenzialmente positiva tra azioni e obbligazioni e dal rischio di duration nelle obbligazioni, richiedendo ulteriori fonti di diversificazione, **come le strategie poco correlate e gli asset reali.**
- **Perseguire un obiettivo di reddito reale in modo intelligente, allargando lo spettro delle asset class in un contesto caratterizzato da un'inflazione strutturalmente più alta.** Ciò significa andare oltre il tradizionale universo obbligazionario e prendere in considerazione i dividendi delle azioni, gli asset reali, le obbligazioni dei paesi emergenti con un'attenzione specifica per quelle a breve duration e più in generale alle aree che offrono rendimenti elevati con un rischio di duration relativamente basso (credito subordinato e prestiti). Il credito caratterizzato da una duration maggiore e/o quei segmenti con spread troppo ristretti, verranno messi alla prova. La selezione complessiva del credito sarà fondamentale in

quanto i default potrebbero iniziare a salire rispetto agli attuali bassi livelli, in relazione all'aumento del costo del debito.

- **Investire nell'azionario concentrandosi sulle aree con valutazioni meno elevate (il value, i mercati emergenti, l'Europa) e prestando attenzione all'aumento dei tassi di interesse.** La crescita degli utili rallenterà rispetto ai livelli record visti nel 2021, ma è probabile che alcune aziende continueranno a beneficiare delle riaperture in corso, mentre altre risentiranno dell'aumento dei costi, della tassazione e dei cambiamenti della catena di approvvigionamento. Ciò porterà ad una situazione di elevata dispersione dei rendimenti in ambito azionario offrendo un contesto positivo per la selezione dei titoli. I tassi di interesse rimarranno ragionevolmente bassi, ma su una traiettoria in crescita, che favorirà le azioni value (in particolare del settore finanziario) rispetto ai titoli growth. Le azioni dei mercati emergenti dovrebbero tornare al centro dell'attenzione. L'esposizione azionaria è aumentata fino al picco nel ciclo, favorendo le azioni dei mercati sviluppati. Il prossimo aumento dovrebbe favorire i mercati emergenti, dove le allocazioni sono molto al di sotto dell'obiettivo strategico e le valutazioni sembrano relativamente interessanti. Una disamina Paese per Paese sarà fondamentale quando si cercheranno le opportunità offerte dai mercati emergenti, in un contesto influenzato dalle politiche della Cina, dall'evoluzione dei prezzi e dagli spazi di manovra a livello monetario e fiscale. Anche l'Europa dovrebbe essere favorita grazie al Next Generation EU, con particolare riguardo alla transizione ecologica.
- **Aggiungere l'esposizione tematica a fattori ESG che probabilmente avranno un impatto sostanziale sul rapporto rischio/rendimento.** I temi ambientali, sociali e di governance (ESG) dovrebbero essere considerati complementari alle tradizionali metriche di rischio e rendimento del portafoglio, in particolare per quanto riguarda le aree che potrebbero avere un impatto significativo sui prezzi degli attivi. Le modifiche alle regolamentazioni e l'aumento della domanda da parte delle istituzioni e degli investitori faranno sicuramente diventare alcuni fattori sempre più rilevanti sotto questo aspetto. La 'net zero emissions initiative' è uno dei temi, a nostro avviso, che avrà un impatto significativo sul mercato. Il prossimo tema sarà probabilmente la lotta alla disuguaglianza, che è un obiettivo centrale dei governi nell'attuale fase di ripresa. Potrebbero emergere alcuni temi che uniscono aspetti ambientali e sociali, come la spinta verso una «just transition» per affrontare il cambiamento climatico in modo equo, che è un punto di particolare preoccupazione per i mercati emergenti.

Ricalibrare l'esposizione al rischio nel 2022

Gen 2022

Iniziare con un'allocazione prudente/neutrale (considerando anche le valutazioni di mercato elevate) cercando di sfruttare opportunità di valore relativo (spaziando tra regioni e settori).

Dic 2022

In una sequenza di rallentamento della crescita, seguita da ulteriori stimoli, **gli investitori avranno probabilmente uno spiraglio per aumentare nuovamente l'esposizione al rischio e sfruttare le opportunità offerte dal prolungamento del ciclo (azioni, alcuni mercati emergenti, materie prime).**

Fonte: Amundi, al 31 ottobre 2021.

LE PRINCIPALI CONVINZIONI PER LA COSTRUZIONE DEL PORTAFOGLIO

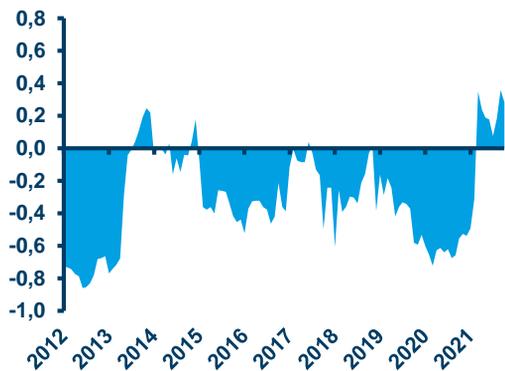
1



FOCUS SULLA RESILIENZA DEL PORTAFOGLIO

Bilanciare il rischio in un mondo in cui le correlazioni cambiano con l'aggiunta di fonti di rendimenti non correlate.

Correlazione 12 mesi S&P500 e US Treasury Index

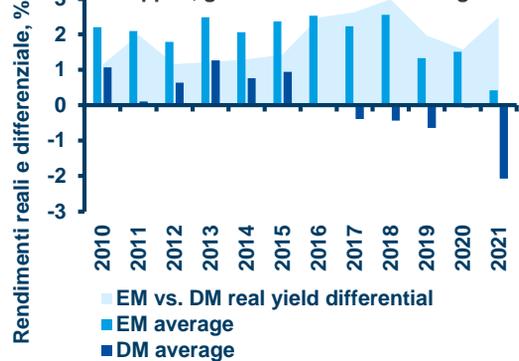


2

OPERARE CON INTELLIGENZA NELLA RICERCA DI REDDITO REALE

Significa andare oltre il tradizionale universo obbligazionario per prendere in considerazione i dividendi delle azioni, gli asset reali e le obbligazioni dei mercati emergenti, con un'attenzione particolare a quelle di breve duration e al credito subordinato.

Con rendimenti negativi nei mercati sviluppati, guardare ai mercati emergenti



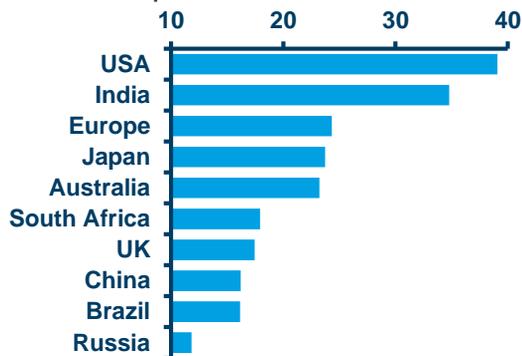
3



NELL'AZIONARIO FOCUS SULLE AREE CON VALUTAZIONI MENO ELEVATE; VALUE, MERCATI EMERGENTI, EUROPA

I tassi di interesse rimarranno ragionevolmente bassi ma con un trend in aumento che favorirà le azioni con valutazioni meno elevate come quelle dei mercati emergenti o dell'Europa che dovrebbero trarre beneficio dall'attuazione del NGEU.

Shiller CAPE per diversi mercati al 31/10/2021



4



AGGIUNGERE ESPOSIZIONE A FATTORI ESG CON IMPATTO SOSTANZIALE SU RISCHIO/RENDIMENTO

I cambiamenti nella regolamentazione, l'aumento della domanda da parte delle istituzioni e degli investitori producono un impatto sui mercati. La "net zero emissions initiative" e l'accento posto sulla lotta alle disuguaglianze sono i temi principali da considerare.

I feedback positivi sembrano guidare l'impatto sui mercati



ESG: AUMENTA LA LORO ADOZIONE NEGLI USA E LA DINAMICA GREEN

Criterio ambientale al centro con gli investimenti 'Net zero'

La crisi da Covid-19 ha messo le ali ai trend di adozione dei criteri ESG che erano già in atto prima della pandemia. Nel 2021, la raccolta degli ETF ESG ha raggiunto nei primi nove mesi del 2021 107 mld di dollari rispetto ai 92 mld di dollari in tutto il 2020 e ai soli 32 mld di dollari del 2019*.

La domanda crescente di prodotti in cui si utilizzano i criteri ESG deriva dall'aumento di iniziative legate alle norme sulla rendicontazione dei dati, dalla regolamentazione e dalla spinta delle coalizioni (come la Net Zero Coalition). Secondo noi, questi trend contribuiranno a smascherare le aree di inefficienza colmando le carenze sul fronte della disponibilità dei dati e contribuendo agli aggiustamenti dei prezzi di mercato man mano che vengono inglobati i nuovi elementi informativi, generando così un circuito di retroazione positiva. Il tempo ci dirà se i fattori di rischio inclusi negli ESG rappresentano un set di fattori unici e a sé stanti oppure dei fattori superflui rispetto a quelli tradizionali. Nella nostra ricerca condotta prima della crisi, gli ESG avevano già dimostrato di essere potenzialmente un forte fattore di rischio nella zona Euro, mentre ciò non stava avvenendo negli Stati Uniti. **La nostra analisi più recente evidenzia invece che a partire dalla crisi del Covid-19 e dalle elezioni di Biden, gli ESG stanno guadagnando un posto nel tradizionale mix di fattori anche in Nordamerica.**

Nordamerica: focus sui criteri sociali e ambientali

Prima della crisi, l'approccio ostile dell'amministrazione Trump alle tematiche ESG che era sfociato nel ritiro dall'Accordo di Parigi e in ulteriori ritardi sulla loro integrazione nella regione, era in netto contrasto con l'approccio europeo, dove i fattori ESG stavano già dimostrando di avere un impatto significativo sul mercato. Nel primo trimestre 2020, durante il **forte stress indotto dalla pandemia da Covid-19, le componenti del pilastro sociale nel Nordamerica hanno messo a segno un'ottima performance sul mercato azionario**. Gli investitori hanno addirittura scelto o scartato delle azioni in base alle "condizioni di lavoro" migliori e peggiori per i dipendenti.

L'elezione di Joe Biden a 46esimo presidente degli Stati Uniti ha dato il via a una "dinamica green" che si è tradotta in forti ritorni finanziari del pilastro ambientale negli USA e in Europa.

I criteri ESG hanno avuto un impatto significativo anche sul mercato del credito. Nei mesi successivi all'intervento della Fed nel marzo del 2020, le società nordamericane sono state colte da una frenesia da finanziamenti soprattutto attraverso il mercato del credito. Da aprile a ottobre 2020, gli emittenti dell'indice MSCI North America hanno finanziato il mercato del credito per un importo quattro volte superiore alla loro attività media tra il gennaio 2014 e il marzo 2020.

Mentre la nostra ricerca precedente indicava che migliori credenziali ESG si traducevano in spread creditizi più bassi per gli emittenti, durante la pandemia si è visto come fosse invece il pilastro della governance a essere il più rilevante in termini di riduzione del costo del debito.

Il 2022 e il focus sull'iniziativa Net zero

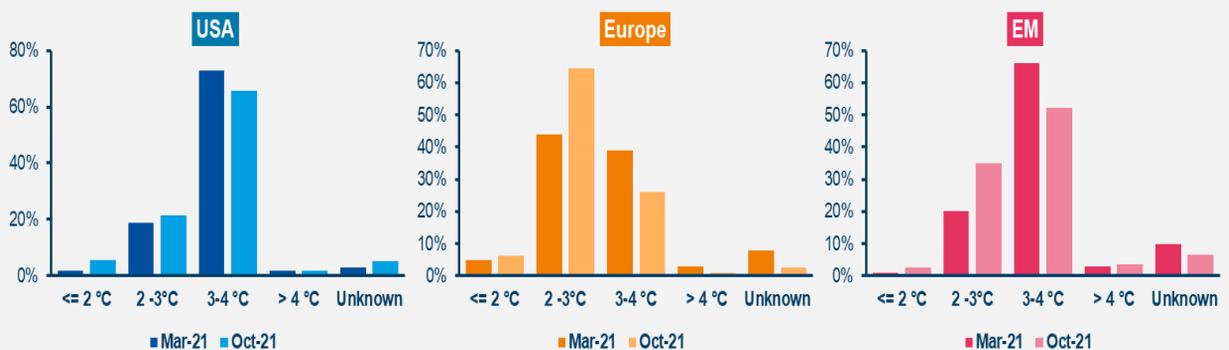
Il percorso verso la crescente adozione dei criteri ESG e il crescente impatto sui mercati non sarà lineare.

La velocità e la profondità dell'adozione dei criteri ESG dipenderanno dalle spinte provenienti dall'intero ecosistema ESG costituito da regolamentazione, coalizioni e domanda degli investitori.

L'iniziativa "Net zero emission" è uno degli esempi più recenti dell'evoluzione in atto all'interno dell'ecosistema ESG, dove viene richiamata l'attenzione degli investitori su questo tema, e le società sono sollecitate a migliorare il loro profilo *net zero* in termini di *temperature score*. Queste metriche si stanno affermando come strumento complementare ad altre metriche esistenti sul clima, utilizzabili da quegli investitori che desiderano creare portafogli allineati con la filosofia *net zero*.

Sono pochissime le società che in tutto il mondo soddisfano l'obiettivo *net zero* a livelli di *temperature score*, i dati messi a disposizione dai provider sono molto incoerenti tra di loro e non esiste un unico approccio alla creazione di un portafoglio con un obiettivo *net zero*. Tutto ciò rappresenta un terreno fertile per la generazione di alpha, perché gli investitori potrebbero utilizzare tutti i dati disponibili sugli ESG e le valutazioni bottom up fondamentali per cercare di ottenere un'opinione previsionale della traiettoria *net zero* di una società.

Evoluzione dei *temperature score* tra marzo e ottobre 2021



Fonte: Amundi on Iceberg Data Lab temperature. Dati al 6 ottobre 2021. I dati si riferiscono agli indici MSCI.

*Fonte: Bloomberg ESG ETF Dashboard.

VIEW DI AMUNDI SULLE CLASSI DI ATTIVIVI

	Classe di attivi	Posizionamento attuale	Posizionamento atteso 2022
AZIONI	USA	=	=
	Value USA	+	+
	Growth USA	-	-
	Europa	=	+
	Giappone	=	=/+
	Cina	-/=	=/+
	Mercati emergenti	=	+
OBBLIGAZIONI	Titoli di Stato USA	-	-
	Obbl. Soc. IG USA	=	=
	Obbl. Soc. HY USA	=	=
	Titoli di Stato europei (core)	-	-
	Titoli di Stato europei (periferici)	+	=/+
	Obbligazioni societarie IG in euro	=/+	+
	Obbligazioni societarie HY in euro	=	=
	Obbligazioni HC dei mercati emergenti	=/+	+
	Obbligazioni in valuta locale dei mercati emergenti	=	=/+
ALTRO	Materie prime	=/+	+
	Valute (USDvsG10)	=	=/+

--- - = + ++
 Negativo Neutrale Positivo

Fonte: Amundi, al 31 ottobre 2021.

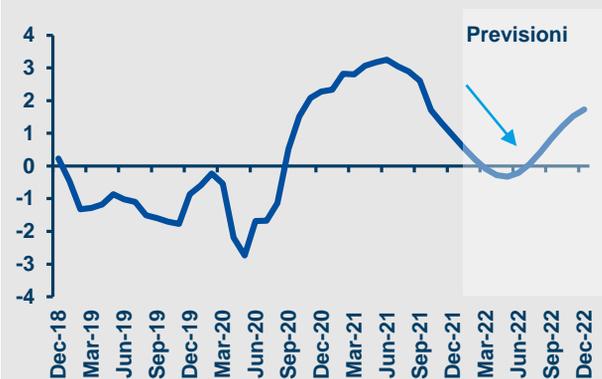
ALLOCAZIONE: PARTIRE NEUTRALI E POI RICALIBRARE IL RISCHIO

Riflettori puntati sulle asset class sensibili all'inflazione per costruire un'allocazione resiliente

Prevediamo che nel breve termine i mercati azionari rimarranno vulnerabili ai ritracciamenti perché il rialzo dell'inflazione, la decelerazione della crescita e la debolezza dei dati inducono i mercati a essere meno indifferenti. In un contesto meno favorevole per gli attivi rischiosi, i mercati potrebbero reagire alle azioni delle banche centrali e mettere in discussione la credibilità delle politiche monetarie. L'inevitabile risultato sarà un repricing delle valutazioni degli attivi rischiosi. Nonostante la crescita attesa degli utili impedisca una recessione, i timori di una compressione dei margini dovuti ai crescenti costi di produzione e la fragilità della fiducia delle imprese probabilmente dureranno per tutto il 2022, in linea con le nostre proiezioni sull'indicatore "Composite Economic Momentum". È previsto un miglioramento tra il secondo e il terzo trimestre. **A livelli di investimenti, l'asset allocation dovrà essere quindi orientata verso l'inflazione:** nel comparto obbligazionario si consigliano soprattutto i linker USA e le obbligazioni Investment Grade. Nel comparto azionario, i fattori quality nel segmento value sono quelli che dovrebbero beneficiarne di più (i titoli US value soddisfano entrambe le definizioni). Le valute correlate alle materie prime nei G10 (NOK, SEK e in una certa misura AUD, NZD) dovrebbero fornire un carry positivo a un rischio ragionevole e una copertura nel caso di potenziali shock causati dalle materie prime.

- **Trigger di mercato:** inflazione e compressione dei margini
- **Da monitorare:** IPP e interruzioni della catena di approvvigionamento
- **Rischi:** errori di politica monetaria, stagflazione e varianti del virus resistenti ai vaccini

Il momentum economico dovrebbe accelerare nel Q2/Q3

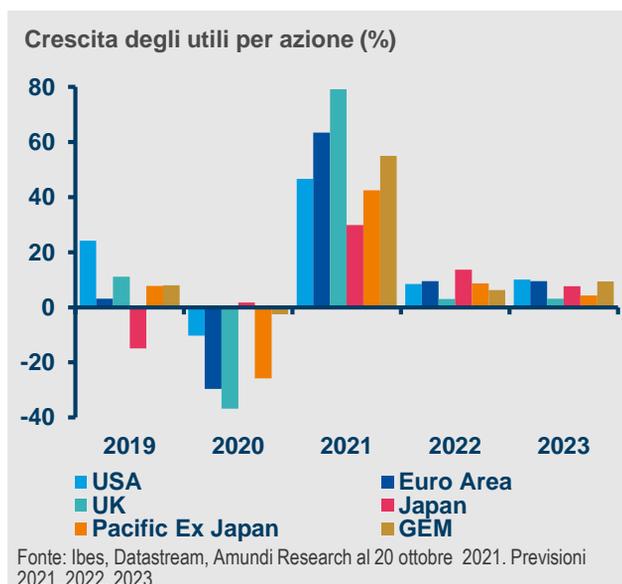


Fonte: Amundi Research. Dati al 31 ottobre 2021. L'indice Global Composite Economic Momentum (CEMI) è un indice proprietario di Amundi basato su quattro panieri regionali (USA, zona Euro, Giappone e mercati emergenti) e sulle successive variabili: revisioni degli utili, tassi di interesse decennali, indicatori anticipatori, IPC, sondaggi PMI, Economic Surprise Index della Commissione europea e Inflation Surprise Index.

La decelerazione della dinamica economica non significa un derisking strutturale, ma la ricerca di opportunità a un rischio ragionevole. Una riaccelerazione nel Q2/Q3 potrebbe offrire opportunità di riaumentare l'esposizione al rischio.

AZIONI: SELEZIONE ATTRAVERSO L'INFLAZIONE E L'OTTICA ESG

Bilanciare gli investimenti core Value e Momentum con quelli Quality



Le preoccupazioni stanno crescendo, ma nell'azionario rimangono titoli interessanti in grado di determinare i prezzi, con una sensibilità al ciclo delle commodity e ai tassi di interesse, nonché all'accelerazione della transizione verde.

I margini ai massimi non significano che la crescita degli utili sarà negativa, né decretano la fine del mercato rialzista, in quanto le top line guideranno gli utili per azione. Ciò nonostante, ciò **implica un limite alla velocità dei rendimenti attesi** perché la crescita degli EPS (+49% nel 2021 per l'MSCI World AC) nel 2022 dovrebbe essere a una sola cifra (+8%). **La direzione dei rendimenti obbligazionari sarà quindi fondamentale.** Il loro aumento fornisce alcuni vantaggi all'UME. Il Giappone dovrebbe beneficiare di una ripresa ritardata e della debolezza dello yen. **Siate pronti ad adottare fra un po' di tempo un atteggiamento più positivo sui mercati emergenti,** ovvero non appena le autorità cinesi accelereranno le misure accomodanti e se le valute dei mercati emergenti si apprezzano. Inoltre, la qualità della crescita peggiorerà (meno crescita, più inflazione), anche se nel 2022 rimarrà superiore al potenziale. Ciò induce a prendere in considerazione anche **i titoli Quality oltre ai titoli core Value e Momentum.** Per quanto riguarda i temi, focus sui titoli Value (banche), sui titoli capaci di determinare i prezzi (lusso, semiconduttori), sulle materie prime le cui quotazioni sono in aumento (energia), capex (beni strumentali) e titoli Quality (farmaceutici).

- **Trigger di mercato:** fase di espansione matura negli USA, divergente rispetto al rallentamento in Cina, accelerazione degli ESG
- **Da monitorare:** processo di normalizzazione della Fed, direzione dei rendimenti obbligazionari, risposta della Cina al rallentamento, apprezzamento delle valute dei mercati emergenti
- **Rischi:** errori di politica, rendimenti obbligazionari, recessione degli utili

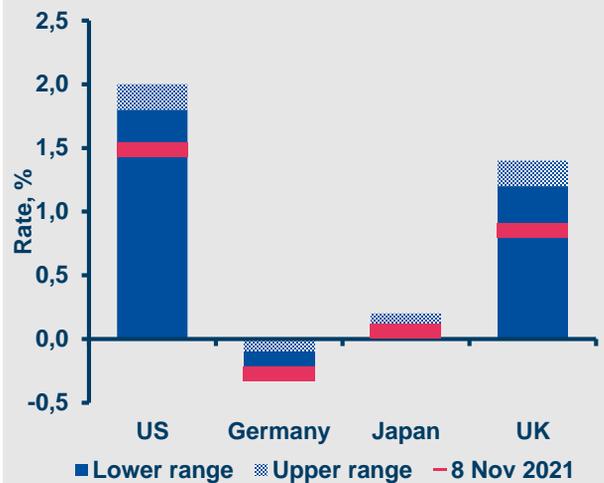
OBBLIGAZIONI: I TASSI REALI BASSI SONO ANCORA FAVOREVOLI AL CREDITO

Le banche centrali entreranno nel tapering solo in punta di piedi

Nel 2022 l'economia USA dovrebbe continuare a espandersi, ma rallentare verso il potenziale. I dati sull'inflazione dovrebbero essere superiori a quelli attualmente stimati dalla Fed. Quest'ultima, **vista la sua nuova funzione di reazione, manterrà un approccio prudente**. I rendimenti USA dovrebbero salire moderatamente, trainati (1) da una crescita superiore al livello tendenziale (2) dal calo della liquidità sul mercato obbligazionario con il tapering della Fed e il calo della liquidità del Tesoro (3) il ciclo di rialzi dei tassi. La Fed ha già annunciato il tapering. Se l'economia procede come da previsioni, la banca centrale americana potrebbe avviare un ciclo di rialzo dei tassi senza danneggiarla. Nell'UE, **l'aumento dei rendimenti delle obbligazioni core in euro sarà limitato** dal continuo supporto monetario della BCE. Le ulteriori pressioni rialziste sui prezzi e una significativa revisione al ribasso della crescita metterebbero in discussione l'aumento dei rendimenti delle obbligazioni sovrane core. Ciò sarà limitato dall'alto livello di debito nel sistema. Un inatteso aumento dei prezzi creerebbe un clima di incertezza per la politica monetaria. I mercati del credito rimangono supportati dal mix favorevole costituito da crescita superiore al livello tendenziale, tassi reali negativi e banche centrali accomodanti.

- **Trigger di mercato:** crescita/inflazione vs politica di forward guidance
- **Da monitorare:** le distorsioni del mercato dovute alla transizione energetica e le politiche di finanziamento
- **Rischi:** la FED perde il controllo del segmento breve della curva, deviazione delle banche centrali rispetto alla loro forward guidance

Previsioni decennali di Amundi sui rendimenti, +12 mesi



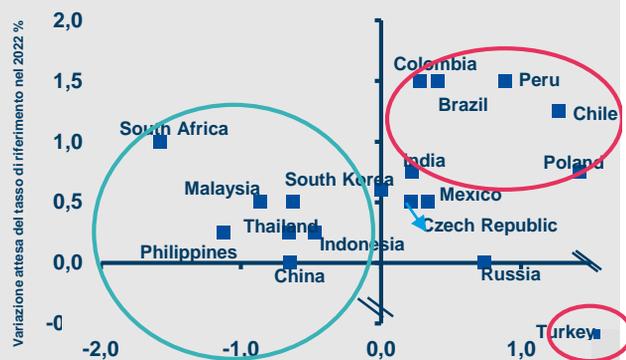
Fonte: Amundi Research, Bloomberg. Dati all'8 novembre 2021.

Gli investitori dovrebbero mantenere una duration breve ed essere più selettivi sul credito perché la liquidità sarà meno abbondante. Il focus delle banche centrali sulla transizione energetica dovrebbe supportare la domanda di asset "green".

MERCATI EMERGENTI: PUNTARE SUI RENDIMENTI REALI E SULLA RIPRESA DEGLI UTILI

Privilegiare i mercati emergenti con una politica monetaria/un outlook sull'inflazione favorevoli

Politica monetaria e inflazione: privilegiare il cerchio verde



H2 2022 inflazione vs. fascia alta obiettivo banche centrali, %

Fonte: Amundi Research, Bloomberg. Dati all'8 novembre 2021. Le aspettative d'inflazione e del tasso di riferimento sono di Amundi Research. La variazione attesa del tasso di riferimento della Turchia nel 2022 è -1,0, mentre l'inflazione nella seconda metà del 2022 dovrebbe salire al 13,58% contro un target range superiore delle banche centrali del 7,0%.

I mercati emergenti offrono anche interessanti rendimenti corretti per il rischio. Outlook costruttivo sulle valute ampiamente sottovalutate e sulle azioni legate alle materie prime. In Cina, selettività sui settori mentre aumentano i tassi di default.

I trend della crescita e dell'inflazione, i cicli della politica monetaria e le condizioni finanziarie globali sono i temi da monitorare. Mentre la dinamica della crescita diventa sempre più vigorosa, il premio alla crescita tra mercati emergenti e sviluppati ritornerà a favorire solo leggermente i mercati emergenti. La Cina tornerà alla ribalta, con una crescita più sostenibile e una minor leva finanziaria. Le pressioni relativamente più basse sui costi e una crescita moderata consentiranno all'inflazione di ridiscendere. L'inasprimento della politica monetaria dovrebbe stabilizzarsi man mano che ci avviciniamo al secondo semestre, con una fase di normalizzazione ordinata da parte della Fed: chi alzerà i tassi più tardi potrà alzare i tassi in modo tranquillo. Le **obbligazioni locali dovrebbero beneficiare dei tassi stabili/più bassi e del contributo più positivo di molte valute dei mercati emergenti legate alle materie prime e fortemente sottovalutate**. I tassi USA più alti e il debito ancora elevato determineranno un ampliamento dello spread delle obbligazioni in valuta forte (principalmente tramite quelle High Yield). Le autorità cinesi cercheranno di evitare un evento sistemico nel credito, i tassi di default stanno salendo in Asia e diminuendo in America Latina e CEMEA (Europa centrale e orientale, Medio Oriente e Africa). Le valutazioni interessanti, i titoli value e quality giocheranno a favore dei mercati azionari di America Latina e CEMEA all'inizio del 2022, seguiti poi dall'Asia nel corso dell'anno. In Cina, consigliamo di effettuare una selezione settoriale prendendo spunto dalla nuova agenda del governo "Common Prosperity" (nuove energie e biotech).

- **Trigger di mercato:** ripresa della crescita e picco dell'inflazione
- **Da monitorare:** le implicazioni del piano cinese "Common Prosperity"
- **Rischi:** inasprimento delle PM alla luce delle condizioni interne e/o globali

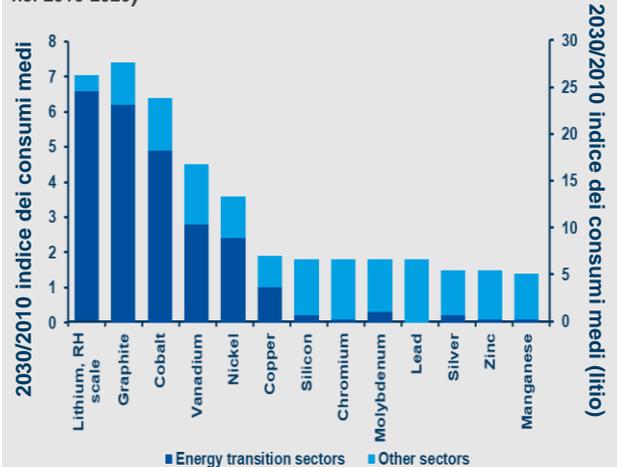
MATERIE PRIME: SCARSITÀ DELL'OFFERTA, PETROLIO E GAS

Sul lungo termine, puntate invece sulle materie prime necessarie per la transizione *green*

Nel terzo trimestre 2021 c'è stata una nuova fase del rally delle materie prime che dovrebbe proseguire nel 2022. Le componenti cicliche e la ripresa nel primo semestre del 2021 hanno aiutato le materie prime a chiudere il gap di sottovalutazione degli ultimi anni. I crescenti timori per la scarsa offerta di materie prime *green* e di una potenziale crisi energetica hanno sostenuto diverse commodity, dal rame all'alluminio, dal gas al petrolio. La corsa in Europa e in Asia allo stoccaggio delle scorte di gas e di petrolio ora che si avvicina l'inverno ha acuito la scarsità delle materie prime causata dalle limitazioni alla domanda di carbone soprattutto in Cina. Le ripercussioni sui mercati del petrolio dovuti alle sostituzioni della domanda dal gas al petrolio non sono state per ora attenuate dall'OPEC che finora si è dimostrato riluttante ad aumentare la produzione, mentre la produzione di petrolio di scisto negli USA stenta a ritornare ai livelli pre-Covid. **La normalizzazione nel settore energetico non è prevista fino alla fine dell'inverno, con le quotazioni del petrolio al di sopra degli 80 dollari al barile e quelle del gas attorno agli attuali livelli**, mentre i prezzi dei metalli di base dipendono dalle strozzature nelle catene di produzione. L'oro invece dovrebbe risentire del rialzo dei tassi e dell'avvio del tapering.

- **Trigger di mercato:** transizione verso l'economia verde
- **Da monitorare:** le scorte nel settore energetico in Europa e in Asia
- **Rischi:** rischio geopolitico, crisi energetica

La domanda di metalli per la transizione energetica sta salendo alle stelle. (Indici, consumi medi nel 2030-2040 rispetto ai consumi medi nel 2010-2020)



Fonte: Amundi su IMF, WEO, ottobre 2021.

Scommettere sulla carenza a breve termine di gas naturale e di petrolio e puntare sui vincitori a lungo termine della transizione verde (rame, nichel, alluminio).

VALUTE: SUL BREVE TERMINE POSITIVI SUL DOLLARO USA

Sfruttare lo status del dollaro e predisporre le coperture per un superciclo delle materie prime

Exchange rates	Current valuation vs fair value	Policy rate forecast	Sensitivity to lower growth	Improved Terms of trades (Commod.)	Overall view for 2022
NOK	Light Green	Light Green	Light Green	Light Green	Light Green
AUD	Light Green	Light Green	Light Green	Light Green	Light Green
CAD	Light Green	Light Green	Light Green	Light Green	5
USD	Light Green	Light Green	Light Green	Light Green	6
NZD	Light Green	Light Green	Light Green	Light Green	Light Green
CHF	Light Green	Light Green	Light Green	Light Green	Light Green
GBP	Light Green	Light Green	Light Green	Light Green	Light Green
SEK	Light Green	Light Green	Light Green	Light Green	Light Green
EUR	2	Light Green	Light Green	Light Green	Light Green
JPY	Light Green	Light Green	Light Green	Light Green	Light Green

Fonte: Amundi research, unicamente a scopo illustrativo. Reazione storica delle valute a fattori selezionati. Il verde scuro/il rosso scuro indicano un'elevata sensibilità positiva/negativa ai fattori inclusi e/o la sotto/sopravalutazione. Il verde chiaro/il rosso chiaro riflettono la reazione limitata positiva/negativa e/o la sotto/sopravalutazione.

La diversa sensibilità alla crescita, all'inflazione e alle condizioni del commercio determineranno le divergenze tra i Paesi dei G10. La dinamica delle valute sarà il driver principale dei rendimenti di portafoglio nel 2022.

Pur ammettendo che nella fase attuale non c'è molto che la Fed possa fare per sorprendere le aspettative di mercato (tranne deluderle), **la sequenza del rallentamento della crescita globale e dell'avvio di una modesta normalizzazione della politica da parte della Fed ci sembra nel complesso positiva per il dollaro USA**. Le aspettative d'inflazione hanno movimentato i rendimenti nel 2021, eppure una Fed attiva e una crescita meno forte indicano che i tassi reali dovrebbero riprendersi, pur rimanendo negativi, e questo è uno scenario in cui il biglietto verde tende a rafforzarsi e non a indebolirsi. Prevediamo che EUR/USD si attesterà attorno a 1,14 nel 2022, con una dinamica simile attesa per tutte le valute a basso rendimento dei G10. A queste ultime sembrano mancare ancora i catalizzatori per bilanciare la pressione, mentre non si esclude che possano essere necessarie nuove politiche monetarie accomodanti per colmare il divario rispetto ai livelli di crescita pre-pandemia. Per contro, l'inflazione si sta rivelando più persistente di quanto previsto inizialmente e il recente rally dei prezzi delle materie prime si sta traducendo in cambiamenti strutturali dei G10 in termini di scambi.

Il rallentamento congiunturale potrebbe evitare una correzione del dollaro, mentre alcune valute cicliche (**AUD, NOK, CAD**) **possono fornire ancora delle buone coperture** nei confronti dei fattori macroeconomici emergenti. Il presupposto, però, è che permanga una situazione favorevole a livello mondiale (sweet spot).

- **Trigger di mercato:** divergenza tra le politiche monetarie
- **Da monitorare:** i tassi reali, la crescita globale
- **Rischi:** una stretta monetaria aggressiva da parte della Fed

IL MERCATO PRIVATO: FOCUS SUGLI ESG E SULLA TRASFORMAZIONE

È il momento di cercare fonti di diversificazione e di protezione dall'inflazione

Il nostro scenario di base di una decelerazione della crescita rispetto al picco del 2021, con divergenze regionali, pressioni inflazionistiche persistenti e politiche asincrone delle banche centrali, richiede una maggiore diversificazione di portafoglio con una focalizzazione sulla protezione dall'inflazione. Gli attivi reali e i mercati privati possono essere utili per centrare questi obiettivi e, secondo noi, ciò spiega perché ultimamente sono stati così richiesti. In Europa, le masse gestite in fondi di *real asset* e *private asset* sono aumentate di quasi il 19% nel 2020 e hanno raggiunto 1.486 miliardi di euro (esclusi gli hedge fund)*, mentre la raccolta di fondi nel primo semestre del 2021 ha raggiunto il 59% dell'intero 2020, ovvero il secondo dato di sempre. L'Europa ora rappresenta il 24% dell'AUM* di investimenti alternativi globali.

A nostro parere, gli attivi reali avranno un ruolo sempre più rilevante:

- Innanzitutto, **prevediamo che gli attivi reali offrano tra le migliori prospettive di rendimento** nel prossimo decennio, con un rendimento dei mercati dai 200 ai 500 pb in più rispetto ai titoli quotati o scambiati pubblicamente.
- In secondo luogo, pur offrendo un profilo di liquidità inferiore alle asset class tradizionali, gli **attivi reali possono contribuire a rendere i portafogli globali più resilienti** grazie ai vantaggi derivanti dalla diversificazione di questi attivi, dalla loro volatilità tradizionalmente bassa e dalle caratteristiche di potenziale protezione dall'inflazione. Ecco perché svolgeranno un ruolo sempre più cruciale per gli investitori alla ricerca di soluzioni per gestire le passività a lungo termine e mettere al riparo i loro futuri piani di pensionamento.
- **Infine, gli attivi reali rappresentano uno strumento diretto per plasmare il mondo in cui viviamo:** la transizione energetica, la digitalizzazione dell'attività economica e del commercio, ridisegnare le catene di approvvigionamento. Gli attivi reali forniscono una leva diretta per allocare il capitale a progetti e imprese che rispondono ai criteri di un'agenda sociale ed economica più ampia, con un focus sui criteri ESG.

Investire negli attivi reali significa, ora più che mai, focalizzarsi su un orizzonte di lungo periodo, forti capacità di deal sourcing, selettività degli attivi, solide infrastrutture operative e robustezza finanziaria.

Gli investitori dovrebbero considerare le strategie 'core' che storicamente hanno dimostrato di essere meno volatili e di generare redditi più stabili anche nei periodi di crisi: attivi core/core+ nel settore immobiliare e delle infrastrutture, strumenti *senior secured* nel private debt, buyout primari e *growth capital* nel private equity.

Il private debt è supportato dalla crescente domanda di finanziamenti alle imprese dopo la crisi

All'indomani della crisi, i finanziamenti stanziati per la ripresa e le esigenze delle aziende creeranno opportunità significative nel comparto del private debt nel 2022 e oltre. Osserviamo una forte domanda dalle aziende, sia per gli aiuti alla ripresa post-crisi, sia per affrontare le aree di sottoinvestimento evidenziate dalla pandemia ovvero nelle infrastrutture digitali e nelle catene di

approvvigionamento. La necessità di ridurre il debito sta anche creando interessanti opportunità di cessioni di attivi.

Per contro, i finanziamenti bancari rimangono soggetti a vincoli, perché il focus delle banche è sulla gestione dei loro portafogli, e ciò aprirà delle interessanti opportunità ai gestori di private debt.

Visto il rialzo dell'inflazione, i tassi variabili disponibili all'interno del private debt sono un modo di mitigare il suo potenziale impatto sui rendimenti.

La selettività sarà indispensabile sia a livello geografico, sia a livello settoriale in un mercato difficile in cui ravvisiamo sacche di forza e di debolezza nell'asset class. **Si sta verificando una divergenza tra le obbligazioni migliori, dove la concorrenza è più agguerrita che mai** – e determina offerte in opzione e periodi di due diligence più brevi – e **situazioni più complesse** in aree come il turismo, gli eventi, o altri settori dove la visibilità rimane scarsa sul breve termine. Di conseguenza stiamo assistendo a una fuga verso la qualità, perché gli investitori intendono tutelarsi da un potenziale peggioramento della situazione mentre le misure di supporto dei governi vengono meno e i tassi di default potrebbero salire.

Ciò sta alimentando la ricerca di investimenti conservativi con un rischio limitato, come le strategie di *senior secured debt*, che storicamente evidenziano flussi di reddito stabili e premi consistenti sul debito liquido e tradizionale, con cali modesti a lungo termine.

L'asset class del private debt, da quando è nata 10 anni fa, ha dato un importante contributo alla crescita economica grazie al supporto fornito all'economia reale come integrazione all'intermediazione delle banche; siamo convinti che questo trend accelererà nel mondo post-pandemia, creando opportunità attraenti per chi investe nel lungo periodo. Inoltre, in questa asset class è in atto un forte sviluppo di finanziamenti legati alla sostenibilità. Di conseguenza, siamo fiduciosi che nei prossimi **5-10 anni i criteri ESG saranno pienamente inseriti nei rischi finanziari che le aziende devono affrontare, e che i mercati riconoscano quindi l'importanza del credito privato.**

Infrastrutture: focus sulla transizione energetica

Visto che i governi fanno sempre più affidamento sugli investimenti nelle infrastrutture per stimolare le economie e per attuare politiche incentrate sul clima, questa asset class ha riservato molte soddisfazioni durante la crisi del COVID-19. **Qui servono ingenti capitali privati a integrazione dei finanziamenti pubblici e ciò conferirà grande slancio agli investimenti nelle infrastrutture nel 2022 e oltre.** Inoltre, l'asset class ha dato grandi soddisfazioni durante un periodo difficile, con i fondi non quotati sulle infrastrutture che hanno registrato nel primo trimestre 2021 un tasso interno di rendimento (IRR) a un anno del 13,4%.

Probabilmente i crescenti timori sull'inflazione spingeranno ancora il settore delle infrastrutture che offre agli investitori un interessante meccanismo di copertura dall'inflazione.

Pochi investitori erano esposti al settore delle infrastrutture durante la Grande crisi finanziaria.

Ci sono dei rischi di liquidità e di perdita del capitale. *Preqin's 2021 Alternative Assets in Europe Report. **I rendimenti attesi non sono indicativi dei risultati futuri, che potrebbero essere notevolmente diversi. I risultati passati non sono indicativi di quelli futuri. Fonte: Amundi Asset Management CASM Model, Amundi Asset Management Quant Solutions and Research Teams, Bloomberg. Dati al 20 aprile 2021, dati macro nell'ultima pubblicazione. rendimenti delle attività di credito sono comprensivi delle perdite per default. Le previsioni dei rendimenti annualizzati si basano su stime e riflettono giudizi e ipotesi soggettive. Questi risultati sono stati ottenuti per mezzo di una formula matematica e non riflettono gli effetti di fattori economici o di mercato imprevisti sul processo decisionale.

La crisi da Covid-19 è stata un test in tempo reale per questa asset class; passata la bufera, gli investitori stanno apprezzando la sua capacità di resistere alle turbolenze del mercato. Una tale stabilità conferma una caratteristica chiave del settore delle infrastrutture: la sua ottica temporale di lungo periodo. I prezzi oggi non possono essere più interessanti in alcuni settori, ma a lungo termine non ci sarà una grande differenza in termini di rendimenti. **In questo contesto piacciono sempre di più le strategie buy-and-hold.**

In termini settoriali, la pandemia non solo ha portato alla luce la necessità di infrastrutture nel settore sanitario e delle comunicazioni, ma ha anche **evidenziato l'urgenza della transizione energetica.**

Una quota significativa del bilancio pluriennale dell'UE (2021-27) e del piano Next Generation EU è stata stanziata a favore della transizione green e delle infrastrutture digitali. Nel 2021 abbiamo registrato una forte accelerazione del numero di operazioni, soprattutto per gli asset della transizione energetica che probabilmente continueranno ad attirare significativi flussi di capitali privati.

Il private equity sarà cruciale per finanziare la ripresa post-crisi

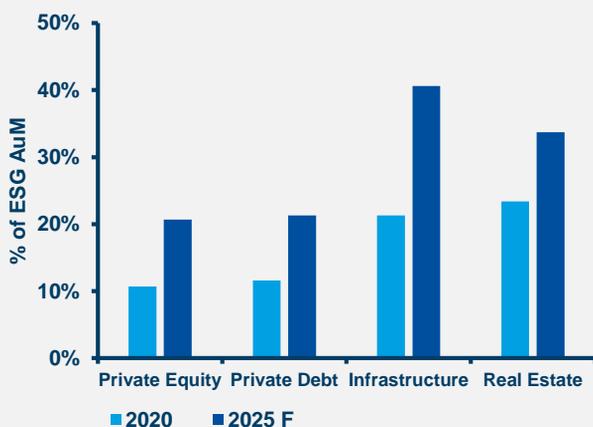
Il private equity continua a registrare cifre da record in quanto sta sperimentando una forte crescita post-pandemia sulla scia di una ripresa dell'economia più vigorosa del previsto. Nel Q3 2021, le operazioni di buyout sono raddoppiate, passando a 1.042 rispetto al Q1 2021, e all'inizio del Q3 era presente sul mercato il numero record di 5.284 fondi di private equity per un totale di \$899 mld di dollari*.

Il 2022 appare roseo per le società di private equity. **I periodi post-crisi sono storicamente i momenti migliori per investire nel private equity**, perché sta aumentando sensibilmente la domanda di capitali da parte delle società non quotate. Durante la crisi da Covid-19, le società private hanno fatto massiccio ricorso al debito e alle spese in conto capitale per finanziare il rallentamento congiunturale e qualche volta la chiusura delle attività, in particolare hanno fatto ricorso a prestiti garantiti dallo Stato e proroghe di ogni genere.

Per far fronte alla crisi, le società hanno bisogno di bilanci solidi per sfruttare al massimo la ripresa dell'economia, sia ai fini di rifinanziamento, consolidamento, o attività societaria

Visto che molte società sono state indebolite dalla crisi, c'è stata un'accelerazione del consolidamento, con numerose opportunità d'investimento per i fondi di private equity. Inoltre, l'ottimo andamento dei mercati azionari a partire da Q2 2020 si è tradotto in un mercato florido, non solo per le IPO, ma anche per trade sales e rifinanziamenti.

Gli ESG si affermeranno sempre di più sui mercati privati europei



Fonte: Amundi su PWC "EU Private Markets: ESG Reboots, ottobre 2021.

Infine, **l'adozione dei trend tecnologici e ambientali ha subito un'accelerazione grazie alla pandemia, e gli investitori sono disposti a rilanciare sulle valutazioni delle aziende che**

appoggiano questi cambiamenti. La crisi da Covid-19 ha gettato una nuova luce su numerose distorsioni del mercato a livello di tecnologia, ambiente, demografia, cambiamenti societari e globalizzazione/rilocalizzazione. Alcune aziende sono ben posizionate per beneficiare dei trend che esistevano già prima della crisi, ma che sono stati rafforzati negli ultimi due anni. Il megatrend ambientale è al centro dei pacchetti di stimoli post-pandemia nei Paesi sviluppati e in particolare in Europa.

La dinamica della corsa verso net zero nel private equity dovrebbe decollare perché le tematiche ambientali saranno al centro delle opportunità d'investimento e di business.

Settore immobiliare: divergenze ed ESG al centro

La ripresa dell'economia più vigorosa del previsto potrebbe far crescere il mercato del leasing, e il 2022 potrebbe essere un anno solido per l'attività immobiliare. Esistono ben 1284 fondi privati real estate per un totale di 365 mld di dollari. Si tratta di una cifra record.

Visto il continuo repricing degli attivi, la fuga verso la qualità dovrebbe andare a vantaggio delle attività core e delle proprietà i cui affittuari presentano bilanci solidi.

Lavorare sulla qualità e sul riposizionamento delle proprietà per soddisfare le esigenze post-pandemia degli affittuari in termini di tecnologia, fare sì che i criteri ESG siano una componente operativa chiave delle procedure di investimento e di gestione: queste sono le nostre convinzioni più forti in questa fase post-crisi. Abbiamo un'opinione positiva sugli edifici prime nuovi e recenti in centri urbani importanti dove è più facile e meno costoso implementare standard tecnologici o criteri ESG elevati.

Gli uffici. In qualità di leader del settore immobiliare degli uffici in Europa, **crediamo che gli uffici rimarranno una parte importante dei portafogli immobiliari degli investitori**, per via soprattutto della profondità di questo mercato. Tuttavia, il ciclo di aggiustamento del settore immobiliare degli uffici sarà lungo, e prevediamo un aumento delle installazioni e dei servizi collaborativi, nonché una maggiore polarizzazione geografica. La domanda di **spazi per gli uffici si concentrerà probabilmente sugli edifici moderni nelle grandi città e nei centri interurbani** che sono vicini sia ai collegamenti dei trasporti regionali, sia gli hub delle linee principali. I migliori attivi di qualità nel settore degli uffici non hanno praticamente risentito della crisi, dimostrando che gli uffici continueranno a dominare la cultura delle società, del branding e del fare squadra.

La logistica è indubbiamente tra i grandi vincitori della crisi. Il settore è al centro di una forte domanda, persino nelle zone urbane periferiche, sulla scia del boom dell'e-commerce e della maggiore frammentazione delle catene di approvvigionamento. La forte domanda di locazioni in un contesto di offerta limitata nelle località più richieste sta spingendo al rialzo i canoni di affitto.

Il settore residenziale. I cambiamenti demografici hanno subito un'accelerazione durante e dopo il Covid, e ciò ha avuto un impatto diretto sul mercato residenziale, con molte città con un buoni livelli di connessione dei trasporti ai capoluoghi che stanno sperimentando una forte ripresa. Tuttavia, esiste ancora uno squilibrio tra l'offerta e la crescente domanda per le aree urbane di secondo livello che sta creando un po' di tensioni e continui aggiustamenti in un mercato residenziale molto competitivo.

RIFLETTORI PUNTATI SULL'AUTONOMIA STRATEGICA APERTA DELL'UE

Opportunità d'investimento per gli investitori sul mercato pubblico e privato

L'aspirazione dell'Europa all'autonomia strategica rappresenta un'opportunità d'investimento a medio termine. Costruire o rilocalizzare le strutture industriali per creare dei player globali in settori strategici come la microelettronica, il settore farmaceutico, l'energia pulita, i trasporti, la cybersicurezza e la difesa richiede investimenti significativi che potrebbero offrire rendimenti interessanti.

L'Europa, così come gli Stati Uniti, è uscita dallo scorso decennio con un deficit in termini di investimenti (spese in conto capitale e Ricerca e Sviluppo) che deve essere colmato. Sono stati individuati quattordici ecosistemi industriali che rappresentano il 50% del valore aggiunto europeo e che dovrebbero essere rafforzati¹.

Un'importante caratteristica è data dall'esistenza di **sinergie tra l'autonomia strategica e la transizione energetica**. Questo tema d'investimento dovrebbe quindi avere un'importanza cruciale in futuro.

Possibili effetti negativi e rischi

I principali effetti negativi dell'autonomia strategica sono:

- 1) il costo delle barriere commerciali non tariffarie che porta a una perdita permanente di valore
- 2) le ritorsioni dei partner commerciali mentre l'UE ha una grande apertura nei confronti del commercio mondiale.

Questi due effetti associati potrebbero ridurre il PIL dell'UE del 2%-3%². Tuttavia, la crisi da Covid-19 ha dimostrato che il costo delle interruzioni e delle strozzature della catena di approvvigionamento, nonché la mancanza di strutture produttive onshore per i beni cruciali possono avere un impatto di gran lunga maggiore sulla crescita e portare a percorsi di ripresa caotici.

Un modello economico più resiliente dovrebbe controbilanciare a lungo andare gli effetti negativi sul PIL.

Vi sono anche dei rischi legati alla ricerca dell'autonomia, come ad esempio:

- (1) minore qualità della produzione onshore e minori innovazioni in un mercato UE protetto rispetto a un mercato aperto e
- (2) il trasferimento del rischio di continuità all'interno del Mercato Unico perché la rilocalizzazione porta de facto a una maggior dipendenza dalle infrastrutture e dalle catene di fornitura europee.

La regolamentazione, il supporto dei governi e le forze di mercato dovrebbero attenuare gli effetti negativi e i rischi.

“Una situazione di autonomia strategica economica è quella in cui un attore ha il potere di ampliare la portata delle possibilità”, aumentare i vantaggi e ridurre il costo dell'autonomia, il che porta a un maggiore equilibrio della stessa autonomia economica³. Pertanto le priorità chiave delle istituzioni europee e dei governi nazionali non dovrebbero essere il finanziamento diretto dei progetti, ma l'utilizzo del potere degli standard e delle norme e degli incentivi finanziari per promuovere gli investimenti privati.

Le barriere commerciali dovrebbero essere limitate nel tempo e nel numero di livelli così da mantenere i principali benefici della globalizzazione. Esse possono evitare squilibri, un'allocazione subottimale del capitale e migliorare così il ritorno economico per gli investitori privati.

Da qui la necessità di una politica di autonomia strategica “aperta” per l'Europa.

Opportunità d'investimento per l'autonomia strategica

Gli investitori farebbero bene a costruire dei portafogli allineati con il tema dell'autonomia strategica. **Il primo passo per l'Europa sarà quello di ridurre le dipendenze esterne, in modo da diventare un attore di primo piano e raggiungere alla fine uno stato di autonomia.**

L'esempio più ovvio è nell'elettronica e nei semiconduttori, dove l'Europa rappresenta il 20% dei consumi mondiali di chip, ma ha un valore di produzione globale soltanto del 10% e pressoché nullo nelle tecnologie di punta. Per raggiungere l'autonomia strategica in quest'ambito saranno necessari ingenti investimenti e catene del valore rinnovate che tengano conto della transizione energetica e delle barriere commerciali.

Tuttavia, anche nei settori in cui l'Europa già beneficia di una posizione di leadership, esistono delle dipendenze critiche. Le società farmaceutiche europee sono ad esempio tra i maggiori player mondiali, e la produzione nell'UE rappresenta il 20% dei ricavi mondiali, mentre i suoi consumi sono solo del 18%. Eppure, per quanto riguarda il tema cruciale degli antibiotici, l'UE ne importa per un valore di circa 3 miliardi di euro e ha un deficit esterno netto di 1,5 miliardi di euro all'anno⁴.

Questo tema d'investimento non dovrebbe quindi essere incentrato sull'allocazione settoriale o geografica, ma sulle catene del valore strategiche e sugli ecosistemi industriali ancorati nella transizione alle emissioni net zero.

Finora non abbiamo visto cambiamenti nelle catene di approvvigionamento, né aumenti delle spese per gli investimenti in Europa, ma solo soluzioni a breve termine come l'aumento delle scorte e la diversificazione dei fornitori.

Numerosi vincoli importanti come la proprietà intellettuale e il know-how industriale potrebbero ritardare o limitare questo sviluppo. Inoltre, l'Europa ha una storia di grandi ambizioni ma di soluzioni non all'altezza.

I piani di ripresa post-Covid e le politiche relative al cambiamento climatico, così come le decisioni politiche a partire dal NGEU, stanno andando nella giusta direzione.

Questi elementi dovrebbero rappresentare dei venti favorevoli al tema d'investimento di un'autonomia strategica aperta.

Fonte: 1. Fonte Commissione europea. 2 WTI, 2020. 3. On the path to 'strategic autonomy', European Parliamentary Research Service Sett 2020. 4. Rapporto Eurostat Nov 2019.

PREVISIONI ECONOMICHE

Crescita del PIL (YoY%), inflazione (IPC, YoY%) e tassi di interesse delle banche centrali

Previsioni macroeconomiche						
Medie annuali (%)	Crescita del PIL reale. YoY%			Inflazione (IPC, YoY %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
USA	5.7	3.3	2.0	4.4	3.7	2.7
Giappone	2.4	2.6	0.9	-0.4	0.6	0.6
Zona Euro	5.1	4.1	2.3	2.4	2.6	1.9
Germania	2.9	3.7	2.0	3.2	2.7	1.8
Francia	6.8	4.2	2.0	2.1	2.5	2.0
Italia	6.3	4.8	2.3	1.9	2.5	1.8
Spagna	4.5	5.6	2.8	3.0	2.9	1.8
RU	6.9	4.6	1.8	2.4	3.6	2.4
Brasile	5.1	0.7	1.5	8.2	7.5	3.5
Messico	6.2	2.7	2.0	5.6	5.0	4.0
Russia	4.2	2.6	2.5	6.6	5.8	4.2
India	8.2	6.3	6.4	5.0	5.9	6.2
Indonesia	3.1	4.6	5.0	1.6	2.8	3.4
Cina	7.7	4.7	4.8	0.8	2.1	2.0
Sudafrica	6.9	3.2	2.3	4.5	4.8	4.8
Turchia	7.8	4.4	4.0	17.7	15.4	11.3
Paesi sviluppati	5.1	3.5	2.0	2.9	2.8	2.1
Paesi emergenti	6.4	4.3	4.3	4.2	4.7	4.2
Mondo	5.8	4.0	3.4	3.7	3.9	3.3

Previsioni sui tassi delle banche centrali					
	Attuali	Amundi +6m.	Consenso +6m.	Amundi +12m.	Consenso +12m.
Stati Uniti	0.13	0.00/0.25	0.19	0.00/0.25	0.49
Zona Euro	-0.50	-0.50	-0.48	-0.50	-0.40
Giappone	-0.04	-0.10	-0.03	-0.10	-0.02
Regno Unito	0.10	0.50	0.77	0.75	1.10
Cina	3.85	3.85	3.85	3.85	3.85
India	4.00	4.25	4.15	4.50	4.45
Brasile	7.75	10.75	8.90	10.75	8.90
Russia	7.50	8.00	6.80	7.50	6.15

Fonte: Amundi Research. Previsioni e dati attuali all'8 novembre 2021.

PREVISIONI SUI MERCATI FINANZIARI

Rendimenti obbligazionari

Previsioni sui rendimenti dei titoli di Stato a due anni

	Attuale	Amundi +6m.	Consenso +6m.	Amundi +12m.	Consenso +12m.
USA	0.43	0.45/0.60	0.82	0.70/0.90	1.12
Germania	-0.74	-0.70/-0.50	-0.59	-0.70/-0.50	-0.55
Giappone	-0.12	-0.20/-0.10	-0.12	-0.20/-0.10	-0.10
RU	0.40	0.50/0.70	0.83	0.70/0.80	0.84

Previsioni sui rendimenti dei titoli di Stato decennali

	Attuale	Amundi +6m.	Consenso +6m.	Amundi +12m.	Consenso +12m.
USA	1.49	1.60/1.80	1.80	1.80/2.00	1.93
Germania	-0.26	-0.30/-0.10	-0.03	-0.30/-0.10	0.03
Giappone	0.05	0.00/0.20	0.13	0.00/0.20	0.18
RU	0.86	1.00/1.20	1.27	1.20/1.40	1.32

Previsioni sulle azioni a 12 mesi

Livelli indice MSCI al	USA	Europa	UME	RU	Giappone	Pacifico ex-Giappone	Mondo	Mondo AC
10 novembre 2021	4.553	1.921	277	2.045	1.240	543	3.228	757
Fascia bassa	4.320	1.940	280	2.040	1.250	540	3.140	720
Fascia alta	4.820	2.120	310	2.300	1.440	600	3.470	860

Tassi di cambio

Previsioni sui tassi di cambio vs. USD

	Attuale	Amundi +6m.	Consenso +6m.	Amundi +12m.	Consenso +12m.
EUR/USD	1.16	1.14	1.17	1.14	1.18
USD/JPY	114	113	112	116	112
GBP/USD	1.38	1.34	1.38	1.38	1.40
USD/CHF	0.92	0.93	0.94	0.95	0.94
USD/NOK	8.36	8.66	8.48	8.12	8.33
USD/SEK	8.57	8.85	8.68	8.71	8.41
USD/CAD	1.24	1.27	1.24	1.21	1.22
AUD/USD	0.75	0.73	0.75	0.77	0.76
NZD/USD	0.72	0.70	0.72	0.71	0.73
USD/CNY	6.39	6.45	6.50	6.50	6.40

Previsioni sui tassi di cambio vs. EUR

	Attuale	Amundi +6m.	Consenso +6m.	Amundi +12m.	Consenso +12m.
EUR/USD	1.16	1.14	1.17	1.14	1.18
EUR/JPY	132	129	131	132	131
EUR/GBP	0.85	0.85	0.85	0.83	0.85
EUR/CHF	1.07	1.07	1.10	1.08	1.12
EUR/NOK	9.73	9.91	9.90	9.21	9.73
EUR/SEK	9.98	10.11	10.00	9.88	9.80
EUR/AUD	1.56	1.57	1.56	1.48	1.55
EUR/NZD	1.68	1.64	1.68	1.61	1.62
EUR/CNY	7.43	7.37	7.61	7.38	7.55

Fonte: Amundi Research. I dati attuali sono dell'8 novembre 2021. Le previsioni sono del 28 ottobre 2021.

AUTORI

Chief Editors

Pascal BLANQUÉ, *Group Chief Investment Officer*
Vincent MORTIER, *Deputy Group Chief Investment Officer*

Investment Platforms Leadership Teams

Dominique CARREL-BILLIARD, *Global Head of Real Assets*

Amaury D'ORSAY, *Head of Fixed Income*

Kasper ELMGREEN, *Head of Equities*

Matteo GERMANO, *Head of Multi-Asset*

Yerlan SYZDYKOV, *Head of Emerging Markets*

Kenneth J. TAUBES, *CIO of US Investment Management*

Investment Insights Team

Poi CARULLA, *Investment Insights Specialist*

Ujjwal DHINGRA, *Investment Insights Specialist*

Francesca PANELLI, *Investment Insights Specialist*

Editors

Claudia BERTINO, *Head of Amundi Investment Insights Unit*

Monica DEFEND, *Global Head of Research*

Laura FIOROT, *Deputy Head of Amundi Investment Insights Unit*

Research team

Valentine AINOUS, *Deputy Head of Developed Markets Strategy research*

Thomas BARON, *Research and Strategy Analyst – Amundi Immobilier*

Mickael BELLAICHE, *Fixed Income and Credit Strategist*

Alessia BERARDI, *Head of Emerging Macro & Strategy Research*

Sergio BERTONCINI, *Senior Fixed Income Strategist*

Pierre BLANCHET, *Head of Investment Intelligence*

Didier BOROWSKI, *Head of Global Views*

Sophie BRADLEY-COOK, *Head of Instit. Marketing –Real Assets*

Federico CESARINI, *Cross Asset Strategist*

Debora DELBO', *EM Macro Strategist*

Silvia DI SILVIO, *Cross Asset Strategist*

Patryk DROZDZIK, *EM Macro Strategist*

Delphine GEORGES, *Senior Fixed Income Strategist*

Karine HERVE, *Senior Economist*

Claire HUANG, *EM Macro Strategist*

Michele LEONARDI, *Junior Cross Asset Analyst*

Valerie LETORT, *Global Views Analyst*

Eric MIJOT, *Head of Developed Markets Strategy research*

Tristan PERRIER, *Global Views Analyst*

Lorenzo PORTELLI, *Head of Cross Asset Research*

Takaya SEKINE, *Quantitative Research*

Aurelien STRENTA, *Junior research analyst (V.I.E)*

Annalisa USARDI, *Senior Economist*

Gregorio VANIN, *Junior Analyst*

Sosi VARTANESYAN, *Senior Economist*

Ibra WANE, *Senior Equity Strategist*

Disclaimer

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti, che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenute, sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento. Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi Asset Management, non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria.

Data di primo utilizzo: **8 novembre 2021**.