



L'inflazione soffia sui mercati e gli investitori devono agire

La compresenza della narrativa monetaria e delle conseguenze del Covid-19 sta creando un terreno fertile per l'inflazione; l'aumento delle aspettative di inflazione può facilmente trasformare la narrativa in una profezia. I mercati stanno ora scontando uno scenario 'Goldilocks', con un'inflazione temporanea e il perdurare di una crescita superiore al potenziale. A nostro avviso, corriamo invece il rischio di ritrovarci nella situazione opposta, ovvero in uno scenario di stagflazione, con un'inflazione strutturalmente più alta e una crescita più bassa. Consigliamo quindi agli investitori di seguire l'andamento dell'inflazione e di tener d'occhio soprattutto i rendimenti reali, che rappresentano la variabile.

DOMANDE RILEVANTI A LIVELLO MACROECONOMICO

Cosa rimarrà dopo il picco?



Dopo i picchi della crescita toccati nel Q2 negli Stati Uniti e nel Q3 in Europa, prevediamo un certo rallentamento della crescita mondiale e l'assenza di cambiamenti strutturali.

Inflazione: effetti base o cambiamento strutturale?



I cambiamenti strutturali che potrebbero interessare l'inflazione (interruzioni della catena di fornitura, stimoli fiscali) avranno conseguenze di lungo periodo.

Banche centrali: la musica si fermerà?



Le banche centrali dei paesi sviluppati rimarranno accomodanti, mentre nei mercati emergenti è in corso una parziale stretta monetaria. Possibile una certa normalizzazione da parte della Fed.

Mercati emergenti: in vista un miglioramento del momentum?



Gran parte della stretta monetaria in Cina è ormai alle nostre spalle, mentre è in vista un miglioramento del momentum nei Paesi CEMEA e dell'America Latina.

4 fonti di rischio da valutare



- **Rischio 1:** errori di politica: la Fed è tollerante riguardo a un rialzo dell'inflazione, ma c'è il rischio che le banche centrali prima o poi alzino i tassi e perdano il controllo della curva dei rendimenti.
- **Rischio 2:** disancoraggio delle aspettative d'inflazione: se gli aumenti dei prezzi non saranno transitori, muterà l'opinione del mercato sull'inflazione, e di conseguenza sui tassi.
- **Rischio 3:** attualmente i riflettori sono puntati sulle frizioni geopolitiche perché è in corso una ridefinizione degli equilibri globali dopo la crisi.
- **Rischio 4:** default societari: potremmo assistere a un aumento dei default nei settori incapaci di far fronte a una ripresa irregolare, soprattutto se ci sarà un aumento dei tassi di interesse.



SENTIMENT COMPLESSIVO SUL RISCHIO

Risk off

0

Risk on



Siamo neutrali riguardo agli attivi rischiosi, con una focalizzazione più sulla selezione e meno sulla direzione del mercato nella prossima fase della rotazione. Leggermente positivi sul credito, prudenti sulla duration.

Variazioni rispetto al trimestre precedente

- Revisione al ribasso delle azioni dei mercati emergenti e delle azioni giapponesi, nei confronti delle quali abbiamo ora una posizione neutrale, dopo una breve pausa del momentum economico mondiale.
- Più difensivi sulla duration USA.
- Utilizzare le valute come un pilastro nelle operazioni relative value.

Il sentiment complessivo sul rischio è una visione qualitativa della valutazione complessiva del rischio effettuata nel corso della riunione più recente sugli investimenti globali.



Principali convinzioni in una fase di cambiamenti di regime

1. **Stiamo già raggiungendo il picco dell'accelerazione economica.** Ciò che conta riguardo al futuro è cosa rimarrà di questa ripresa della crescita e dell'inflazione.
2. **I mercati stanno scontando uno scenario 'Goldilocks':** bassa inflazione e crescita più alta a livello tendenziale, ma probabilmente ci ritroveremo invece con un'inflazione strutturale più alta e una crescita più bassa.
3. Per la prima volta da decenni, **c'è un desiderio di inflazione.** Le banche centrali non interverranno, ignoreranno il rischio di inflazione finché è possibile e lo archiveranno come effetto temporaneo.
4. **Ci stiamo allontanando dalla grande moderazione,** e si sta quindi avvicinando la fine del regime monetario e fiscale basato sulle regole.
5. **Ci vorrà del tempo prima che le istituzioni si adattino a un nuovo regime.** Il prossimo Volker non è dietro l'angolo. Un'inflazione più alta e la volatilità dell'inflazione saranno le caratteristiche chiave di questo nuovo regime. Gli investitori sono convinti di risvegliarsi negli anni Trenta, mentre finiranno col **risvegliarsi negli anni Settanta.**
6. A un certo punto potrebbe verificarsi un disancoraggio del sistema: il rischio principale è che la curva dei rendimenti vada fuori controllo. **L'elemento chiave sarà la direzione dei tassi reali.** La prima sequenza prevede un calo dei tassi reali, uno scenario che è ancora **positivo per gli attivi rischiosi.** La seconda sequenza, che è meno favorevole, prevede un loro rialzo.
7. **Il nuovo regime potrebbe sfidare la tradizionale allocazione 60/40. Gli investitori dovranno tenere conto dell'inflazione e aumentare la diversificazione** per far fronte alle sfide di un rialzo dei tassi e della loro volatilità.
8. **I titoli di Stato non sono più un elemento di diversificazione efficace** dei portafogli bilanciati, ma continuano a esercitare un ruolo ai fini della liquidità.
9. **La duration dovrebbe rimanere breve.** Gli investitori dovranno resistere alla tentazione di optare troppo presto per una duration lunga perché la direzione dei tassi è al rialzo.
10. **Crediamo che le azioni siano un motore strutturale di rendimento, una specie di attivo reale.** Gli investitori dovrebbero **declinare il tema delle azioni applicando le lenti dell'inflazione: value, dividendi, infrastrutture.**

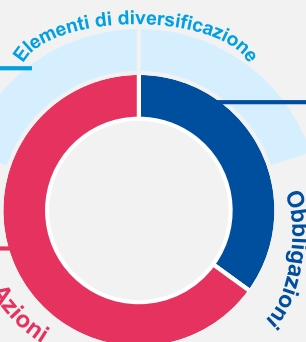
Ripensare la costruzione di un portafoglio 60/40 in un'era di cambiamenti di regime verso un'inflazione più elevata

Includere gli attivi reali e alternativi

- Questi attivi dovrebbero servire a migliorare il profilo rischio/rendimento del portafoglio complessivo. Si tratta di un aspetto cruciale perché un'allocazione più alta delle azioni aumenterà complessivamente il rischio.

Le azioni sono strutturalmente un "must have" in un mondo di rendimenti più bassi

- Le azioni sono una proxy degli attivi reali, declinando la rotazione da growth a value come trend pluriennale.
- Tener conto del rischio di inflazione e diversificare meglio l'esposizione azionaria: mercati emergenti, titoli che offrono dividendi, titoli cosiddetti "a duration breve", titoli value.



Obbligazioni al di là dei benchmark

- I benchmark obbligazionari tradizionali affrontano un problema di duration (duration elevata con rendimenti bassi).
- Gli investitori dovrebbero prendere in considerazione le strategie non vincolate nella loro ricerca di opportunità.
- Le obbligazioni core possono essere rilevanti unicamente ai fini della liquidità
- Posizionamento: duration breve con un certo grado di flessibilità.



Temi d'investimento per il Q3 2021

In questo momento si stanno evolvendo **narrative diverse** e ciò causa una maggiore incertezza sui mercati. La narrativa monetaria è quella evidente e più avanzata. La coesistenza della narrativa monetaria, unitamente alle conseguenze del Covid-19, sta creando un terreno fertile per l'inflazione.

Per quanto riguarda il mercato, la direzione futura dipende da quanto l'economia potrà ancora correre dopo aver raggiunto il picco e in che misura l'aumento temporaneo della crescita e dell'inflazione diventeranno strutturali. Attualmente, **è sempre più evidente che le aziende stanno trasferendo la pressione sui prezzi e che i consumatori continuano a comprare** ora che l'economia sta riaprendo completamente. Si potrebbe quindi passare da uno scenario di timore per l'inflazione a uno scenario d'inflazione: se continueranno la corsa agli acquisti e gli aumenti dei prezzi, il trend rialzista dell'inflazione proseguirà, costringendo la Fed a intervenire. Il compito della banca centrale americana è quello di assicurare i mercati indicando che il controllo dell'inflazione è uno dei suoi obiettivi e al contempo ridimensionare i timori di una stretta monetaria troppo rapida e prematura che rischierebbe di causare un deragliamento della ripresa. In questa fase sta aumentando il rischio di perdita di controllo della curva dei rendimenti.

Per gli investitori, **un'inflazione più alta rappresenta una minaccia per la diversificazione tradizionale, perché la correlazione tra azioni e obbligazioni diventa positiva**. Di conseguenza, potranno aumentare strutturalmente l'esposizione alle azioni applicando le lenti dell'inflazione, e costruire portafogli diversificati al di là della tradizionale allocazione del benchmark, inserendo gli attivi reali, alternativi e a più alto rendimento (ad es. obbligazioni dei mercati emergenti).

1



ALLOCAZIONE: adeguare l'orientamento al rischio

Bilanciare il rischio in un mondo di correlazioni in mutamento aggiungendo fonti di rendimento non correlate.

2



AZIONI: ricercare un approccio "barbell"

Privilegiare i titoli ciclici, quality e value e bilanciarli con alcuni titoli difensivi. I temi dell'esposizione all'economia reale e dei dividendi saranno cruciali per il reddito nel secondo semestre di quest'anno.

3



OBBLIGAZIONI: duration breve e posizioni moderatamente lunghe sul credito

La gestione della duration ha un ruolo cruciale in un contesto di incertezza riguardo al percorso dell'inflazione e agli interventi delle banche centrali, mentre il credito beneficia del miglioramento dei fondamentali in questa fase di ripresa.

4



MERCATI EMERGENTI: Cina e Asia, le vincitrici

Il possibile aumento a breve termine dei Treasury USA e del dollaro USA rappresenta un fattore negativo per i mercati emergenti, che tuttavia sul medio termine offrono ancora un maggior rendimento aggiustato per il rischio.

5



MATERIE PRIME: positivi nel breve e lungo termine

Gli squilibri domanda-offerta, la riapertura dell'economia e la transizione ecologica stanno avendo un impatto sull'outlook delle materie prime, metalli di base compresi.

“ Le grandi economie si trovano in fasi diverse del loro percorso verso il picco, ma il rialzo dei prezzi sembra essere un tema comune. Per il momento i mercati sembrano aver sposato la narrativa della Fed riguardo a un'inflazione temporanea, ma il disancoraggio delle aspettative d'inflazione a lungo termine potrebbe spingere la Fed a intervenire in modo aggressivo in questo scenario. In un tale contesto manteniamo il nostro orientamento neutrale sugli attivi rischiosi perché i mercati manterranno probabilmente un atteggiamento attendista. Per quanto riguarda i Treasury USA, gli investitori dovrebbero mantenere un atteggiamento prudente ma attivo perché la direzione a lungo termine dei rendimenti è al rialzo. Nel complesso, questo non è il momento di assumere forti posizioni direzionali.

”

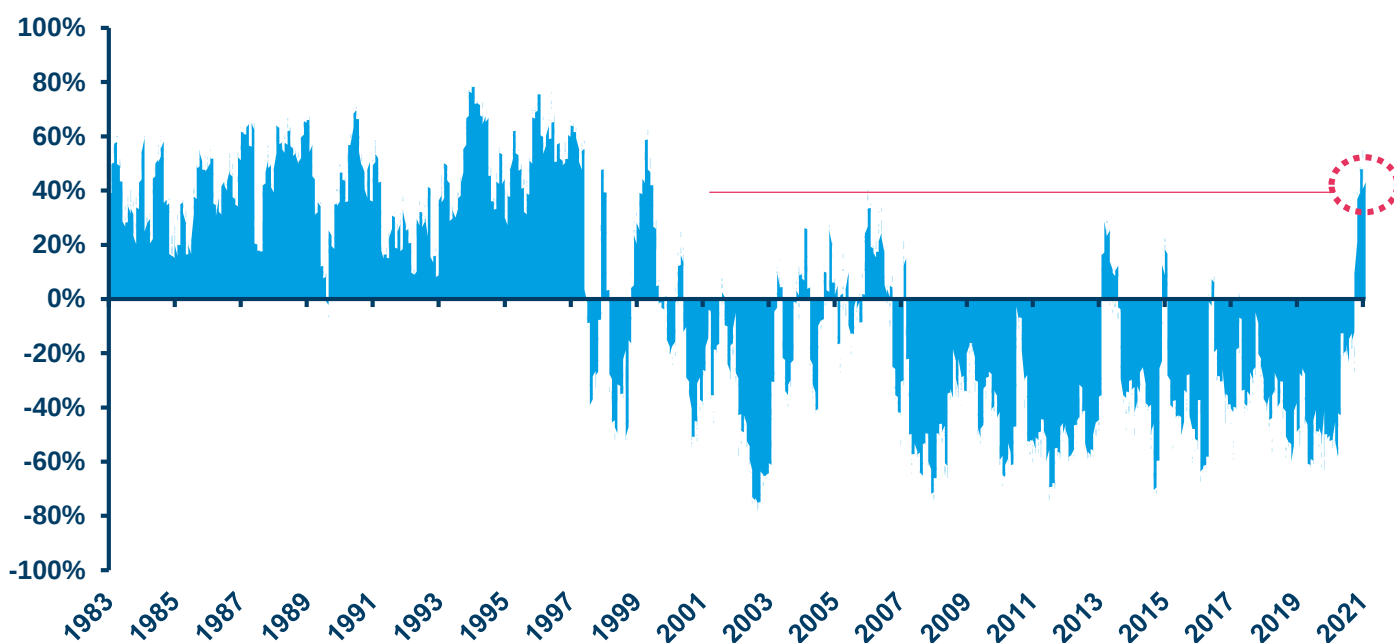
1



ALLOCAZIONE: adeguare l'esposizione al rischio

In estate, il test sull'inflazione arriverà non appena saranno svaniti gli effetti base e i mercati si concentreranno sulla comunicazione delle banche centrali. Sembra assodato che l'inflazione sarà più persistente e non è da escludere che la Fed avvii qualche forma di riduzione delle sue misure accomodanti. Man mano che entriamo in questa fase più incerta, in un momento di valutazioni elevate sui mercati, sarà saggio adeguare tatticamente la posizione sul rischio in un contesto caratterizzato da possibili rialzi della volatilità e di dinamiche in mutamento delle correlazioni. Le fonti di rendimento non correlate, così come gli approcci multi-asset rivolti agli attivi reali, possono svolgere un ruolo importante in una fase di correlazioni instabili. Da un punto di vista strategico, l'esposizione alle azioni è giustificata alla luce del rialzo dell'inflazione, con una protezione contro lo scoppio della bolla dei tecnologici.

Correlazione a 60 giorni tra indice S&P500 e rendimenti dei Treasury USA



Fonte: Dati Bloomberg elaborati da Amundi. Dati al 10 giugno 2021.



Selezione delle strategie bilanciate multi-asset e delle strategie liquid alternative di Amundi

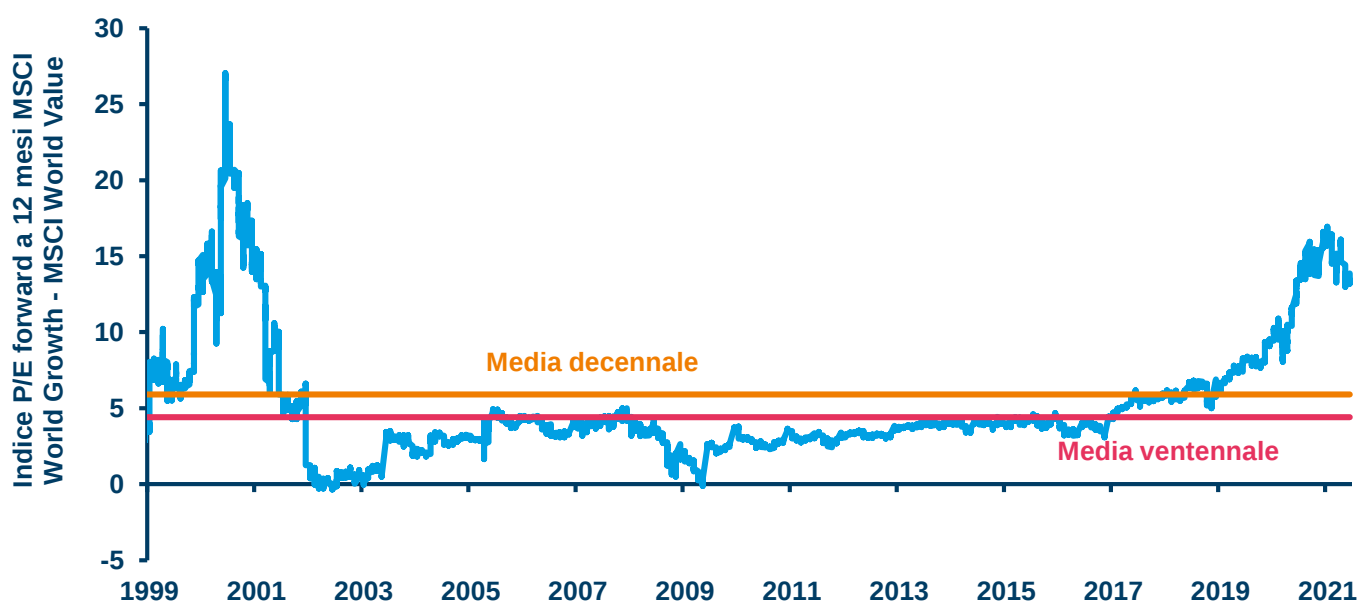
	Strategie multi-asset (per delegare le scelte sull'asset allocation e puntare ai rendimenti reali)	Strategie alternative poco correlate con obbligazioni e azioni
Attive	– Global multi-asset allocation – Multi Asset – Wealth accumulation	– Absolute Return Multi-Asset – Global Absolute Return Multi Strategy Growth – Alternative Absolute Return bonds – Directional Volatility Equities
Passive		– Global real estate ETF – Europe real estate ETF – Physical Gold

2

AZIONI: ricercare un approccio “barbell”

Vista la ripresa in atto dell'economia e la riaccelerazione degli utili, le azioni rimangono ben supportate. I miglioramenti del settore manifatturiero e dell'economia in generale probabilmente andranno a vantaggio soprattutto dei settori più strettamente legati a questa ripresa e favoriranno le rotazioni verso i titoli ciclici e value. Tuttavia, l'aumento dell'inflazione potrebbe limare le valutazioni azionarie, soprattutto quelle molto costose, e la tassazione più alta potrebbe pesare su alcuni settori come quello informatico o sulle società che realizzano la maggior parte dei loro utili all'estero. Gli investitori potrebbero bilanciare questa posizione ai titoli value e ciclici con settori/titoli difensivi dotati di solidi bilanci che fungano da cuscinetto nel caso in cui la crescita dovesse riservare delle delusioni.

Le valutazioni eccessive growth vs. value presentano margini per ulteriori correzioni



Fonte: Amundi on Bloomberg. Dati al 26 Maggio 2021. Indice P/E forward a12 mesi MSCI World Growth - MSCI World Value



Selezione delle strategie d'investimento cicliche/value e delle strategie difensive di Amundi

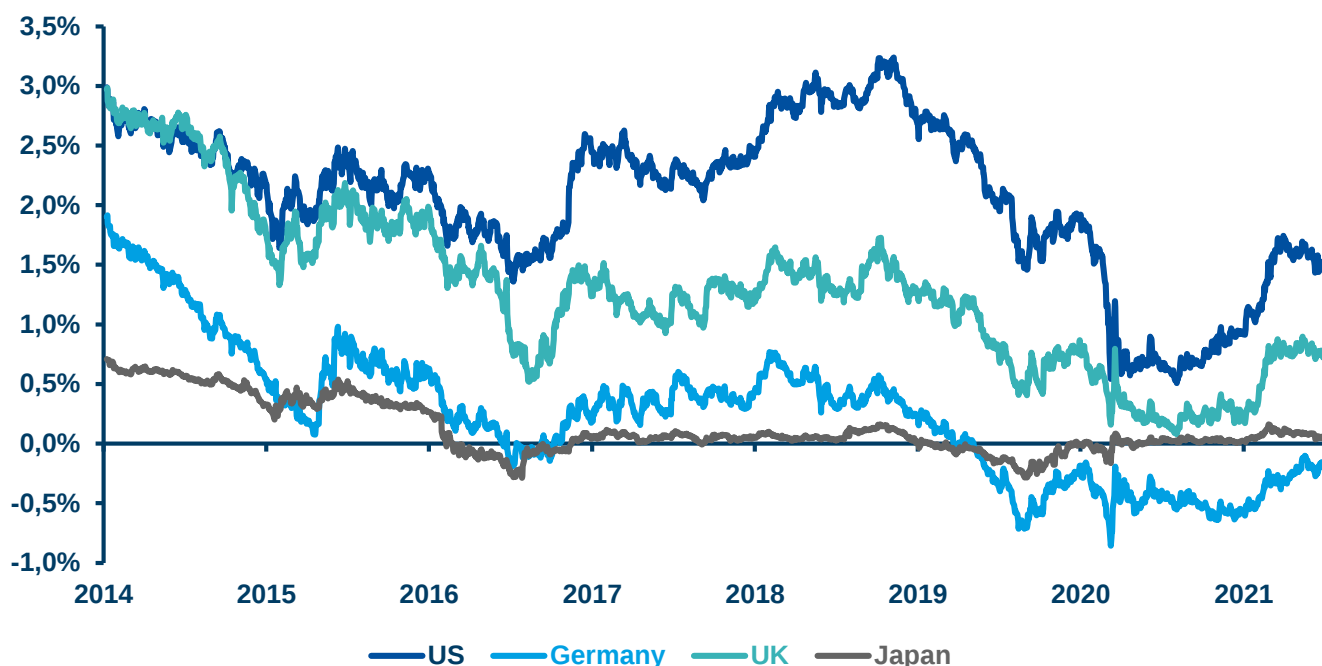
	Ciclicalità (Europa, Giappone)	Mercati sviluppati con un orientamento value	Difensivi
Attive	– Euroland Equity – Euroland Equity Small-cap – Japan Engagement	– US Large Cap Core Equities – US Disciplined Value Equities – European Equity Value	– Equity – Minimum variance
Passive	– Europe/Japan ETF ranges	– Europe Value Factor ETF	– Minimum volatility ETF

3

OBBLIGAZIONI: duration breve e posizioni lunghe sul credito

Visto il possibile rialzo dell'inflazione e le persistenti aspettative di deficit fiscale e di forte indebitamento negli Stati Uniti, raccomandiamo delle soluzioni con duration breve e con una protezione verso l'incremento dei prezzi. I rendimenti dei Treasury sono limitati dagli squilibri tra domanda e offerta, ma a nostro avviso il rischio d'inflazione è reale. Di conseguenza, quando i rendimenti raggiungono l'1,8%-2%, gli investitori dovrebbero resistere alla tentazione di assumere posizioni lunghe sulla duration ed esaminare le opportunità a livello di curva e tra gli attivi con una duration breve e gli attivi a più alto rendimento. Nel mercati del credito, l'outlook è ancora costruttivo perché i fondamentali stanno migliorando e l'economia è in ripresa. Il credito High Yield, le obbligazioni subordinate e le obbligazioni emergenti con preferenza per duration breve possono offrire in questa fase agli investitori un buon profilo rendimento/duration/rischio, ma è indispensabile essere selettivi.

Rendimenti dei titoli di Stato decennali



Fonte: Dati Bloomberg elaborati da Amundi all'8 luglio 2021.



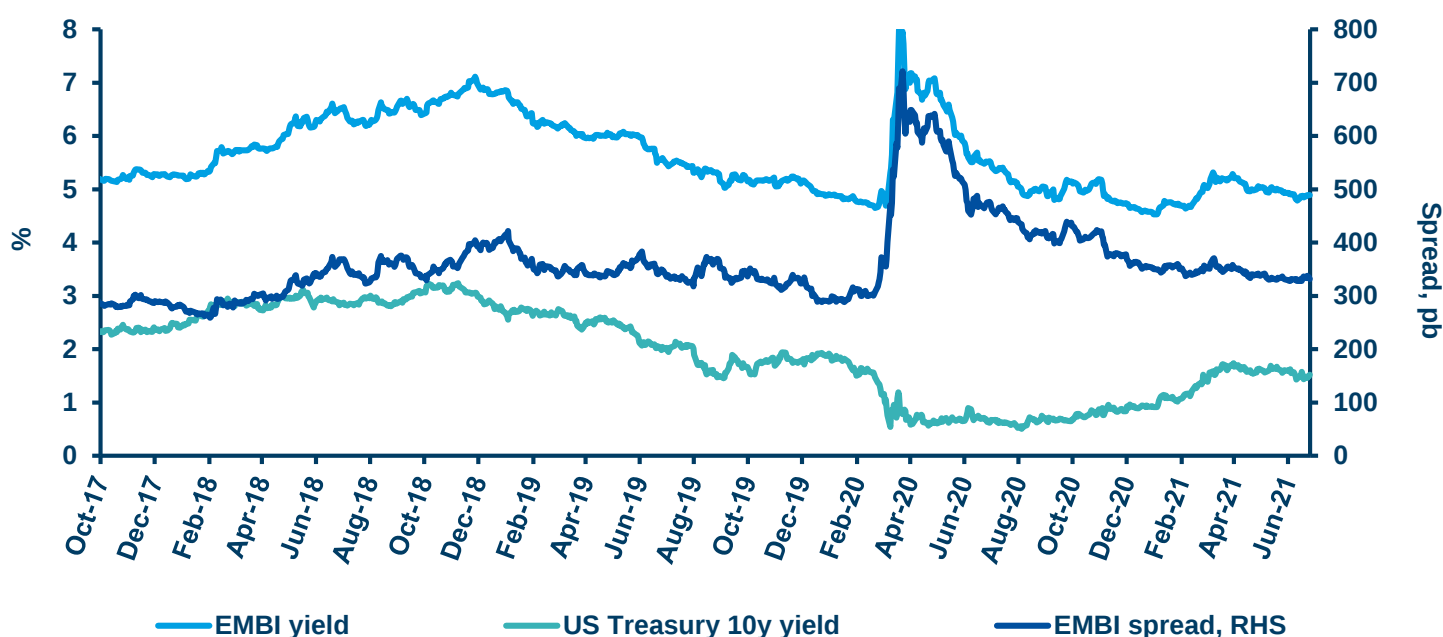
Selezione delle strategie d'investimento obbligazionarie di Amundi

	Flessibile, short-term duration, protezione dall'inflazione	Posizione lunga sul credito
Attive	– Short Term Bonds 1 Year – US Multi-Sector Fixed Income – Global Aggregate bonds	– Euro IG Credit – Euro HY Credit – US Corporate Credit (IG & High Yield) – Global Credit Improvers – Global Subordinated Bond
Passive	– Floating rate notes ETF (US and Europe) – Inflation ETF (US and Europe) – US breakeven inflation ETF – Gov bond 0-1Y ETF (US and Europe) – Euro Corp 0-1Y ESG	– Euro Corporate SRI ETF – BBB Euro Corporate IG ETF

4

Mercati emergenti: Cina e Asia, le vincitrici

Le soluzioni con una duration breve sono da privilegiare in un contesto d'inflazione più alta dovuta all'aumento dei prezzi delle materie prime, al rialzo potenziale dei rendimenti dei Treasury USA e del dollaro. L'outlook a breve termine è più favorevole. Le obbligazioni dei mercati emergenti rappresentano un'asset class fondamentale per generare del rendimento e ravvisiamo delle opportunità interessanti nello spazio del credito. Nel complesso, i mercati emergenti presentano una combinazione di consumi domestici, rendimenti più alti e un forte potenziale in termini di esportazioni, ma è necessario essere selettivi. Gli attivi cinesi hanno sofferto di recente di un inasprimento della politica, ma per il secondo semestre prevediamo un suo minor impatto. Nel medio termine, sono candidati a diventare degli attivi 'core' per gli investitori per via dei rendimenti reali interessanti, delle prospettive di un apprezzamento delle valute, del ruolo crescente della Cina nel paesaggio politico e della crescita della classe media.



Selezione delle strategie d'investimento di Amundi per i mercati emergenti

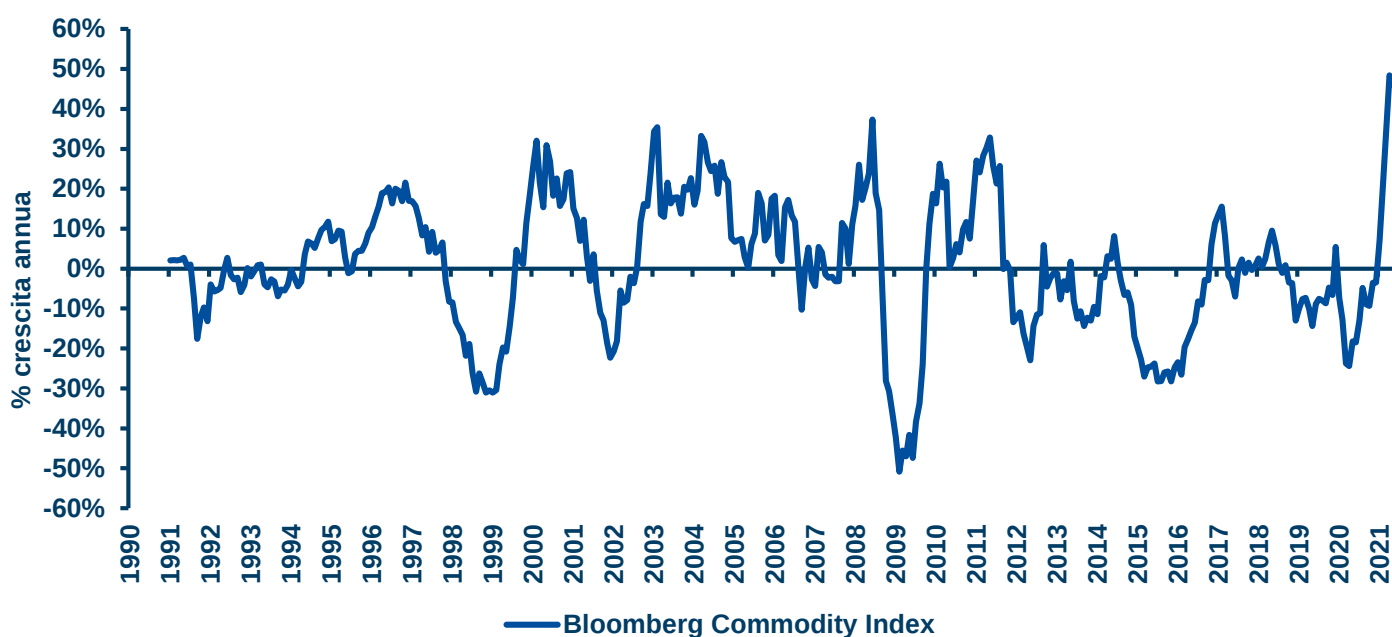
	Azioni	Obbligazioni
Attive	- Global Emerging Markets Equities - Asia: Asian ex-Japan Equity and China Equity - New Silk Road	- Obbligazioni in valuta forte: Emerging Markets Hard Currency Bond - Aggregate: Emerging Markets Bond and Optimal Yield Strategy - Obbligazioni societarie: Emerging Markets Corporate Bond - Obbligazioni verdi: Green EM Debt Strategy
Passive	- EM Equities ETFs range - EM Asia Equities ETF	EM Government Bonds ETF

5

Materie prime: positivi a breve e a lungo termine

La ripresa dell'economia sta supportando i prezzi delle materie prime, tra cui anche quelli dei metalli di base, per via dell'aumento della domanda e dei timori riguardo alle carenze dell'offerta. Per quanto riguarda il rame, la domanda potenziale derivante dagli stimoli fiscali e dalla transizione verso economie più verdi, unitamente alla produzione ancora concentrate in pochi Paesi (principalmente Cile, Repubblica del Congo e Zambia) dovrebbe supportare i prezzi nel lungo termine. L'oro, che è considerato un bene rifugio, non dovrebbe invece beneficiare di un contesto economico positivo. I tassi d'interesse reali negativi e un'inflazione più alta hanno tuttavia contribuito al recupero delle perdite iniziali dell'anno accusate dal metallo giallo e potrebbero prolungare ulteriormente questo trend. Raccomandiamo pertanto di mantenere un posizionamento neutrale sull'oro. Nel complesso, determinate materie prime potrebbero aiutare gli investitori a proteggere i loro portafogli dall'inflazione.

Pressione al rialzo sui prezzi delle commodity



Fonte: Amundi, Bloomberg, al 30 giugno 2021.



Selezione delle strategie d'investimento azionario di Amundi

Declinare il ciclo delle commodity	
Attive	– Thematic Equities, Global Resources – Thematic Equities, Global Sustainable Infrastructure
Passive	– Europe / Global Real Estate ETF – Physical Gold



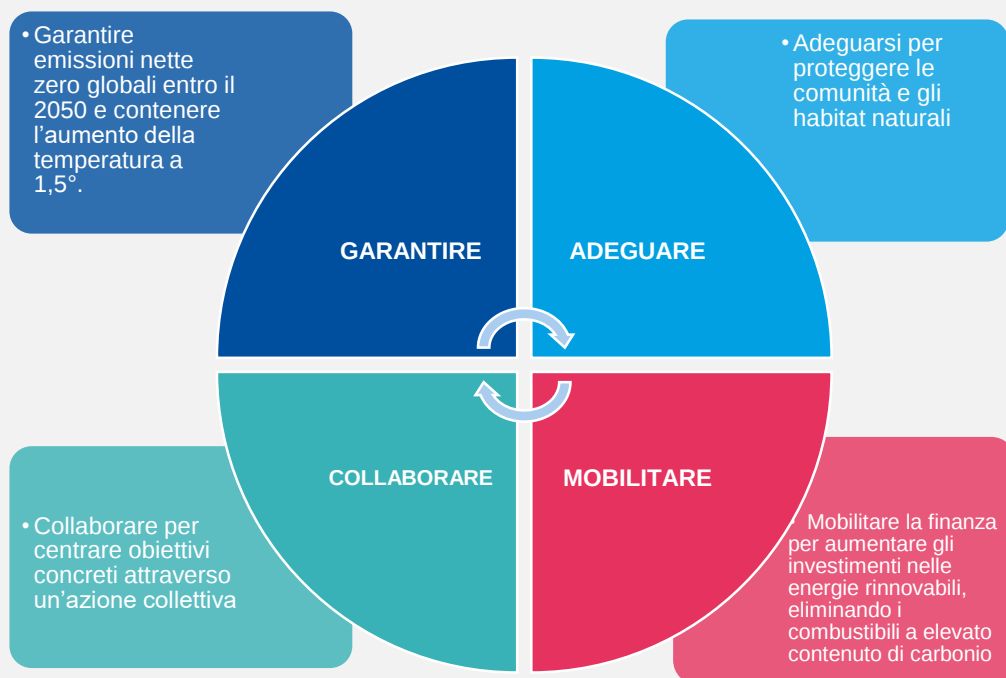
FOCUS SPECIALE



La strada verso il COP26 di Glasgow

Il **cambiamento climatico** rappresenta indubbiamente la più grande sfida dei nostri tempi. Aggravato dalle attività umane, il cambiamento climatico si annuncia come uno dei principali rischi sistemici per l'umanità e quindi ha il potenziale per cambiare il modo in cui funzionano le imprese, il sistema finanziario globale e il mondo degli investimenti. In questo scenario, riconosciamo che esiste la forte necessità di accelerare la transizione verso le emissioni nette zero, il che significa sostanzialmente eliminare tutte le emissioni di CO₂ entro il 2050. **In preparazione al COP26 di Glasgow**, la discussione principale verte sulle Net Zero Emission (NZE) nella convinzione che la comunità finanziaria, inclusi gli asset manager, rappresentino il catalizzatore principale per dirigere i capitali verso tecnologie più ecocompatibili e allontanarle dai combustibili a elevato contenuto di carbonio. Creare prodotti d'investimento, fornire informazioni ai clienti sugli investimenti *net zero* e sui rischi associati al clima, definire obiettivi concreti per la riduzione delle emissioni GHG (dirette e indirette) sono modi importanti per muoversi in quella direzione. C'è un'impellente necessità di agire, e il momento di agire è adesso.

Gli obiettivi del COP26 di Glasgow



Fonte: Amundi, UKCOP26, maggio 2021.



Selezione delle strategie d'investimento ESG e sul cambiamento climatico di Amundi

	Azioni	Obbligazioni
Attive	– Global Green Equities	– EM Green Bonds – Global Sustainable Infrastructure – Just Transition for Climate
Passive	– Low Carbon Index & ETFs Europe & Global – Paris Aligned & Climate Transition Benchmark ETF	

H2 2021 Investment Outlook - Inflation blows on markets, and investors need to act

Published June 28, 2021



> 10 minutes

Investment Outlook

Inflation

Markets

Central Banks

Visit us on:



Amundi Investment Insights Unit

Amundi Investment Insights Unit (AIU) mira a trasformare le competenze del nostro CIO e la conoscenza globale degli investimenti di Amundi in idee di investimento concrete e strumenti definiti in base ai bisogni degli investitori. In un mondo in cui gli investitori sono esposti a informazioni provenienti da più fonti, vogliamo diventare partner di fiducia per fornire spunti e informative chiari, tempestivi e rilevanti che possano aiutare i nostri clienti a prendere decisioni di investimento consapevoli.

INSIGHTS UNIT

Claudia BERTINO

Head of Investment Insights Unit

PoI CARULLA

Investment Insights Unit

Ujjwal DHINGRA

Investment Insights Unit

Laura FIOROT

Deputy Head of
Investment Insights Unit

Francesca PANELLI

Investment Insights Unit

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.

Data di primo utilizzo: 19 luglio 2021.