

Tre temi per gli investitori multi-asset nella fase di ripresa post Covid-19



Matteo GERMANO
Head of Multi-Asset,
CIO Italy



Francesco SANDRINI
Head of Balanced, Income
and Real Return

- *Nell'attuale fase di ripresa post Covid-19, riteniamo che **gli investitori multi-asset dovrebbero focalizzarsi su tre temi principali: uno più tattico, in termini di allocazione del rischio, e due più strutturali.***
- ***In primo luogo, man mano che la ripresa avanza, gli investitori dovrebbero adottare un orientamento total return, con l'obiettivo ultimo di ridurre il possibile drawdown derivante dall'aumento dei tassi di interesse.** Un anno fa, ci orientavamo verso un' asset allocation pro-rischio per beneficiare delle abbondanti iniezioni di liquidità da parte delle banche centrali e delle agevolazioni fiscali. Quest'anno abbiamo rafforzato il nostro orientamento, con una view positiva sulle azioni, in particolare dei settori Value, beneficiando del clima positivo legato all'impulso fiscale statunitense e alla riapertura delle economie. Ora, stiamo raggiungendo un **momento delicato** in cui le valutazioni sono eccessive e la fiducia del mercato è troppo alta, con poco margine di errore. **Riteniamo pertanto che sia giunto il momento di orientarci, nel breve termine, verso un approccio più neutrale al rischio, in quanto gran parte dell'accelerazione economica è già inglobata nei prezzi e il rischio di inflazione non transitoria è probabilmente sottovalutato in questa fase. Non si tratta di un de-risking strutturale, ma di un modo per rimanere agili per rientrare sul mercato a valutazioni più interessanti in seguito e continuare a beneficiare della fase di ripresa.** Da un punto di vista strategico, le azioni rimangono fondamentali per i portafogli multi-asset, in quanto il contributo di performance del reddito fisso dovrebbe essere basso per i prossimi anni.*
- ***In secondo luogo, poiché l'aumento del debito sarà un'eredità della pandemia e i tassi di interesse dovrebbero rimanere bassi per rendere la situazione sostenibile, gli investitori dovrebbero ampliare le loro fonti di reddito per ottenere rendimenti adeguati nei loro portafogli.** Gli investitori dovrebbero esplorare l'intera gamma di attività del reddito fisso per generare flussi di reddito sostenibili, nonché esaminare le opportunità dei **dividendi azionari che stanno ripartendo dopo la crisi**, ed i real asset. Quest'ultimo segmento è particolarmente rilevante in una fase di transizione verso un'inflazione più elevata (indicativa di una crescita più alta), quando le azioni diventano la classe di attività preferita. **L'inflazione è uno dei rischi principali che potrebbero influenzare i mercati in questo momento.** Gli effetti di base, i colli di bottiglia della catena di approvvigionamento, l'aumento dei prezzi delle materie prime e la ripresa della domanda dei consumatori stanno provocando un aumento dell'inflazione. Gli investitori dovrebbero adottare scelte volte a salvaguardare i portafogli dall'inflazione attraverso un'ampia gamma di strumenti per cercare di proteggere i portafogli da questo rischio e fornire una certa protezione del reddito reale.*
- ***In terzo luogo, la sostenibilità diventerà, a nostro avviso, la nuova normalità, con particolare attenzione alle tematiche E (ambientali) e S (sociali).** L'ESG è il trend più importante in grado di plasmare il futuro dell'asset management e degli investimenti multi-asset. Non sarà una moda passeggera, ma un trend pluriennale, che diventerà la nuova norma nei prossimi anni. I rischi di sostenibilità saranno sempre più integrati nelle metriche di valutazione, poiché molti fattori stanno spingendo gli investitori verso questa direzione. Il fattore sociale sembra essere ancora più in focus a causa della pandemia e potrebbe far emergere molte opportunità di investimento.*
- *Il Multi-asset, con il suo ampio universo di investimento, consente agli investitori di puntare sui temi ESG in diversi modi, tra cui **i social bond e i green bond, le azioni (sia best-in-class sia di aziende in un percorso di miglioramento ESG) e anche il real estate o il private debt sostenibile per gli investitori con un orizzonte di lungo termine adeguato.***

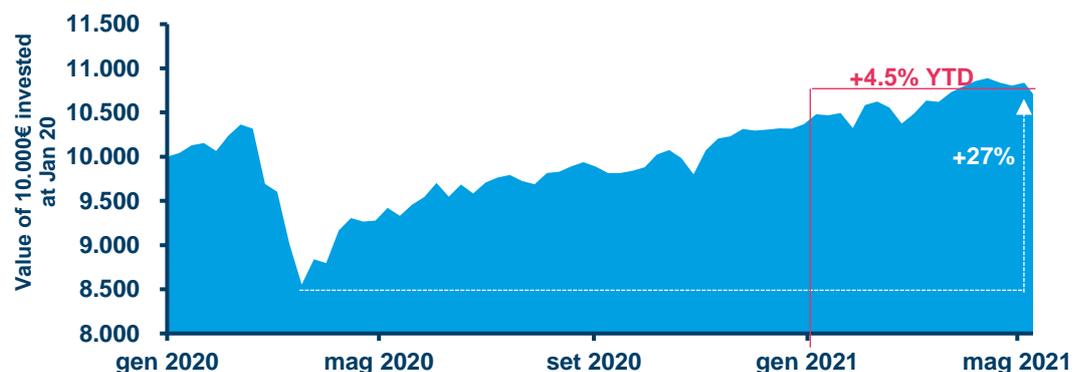
1. Agilità nell'allocazione del rischio: tornare alla neutralità

La pandemia del Covid-19 ha ricordato agli investitori l'importanza dell'allocazione flessibile del rischio per cercare di mitigare il rischio di downside nelle fasi di estrema volatilità, ma anche per incrementare una certa esposizione alle attività rischiose per sfruttare le opportunità che la ripresa può offrire. Quando l'anno scorso è scoppiata l'epidemia di Covid-19, un rapido movimento verso un'asset allocation difensiva del rischio (sottopeso nelle azioni, nel credito e posizione lunga di duration) ha contribuito a mitigare gli effetti di circostanze estreme. Poi, quando le politiche fiscali e monetarie sono diventate estremamente accomodanti, la flessibilità di incrementare le attività rischiose, prima nel credito e poi progressivamente nelle azioni, ha aiutato gli investitori a cavalcare la fase di ripresa e il clima positivo del mercato. Quest'anno, fino a maggio, il contesto di mercato ha favorito una view positiva sulle attività rischiose, ma con alcune rotazioni tra di esse. La ripresa ha favorito le azioni in primo luogo nelle aree cicliche del mercato e poi in quelle più orientate al Value (ad esempio, in Giappone e in Europa meno orientate ai temi Growth), mentre è stato saggio ridurre il rischio nel mercato del credito IG con spread ridotti, in particolare per quanto riguarda le scadenze più lunghe, dove gli spread compressi del credito non avrebbero potuto compensare gli aumenti dei tassi.

Ora, ci stiamo muovendo verso una nuova fase. Quest'anno le azioni sono cresciute fortemente a causa della riapertura delle economie, delle aspettative di ripresa degli utili e di un rimbalzo guidato dagli Stati Uniti nei mercati sviluppati e dalla Cina nei mercati emergenti. Da un lato, la politica fiscale ha fornito un indispensabile impulso alla crescita globale; dall'altro, le banche centrali hanno mantenuto posizioni di politica accomodante, portando a livelli elevati di liquidità sui mercati. Ciò ha portato a valutazioni più elevate - in alcuni casi estreme - in particolare per quanto riguarda le azioni, che hanno già prezzato la maggior parte delle buone notizie, e il livello di compiacenza è piuttosto elevato, rendendo i mercati vulnerabili a qualsiasi rischio di delusione.

“La maggior parte delle buone notizie sulle prospettive economiche e sugli utili è già inglobata nei prezzi e ci sono aree di valutazioni elevate e di compiacenza”.

Proteggere le performance positive: portafoglio bilanciato in euro (50/50)



Fonte: Amundi su dati Bloomberg. Portafoglio bilanciato simulato composto per il 50% da MSCI World in Eur e per il 50% da Bloomberg Barclays Euro Aggregate Bond Index. Dati al 7 maggio 2021. I risultati passati non sono una garanzia di risultati futuri.

Le prospettive per le attività rischiose rimangono costruttive per l'anno, in quanto la prossima fase del rialzo dovrebbe derivare da una ripresa degli utili e dal miglioramento dei fondamentali del credito. Ma la situazione è ora più sfumata. Le valutazioni sono elevate ovunque; gli indici ISM sembrano aver raggiunto un picco, quindi i rischi sembrano più asimmetrici. Per questo motivo, riteniamo importante in questa fase ridurre l'esposizione al rischio, passando dall'essere positivi sulle attività rischiose negli ultimi mesi

a una **posizione neutrale** a maggio, e **ricercare migliori punti di ingresso che potrebbero essere generati da una possibile fase di maggiore volatilità**.

Secondo il nostro Composite Economic Momentum Index (CEMI), il momentum economico globale è al picco, ma questo non significa che l'economia globale stia rallentando. Invece, mostra che la maggior parte dell'accelerazione è alle nostre spalle e che le aspettative di mercato hanno già prezzato la maggior parte del rimbalzo e che potrebbe esserci una pausa.

Composite economic momentum index: possibile decelerazione in vista

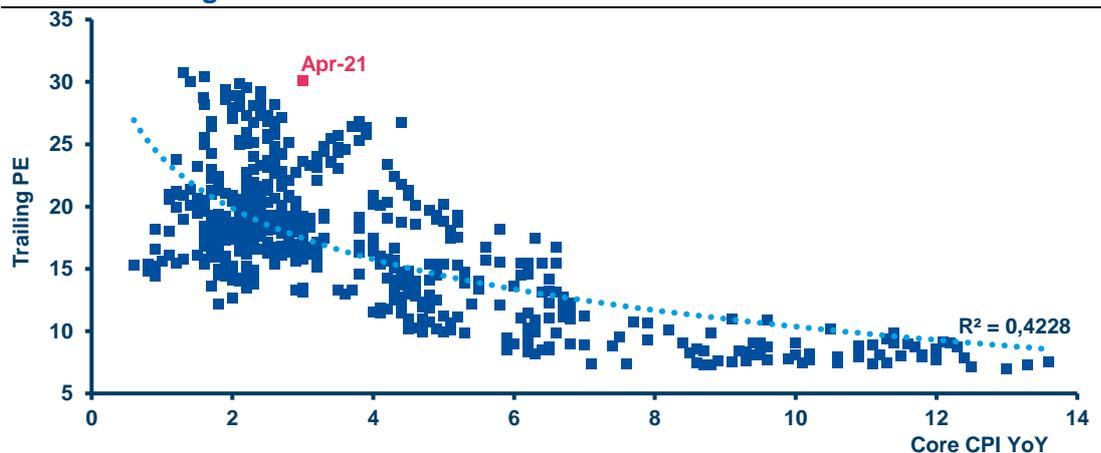


Fonte: Amundi Research. Dati a maggio 2021. L'indice CEMI globale è un indicatore proprietario di Amundi basato su quattro baskets regionali (Stati Uniti, Eurozona, Giappone e Mercati Emergenti) e sulle seguenti variabili: revisioni degli utili, tassi di interesse 10 anni, indicatori principali, CPI YoY, PMI surveys, European Commission Economic Surprise Index, Indice di sorpresa dell'inflazione.

L'outlook sull'inflazione è più sfidante

Oltre all'effetto base, vediamo alcune pressioni sui dati dell'inflazione provenienti dai prezzi delle materie prime, dall'interruzione della catena di approvvigionamento e dai colli di bottiglia dell'economia che potrebbero spingere i prezzi ad aumentare. Il rischio di surriscaldamento dell'economia statunitense recentemente menzionato dal Ministro del Tesoro statunitense Yellen potrebbe portare a un'ulteriore volatilità del mercato, soprattutto se consideriamo le attuali valutazioni elevate. Il monitoraggio del mercato del lavoro sarà la chiave per giudicare se gli aumenti salariali potrebbero, insieme ai prezzi delle materie prime, portare la Fed a cambiare presto il suo orientamento.

S&P 500 trailing P/E ratio e US core CPI YoY dal 1970



Fonte: Amundi, Bloomberg. Dati al 30 aprile 2021.

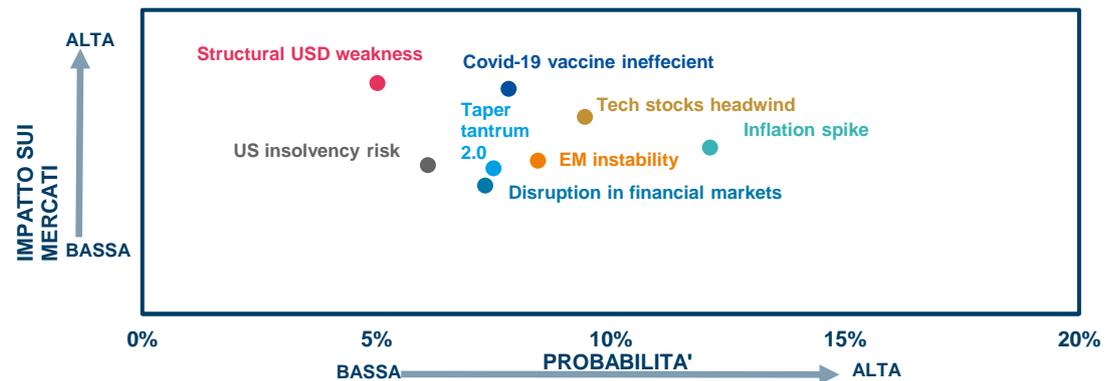
Ci aspettiamo che la Fed mantenga un tono 'dovish', in considerazione della debolezza del mercato del lavoro, ma le aspettative del mercato sull'inflazione continueranno ad aumentare,

“Crescono le pressioni sull'inflazione. La Fed potrebbe essere costretta ad avviare il Tapering prima del previsto, riaccendendo la volatilità del mercato”.

esercitando una certa pressione sui rendimenti obbligazionari. **Le discussioni sul Tapering della Fed in estate rappresentano ora un rischio.**

Se guardiamo la **mappa dei rischi**, sulla base della nostra indagine interna sui rischi di breve termine, **vediamo che il rischio di inflazione è più alto nel ranking delle probabilità, seguito dai venti contrari per i titoli tecnologici e dall'instabilità dei mercati emergenti.** L'impatto sui mercati è maggiore per quanto riguarda il rischio di Tapering (legato alla ripresa dell'inflazione) e il rischio di nuove varianti del virus che potrebbero rendere inefficaci le vaccinazioni. **I canali di trasmissione tra questi rischi sono i tassi di interesse:** l'aumento dell'inflazione può impattare sull'outlook dei tassi di interesse e mette sotto pressione i titoli tecnologici e le attività dei mercati emergenti.

Mappa del rischio multi-asset a breve termine: monitorare il rischio di inflazione e gli effetti sui tassi di interesse



Fonte: Amundi indagine interna, maggio 2021.

“Neutralità sulle attività dei mercati emergenti a breve termine, mentre il tema di investimento come fonte di reddito e il potenziale di crescita a lungo termine sono ancora intatti”.

Se è vero che le condizioni dei mercati emergenti sono generalmente migliori rispetto al 2013 (con poche eccezioni) - in particolare con riferimento al disavanzo delle partite correnti - **riteniamo che sia più opportuno adottare una view neutrale sulle attività dei mercati emergenti nel breve termine (da positiva).** Le obbligazioni potrebbero essere vulnerabili a tassi USA più elevati e a un dollaro USA più forte, che potrebbero derivare da una più ampia divergenza di crescita tra gli Stati Uniti e il resto del mondo, mentre le azioni potrebbero essere influenzate da un'avversione al rischio più elevata in caso di incertezza sul Tapering della Fed. **Questo non cambia la nostra view positiva a medio termine sulle obbligazioni dei mercati emergenti come fonte di reddito e sulle azioni dei mercati emergenti per declinare i temi legati alla crescita come l'Asia e la Cina nel panorama geopolitico globale.** Tuttavia, nel breve termine, preferiamo essere più cauti e sfruttare opportunità di relative value selettive **nel mercato valutario:** ad esempio, RUB vs EUR e BRL vs JPY. Oltre ad una certa riduzione del rischio, gli investitori dovrebbero continuare ad **attuare strategie di copertura per attenuare il rischio di downside.** In particolare, riteniamo che, nell'attuale contesto, **valga la pena coprire i rischi dei tassi di interesse USA e del mercato del credito.**

Riteniamo che il contesto di cui sopra sarà particolarmente **sfidante per le aree di eccesso del mercato che hanno beneficiato maggiormente della liquidità abbondante (SPAC, criptovalute) e per le aree più sensibili ai tassi di interesse, come i titoli high-growth / delle aziende tecnologiche** i cui utili futuri sono scontati con tassi di interesse più elevati. Al contrario, **la componente Value del mercato azionario in generale (società che possono beneficiare di tassi più elevati e di una ripresa ciclica) rimarrà interessante in un trend pluriennale di recupero del gap verso il growth.**

“Non si tratta di un de-risking strutturale, ma di una strategia per cercare di proteggere i buoni risultati ottenuti finora, entry point migliori e con valutazioni più interessanti”.

Inoltre, le incerte prospettive di inflazione a questo punto giustificano una **view più prudente in termini di duration** - in particolare negli Stati Uniti. Pertanto, riteniamo che gli investitori dovrebbero muoversi verso un **orientamento di sottoesposizione in termini di duration agli Stati Uniti** che potrebbe contribuire a proteggere la componente di reddito fisso del portafoglio. Allo stesso tempo, **confermiamo la nostra view positiva sulla breakeven inflation USA** e sull'irripidimento delle curve di rendimento, nonché una **view costruttiva sui mercati del credito** (in particolare Euro IG e HY, grazie al miglioramento dei fondamentali aziendali e della politica monetaria accomodante).

In conclusione, **riteniamo che nelle prossime settimane sarà opportuno assumere una posizione più difensiva**. L'obiettivo sarà quello di sfruttare le opportunità di relative value e di diventare più cauti sull'esposizione al rischio direzionale che dovrebbe rimanere neutrale nel complesso. **Questo non significa un de-risking strutturale, ma cercare di proteggere le buone performance accumulante nella prima parte dell'anno e migliori entry point per sfruttare la fase successiva della ripresa partendo da valutazioni migliori. Agilità e flessibilità saranno ancora più importanti in una fase di transizione verso un nuovo regime di possibile inflazione più elevata.**

2. Generazione di reddito in presenza di un'inflazione più elevata

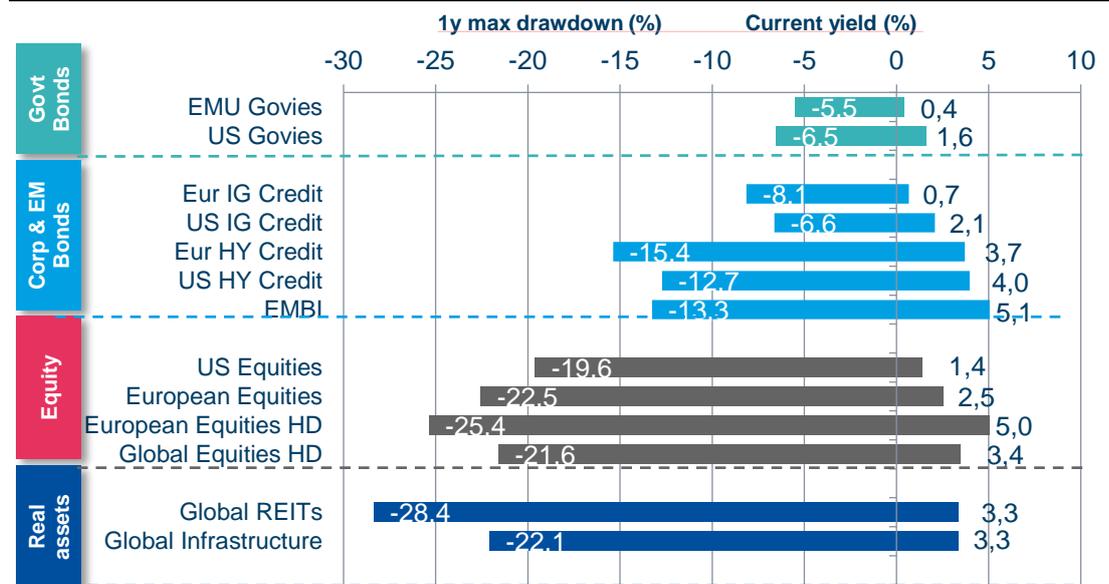
“In un contesto di elevata quota di debito con rendimento negativo, gli investitori dovrebbero esplorare l'intero spettro del reddito fisso per generare rendimenti sostenibili, insieme ad azioni con elevati dividendi, che forniscono reddito e apprezzamento di capitale”.

La ripresa post-Covid è costruita su un **paradigma più sostenibile dal punto di vista ambientale e sociale**, ma è ancora in gran parte finanziata (finora) da un'enorme quantità di **debito**. Quindi, i tassi di interesse devono continuare a rimanere bassi per rendere il debito sostenibile, e con la riapertura delle economie e gli investimenti realizzati, la transizione verso tassi leggermente più elevati potrà finalmente avvenire. Ma **questo potrebbe richiedere tempo e fino ad allora, la generazione di reddito continuerà ad essere una priorità assoluta per gli investitori**. In questo contesto di tassi bassi, spread creditizi compressi, aumento dell'inflazione e crescente correlazione tra classi di attività, **riteniamo che gli investitori focalizzati sul reddito debbano ripensare la loro allocazione.**

In particolare, **gli investitori più prudenti che si rivolgono principalmente alle obbligazioni** dovrebbero ampliare le fonti di reddito, cercando opportunità in tutto lo spettro del reddito fisso, comprese le obbligazioni dei mercati emergenti. In questo modo, dovrebbero anche gestire la duration (a partire da una posizione short di duration in questa fase) e concentrarsi sulla selezione per gestire il rischio di credito in un mondo di crescenti divergenze, soprattutto nei paesi emergenti.

Gli investitori che puntano a un livello più elevato di reddito, ma con una forte attenzione alla gestione dei rischi di downside, potrebbero prendere in considerazione un approccio ulteriormente diversificato per più classi di attività, compresi i real asset (per gli investitori con un orizzonte temporale sufficientemente lungo). Questo approccio dovrebbe cercare di calibrare le diverse fonti di rischio (mercato, credito e liquidità) con l'obiettivo di costruire portafogli resilienti ai diversi scenari di mercato e di ottenere un flusso di reddito sostenibile nel tempo.

Rendimento e max drawdown a un anno per le principali asset class



Fonte: Amundi su dati Bloomberg. EMU Govies = JPMorgan GBI EMU; US Govies = JPMorgan GBI US; EUR IG Credit = Bloomberg Barclays Pan European Aggregate Corporate Bond; US IG Credit = Bloomberg Barclays US Aggregate Credit; EUR HY Credit = Bloomberg Barclays Pan European High Yield Bond; US HY Credit = Bloomberg Barclays US Corporate High Yield; EMBI = JPMorgan EMBI Global Diversified Blended; US Equities = S&P 500; Global Equities = MSCI World; European Equities = MSCI Europe; European Equities HD = MSCI Europe High Dividend Yield; Global REITs = FTSE EPRA/NAREIT Global; Global Infrastructure = Dow Jones Brookfield Global Infrastructure Index. Tutti gli indici sono total return in valuta locale. I rendimenti sono: Yield to Maturity per JPMorgan Indexes, Yield to Worst per gli indici Bloomberg Barclays e 12 months Dividend Yields per gli indici MSCI. Max Drawdown è il più grande calo a un anno in termini di valore registrato da dicembre 2010 a fine aprile 2021 sulla base dell'analisi dei dati mensili.

In termini di opportunità di investimento, con la riapertura delle economie, potremmo vedere i rendimenti salire e le curve dei tassi irripidirsi tra i crescenti timori legati all'inflazione, incidendo sull'interesse verso il debito a lungo termine, in particolare investment grade, che è già a livelli compressi, e verso le obbligazioni dei mercati emergenti con duration lunga. Di conseguenza, **gli investitori dovrebbero prendere in considerazione la possibilità di muoversi verso titoli di credito più rischiosi, almeno fino a quando la crescita rimane solida e la liquidità abbondante. Nella prima fase, gli investitori dovrebbero privilegiare le obbligazioni HY, obbligazioni dei mercati emergenti con duration breve e le obbligazioni subordinate. Anche i dividendi stanno ritornando** dopo alcuni anni di interruzione, probabilmente nei settori più ciclici in una fase iniziale, e potrebbero offrire un'ulteriore fonte di reddito. In seguito, quando i rendimenti dovrebbero aumentare ulteriormente, assisteremo probabilmente a un ritorno dell'interesse verso le scadenze più lunghe. La selezione è importante, poiché a un certo punto l'indebolimento dell'economia, le pressioni inflazionistiche e le riduzioni degli stimoli delle banche centrali si manifesteranno. Questo richiede una maggiore attenzione alla ricerca per scegliere le migliori aziende in un percorso di investimento che diventerà più sfidante.

3. La sostenibilità è la ‘nuova normalità’

L'investimento ESG non sarà una moda passeggera, ma un trend pluriennale, che diventerà la nuova normalità tra qualche anno. I rischi di sostenibilità saranno integrati nelle metriche di valutazione in quanto molti fattori stanno spingendo gli investitori in questa direzione. Con il ruolo cardine dei responsabili delle politiche in ambito ESG, è ora in atto quello che sembra un ciclo virtuoso. La politica, le autorità di regolamentazione, le aziende, gli intermediari finanziari e gli investitori sembrano più allineati oggi rispetto a 10 anni fa. È importante sottolineare che gli investitori dovrebbero concentrarsi su una modalità dinamica di investire nei titoli ESG. **La questione da affrontare in futuro sarà come i rischi ESG saranno presi in considerazione piuttosto che se lo saranno, e quali saranno le implicazioni per gli investitori.** Nella ripresa attuale, si intensificano due temi principali:

“La crisi Covid-19 dello scorso anno ha messo in evidenza l'importanza del fattore S (sociale), che continuerà a guadagnare importanza, insieme alla tematica E (ambientale)”.

- **Il passaggio dall'esclusione all'integrazione e le sue implicazioni in termini di investimenti per il tema della transizione energetica.** Negli ultimi cinque anni sono emerse nuove soluzioni SRI (investimento socialmente responsabile), la maggior parte delle quali basate su criteri di esclusione, ignorando settori come l'energia e in alcuni casi i settori delle materie prime ed industriali. Questo approccio ha in una certa misura distorto i mercati finanziari, facilitando il passaggio al fattore 'quality' per molti indici di mercato in Europa e negli Stati Uniti. D'altra parte, questo approccio ha fatto sì che in alcuni settori, storicamente più associati alla transizione ESG, gli investimenti risultassero estremamente concentrati e scambiati a valutazioni elevate. L'approccio prevalente al giorno d'oggi sembra più orientato verso **l'integrazione e l'engagement**, e questo cambiamento metodologico ingloba le opportunità di investimento che saranno legate, ad esempio, a come sarà interpretata la transizione energetica. Sappiamo che le reti elettriche si evolveranno, la mobilità subirà una rivoluzione, con le auto elettriche e l'idrogeno che svolgono un ruolo chiave. Le opportunità per gli investitori multi-asset saranno a livello di selezione dei titoli e del settore. **Nell'ambito del reddito fisso**, vediamo che il mercato dei green bond ha superato 1.000 mld di dollari di capitalizzazione di mercato, un segmento che si allarga sia in termini di dimensioni che di numero di paesi e agenzie che emettono obbligazioni. I mercati emergenti stanno accettando questi cambiamenti e 42 paesi hanno emesso green bond, anche se solo sette finora quest'anno.
- **Il fattore sociale è ancora più in focus ora a causa della pandemia e potrebbe far emergere molte opportunità di investimento.** Le autorità di regolamentazione hanno ampiamente sostenuto i social bond (il programma SURE, ad esempio) e la domanda sta rapidamente aumentando. Forse in futuro potranno essere introdotti vantaggi fiscali. Inoltre, riteniamo che i social bond si diffonderanno progressivamente in aree come le partnership pubblico-privato, diventando un nuovo strumento di scelta per gli enti locali per intervenire in molte attività sociali borderline (prevenzione delle malattie, riciclo urbano) che oggi non sono del tutto coperte. L'Impact investing ha una grande opportunità di crescita, così come il private debt e le obbligazioni sostenibili.

Il Multi-asset, con il suo ampio universo di investimento, consente agli investitori di puntare sui temi ESG in diversi modi, tra cui i social bond e i green bond, le azioni (sia best-in-class sia di aziende in un percorso di miglioramento ESG) e anche il real estate sostenibile o il private debt per gli investitori con un orizzonte di lungo termine adeguato.

Avvertenze

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenute sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i Paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento.

Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria.

Data di primo utilizzo: [18 maggio 2021](#).