

the day after

#6 | Giugno 2020

*Inflazione:
Venti
contrari
persistenti
ma possibile
cocktail
inflazionistico*



Amundi
ASSET MANAGEMENT

Autori



Laetitia BALDESCHI

Head of Strategy
CPR AM



Claudia BERTINO

Head of Investment
Insights Unit



Juliette COHEN

Senior strategist
CPR AM



Bastien DRUT

Senior Strategist
CPR AM



Laura FIOROT

Deputy Head of
Investment Insights Unit



Tristan PERRIER

Global Views Analyst

Dall'inizio della pandemia di coronavirus, l'attenzione si è focalizzata sulla catastrofe sanitaria e sulle conseguenze del confinamento: le economie si sono fermate, i tassi di disoccupazione sono esplosi e il livello del debito è aumentato. In questo contesto straordinario, l'inflazione viene spesso trascurata. A nostro avviso, si tratta di un errore rischioso. Per gli investitori, ora più che mai, è fondamentale mantenere alta l'attenzione su questa metrica - in particolare, dal momento che potremmo essere all'inizio di un completo cambiamento di regime.

In questa nuova edizione della serie "The Day After", in cui analizziamo gli impatti del coronavirus per gli investitori, delineiamo la nostra view sull'inflazione sia nel breve che nel lungo termine, e spieghiamo le ragioni per cui potremmo essere al culmine di un completo cambiamento di regime. **Nel breve termine, la pandemia comporta chiaramente volatilità dei dati sull'inflazione**, dal momento che i fattori si muovono in direzioni opposte. **Nel lungo periodo**, e dopo quattro decenni di bassa inflazione nella maggior parte delle economie, **potremmo entrare in un nuovo regime di elevata inflazione**.

Alla luce di ciò, **gli investitori dovranno rivalutare la propria asset allocation strategica per includere investimenti che potrebbero contribuire a mitigare il rischio d'inflazione** (ossia, asset reali, materie prime, oro, infrastrutture, obbligazioni indicizzate all'inflazione), ma anche essere pronti a **rivedere tatticamente le proprie decisioni d'investimento** sulla base delle prospettive d'inflazione.

1. La fine della disinflazione?

Prima dell'inizio della pandemia da coronavirus, negli ultimi 40 anni vivevamo in un mondo caratterizzato da bassa inflazione.

Le cause del trend disinflazionistico, che risale ai primi anni '80, sono molteplici. Alcune spiegazioni hanno a che fare con la tecnologia, altre con la globalizzazione e altre ancora con le politiche pubbliche. Le spiegazioni più frequentemente addotte includono:

- Aspettative disinflazionistiche pluridecennali, dovute al successo della creazione di modalità di gestione di politica monetaria più credibili (ossia, la "rivoluzione Volcker") dopo gli shock petroliferi e gli episodi di stagflazione degli anni '70.
- La globalizzazione e la concorrenza dei paesi con salari bassi, aumentando l'importanza dei prezzi mondiali rispetto ai prezzi interni, e rendendo più difficile per le economie avanzate non importare la disinflazione dai paesi emergenti dove i costi di produzione sono più bassi.
- Il potere contrattuale dei dipendenti ulteriormente indebolito dalle politiche economiche generalmente a favore delle imprese e dai cambiamenti strutturali del mercato del lavoro (ad esempio, deindustrializzazione vs posti di lavoro poco qualificati e a bassa produttività nel settore dei servizi).
- Gli sviluppi tecnologici, in particolare il commercio elettronico, il miglioramento della trasparenza dei prezzi e

Grafico 1: CPI Core a lungo termine, % anno su anno



Fonte: Datastream, Amundi Research, al 30 aprile 2020.

- l'intensificazione della concorrenza tra fornitori e rivenditori.
- La crescente preferenza delle famiglie per il risparmio, per una serie di fattori che includono l'invecchiamento della popolazione anche se diversi studi sul tema portano a conclusioni diverse¹ e il deleveraging (solo attraverso l'aumento del risparmio) dopo le crisi finanziarie. Questi comportamenti hanno contribuito ad alimentare l'inflazione dei prezzi degli asset piuttosto che quella dei prezzi al consumo, contribuendo solo ad aumentare i cicli di formazione e scoppio della bolla.
 - Il crescente peso dei servizi nell'economia (i prezzi nel settore dei servizi sono rivisti meno spesso che in altri settori e sono quindi più persistenti).

La pandemia del coronavirus ha il potenziale di sconvolgere molti dei fattori sopra elencati, se non tutti. Tuttavia, gli impatti non saranno lineari. Alcune conseguenze del virus si riveleranno senza dubbio inflazionistiche, ma altre no. Alcune si verificheranno nel breve periodo, altre dovranno essere considerate in una prospettiva di più lungo termine.

Nel breve periodo, i numerosi stravolgimenti economici provocati dalla crisi generano una combinazione di shock della domanda e dell'offerta che possono solo causare la volatilità dell'inflazione.

Nel lungo periodo, tuttavia, l'attuale crisi e le sue conseguenze potrebbero catalizzare un nuovo regime inflazionistico che metterebbe fine al trend disinflazionistico mondiale in essere da quattro decenni. Come abbiamo scritto nel documento ["Covid-19: La mano invisibile che indica agli investitori la strada verso gli anni '70"](#), i semi di un'inflazione più elevata e di aspettative di inflazione più elevate sono già presenti. La strada da seguire non è chiara

poiché una serie di fattori disinflazionistici di lunga durata sembrano troppo radicati per scomparire mentre altri potrebbero persino essere rafforzati dai danni di lungo periodo derivanti dall'attuale profonda recessione. Ciò nonostante, gli eventi di oggi possono anche innescare altri fattori che potrebbero portare a un nuovo cocktail inflazionistico a lungo termine attraverso l'interazione di stimoli politici, nuovi equilibri sociali e politici e la riorganizzazione delle catene di fornitura internazionali.

2. Prospettive a breve termine: forte volatilità dell'inflazione

Nel breve periodo, alcuni fattori tecnici e shock dal lato dell'offerta porteranno a una forte volatilità. Prevediamo che le turbolenze legate al petrolio e ad altri settori genereranno una forte volatilità dell'inflazione complessiva, mentre altri fattori ciclici peseranno sull'inflazione core. **Prevediamo un forte calo dell'inflazione nel 2020.**

In primo luogo, il calo dei prezzi del petrolio influirà in modo determinante sull'inflazione nei prossimi mesi. Le misure di lockdown e le restrizioni sui viaggi hanno portato a un calo senza precedenti della domanda globale di petrolio, causando il crollo dei prezzi. Il prezzo del Brent al barile è sceso al livello più basso dalla fine degli anni novanta, il che peserà sull'inflazione totale nei prossimi mesi. Il contributo dei prezzi dell'energia rappresenta già, di per sé, più di tre quarti del calo dell'inflazione complessiva nel primo trimestre di quest'anno.

Supponendo che il prezzo del petrolio non subisca ulteriori flessioni rispetto ai livelli attuali, questo contributo continuerà a incidere negativamente sull'inflazione fino a quando non si esauriranno gli effetti base nel confronto degli indici dei prezzi anno su anno, nella primavera del 2021. È probabile un significativo contributo positivo dei prezzi dell'energia all'inflazione verso la fine del prossimo anno.

Esempio: Effetti della pandemia sull'impollinazione da parte delle api

Diversamente dagli anni precedenti, paesi come gli Stati Uniti e il Canada potrebbero non essere in grado di importare dall'Australia, Nuova Zelanda, Messico o Cile tutte le api regine di cui hanno bisogno. Anche nel Regno Unito potrebbe emergere una carenza di api. Inoltre, le restrizioni dei viaggi impediscono ai lavoratori stagionali di lavorare nelle aziende di apicoltura.

1. Cfr. Juselius M. e Takats E., 2018, "The lasting link between demography and inflation", BIS working paper.

Grafico 2: Bilancio della BCE vs Aggregato Monetario M1 (reale, aggiustato per l'indice CPI)

Grafico 2: Bilancio della BCE vs Aggregato Monetario M1 (reale, aggiustato per l'indice CPI)

In secondo luogo, la combinazione di shock della domanda e dell'offerta causerà volatilità sui singoli segmenti.

È probabile che le interruzioni dell'offerta a causa del lockdown spingano temporaneamente al rialzo i prezzi degli articoli per i quali la domanda è inelastica - in particolare, nel settore alimentare. Diversi stabilimenti di lavorazione della carne sono rimasti chiusi a causa di misure di lockdown, con prezzi in aumento, ma ciò è temporaneo. Tuttavia, alcuni impatti della crisi del coronavirus potrebbero richiedere più tempo per concretizzarsi.

Infine, non si può escludere la possibilità che questa crisi sanitaria porti a cambiamenti duraturi nelle abitudini di consumo (maggiore utilizzo delle catene di fornitura di generi alimentari corte). Mentre i governi faranno del loro meglio per limitare tali aumenti su prodotti e servizi politicamente sensibili, potrebbero non essere in grado di impedirli del tutto.

Al contrario, in molti altri settori, dominerà lo shock della domanda, e quindi la pressione disinflazionistica. Le cause saranno la bassa fiducia e il calo del reddito delle famiglie che avranno un impatto negativo sui prezzi, maggiore rispetto agli effetti dello shock dell'offerta (questo potrebbe essere il caso dei beni durevoli come le automobili e delle attività ricreative, tra gli altri).

Nel breve termine, quindi, diversi fattori si muoveranno in direzioni diverse. Per gli investitori sarà estremamente importante dissociare gli effetti tecnici da quelli più organici, e le conseguenze una tantum dalle tendenze a lungo termine. **Nel complesso, prevediamo che l'indice dei prezzi al consumo complessivo, rispettivamente per gli Stati Uniti e per l'area euro, scenderà all'1% e allo 0,6% nel 2020 prima di riprendersi nel 2021.**

3. Nel lungo periodo, gli ingredienti per un cocktail inflazionistico

La crisi del virus si è verificata dopo quattro decenni di inflazione che tendeva a scendere nella maggior parte del mondo.

Ci sono molte ragioni per cui i danni economici di lunga durata ereditati dagli eventi attuali potrebbero rafforzare questo processo. Tuttavia, possono emergere anche forze opposte, in quanto fattori specifici di questa crisi, e le risposte politiche ad essa potrebbero gettare i semi (o mostrare i germogli preesistenti) di un nuovo regime, più inflazionistico.

Da un lato, il danno economico di lunga durata causato dall'attuale crisi potrebbe rafforzare alcuni fattori disinflazionistici. Analizziamoli singolarmente:

- Aspettative disinflazionistiche: la bassa inflazione ciclica derivante dalla recessione

potrebbe ulteriormente consolidare le aspettative disinflazionistiche a lungo termine. Se è vero che gli stravolgimenti legati alla pandemia avranno in totale più effetti disinflazionistici che inflazionistici nei prossimi trimestri, allora ciò potrebbe rafforzare le aspettative pluridecennali di assenza di una ripresa dell'inflazione.

- Preferenza per il risparmio: potrebbe anche essere rafforzata dalla gravità, e poi dalla memoria, dello shock.
- Riduzione della leva finanziaria: per far fronte alla crisi, i governi, le imprese e (anche se in misura minore) le famiglie hanno iniziato a incorrere in maggiori debiti. La pressione per ridurli nei prossimi anni potrebbe compromettere i consumi e gli investimenti pubblici e privati.
- Ruolo importante della politica fiscale: ciò costituirà un incentivo per le banche centrali a mantenere i tassi a lungo termine a livelli molto bassi, sia attraverso linee guida future che attraverso misure non convenzionali. Ciò può avere un valore segnaletico che non farà altro che rafforzare le aspettative disinflazionistiche (anche se potrebbe avere un effetto inflazionistico attraverso altri canali).
- Infine, i fattori disinflazionistici generalmente riconosciuti quali l'invecchiamento della popolazione e i progressi nelle tecnologie della comunicazione hanno ben poche ragioni per svanire dopo la crisi.

Si può persino sostenere che l'attuale crisi possa comportare il rischio di una deflazione. Nel complesso, i fattori sopra citati sono sufficienti a creare forti spinte disinflazionistiche in molti paesi. Tuttavia, la possibilità che l'inflazione possa diventare, e rimanere, negativa, non può essere ignorata, soprattutto in quei paesi dove era già molto bassa prima della crisi, in particolare Giappone ed Europa. Questo rischio sarà tanto più elevato quanto più si protrarrà la crisi.

Tuttavia, la crisi può generare o accelerare una combinazione di politiche di stimolo, mentre i nuovi equilibri politici e sociali e gli sviluppi della catena dell'offerta globale potrebbero rivelarsi inflazionistici.

La gravità della crisi ha innescato una risposta politica eccezionalmente ampia con implicazioni di lunga durata. Inoltre, la crisi potrebbe rivelare una difficoltà politica nel portare avanti interventi a favore del

business e della globalizzazione che stava già portando silenziosamente a una inversione del trend disinflazionistico anche prima del virus (cfr. [Covid-19: La mano invisibile che indica agli investitori la strada verso gli anni '70](#)).

Più specificamente, l'inflazione potrebbe emergere da almeno tre fattori:

- 1) Un periodo prolungato di stimoli fiscali e monetari combina
- 2) Scelte politiche più orientate a sostenere il reddito delle famiglie.
- 3) La rilocalizzazione delle attività di produzione nei mercati sviluppati.

1. Un periodo prolungato di stimoli fiscali e monetari combinati potrebbe rivelarsi più inflazionistico dei precedenti pacchetti di risposta alla crisi.

- **Una ragione per cui l'intensa monetizzazione del debito pubblico nell'ultimo decennio non ha portato all'inflazione può essere che i mercati sviluppati non hanno condotto stimoli fiscali e monetari combinati per lungo tempo.** La maggior parte di loro lo ha fatto solo brevemente durante il periodo 2009-2010, in un momento in cui l'output gap molto negativo era altamente disinflazionistico. Mentre le misure di politica monetaria non convenzionali (compresa la monetizzazione del debito) sono proseguite per diversi anni, sono state poi accompagnate da un consolidamento fiscale, che ha esercitato una propria pressione deflazionistica. Nel complesso, gli ampi incrementi delle riserve bancarie generati dai programmi di QE non hanno portato a corrispondenti incrementi di moneta che può essere spesa immediatamente (ossia, M1).

- **Gli attuali programmi di stimolo sono già più ampi (sia dal punto di vista monetario che fiscale) di quelli attuati nel 2009-2012 in un arco di tempo simile, e sono anche molto flessibili.** Mentre le misure fiscali eccezionali destinate ad accompagnare il lockdown dovrebbero presto essere ampiamente ridimensionate, nuove politiche di stimolo - questa volta orientate alla ripresa - sono già in fase di discussione. Inoltre, i governi potrebbero essere molto cauti, a causa dell'esperienza passata, nel passare troppo presto all'austerità.

Pertanto, un certo orientamento fiscale di stimolo moderato, finanziato dalla monetizzazione, potrebbe essere mantenuto anche dopo che l'output gap negativo (e il corrispondente effetto disinflazionistico) sarà colmato e le condizioni del mercato del lavoro consentiranno, ancora una volta, aumenti salariali. Grazie agli effetti combinati delle aspettative e dell'effettiva domanda reale, il processo di stimolo fiscale 'monetizzato' avviato dalla crisi sarà quindi probabilmente più inflazionistico di quello dei precedenti soli stimoli monetari, i cui effetti hanno alimentato le bolle speculative.

2. **Uno stimolo di bilancio 'monetizzato' prolungato potrebbe essere tanto più inflazionistico se deciso sotto l'influenza di nuovi equilibri sociali e politici più favorevoli al reddito delle famiglie e alle aspettative di reddito guidate da una potenziale redistribuzione della quota di valore aggiunto tra capitale e lavoro a favore di questi ultimo.**

Ciò potrebbe aver luogo in modi diversi:

- **In primis, le professioni molto esposte alla crisi**, molte delle quali a basso livello di reddito, **richiederanno senza dubbio e otterranno aumenti salariali**. Questo probabilmente alimenterà richieste simili in altri settori, rese più forti solo dal fatto che l'ampia spesa fiscale durante la crisi avrà trasmesso la percezione che le casse pubbliche siano illimitate. Diversi governi, come la Francia, e diverse grandi società hanno annunciato premi speciali per alcune categorie di personale poco retribuito e particolarmente stressato nel periodo attuale. Negli Stati Uniti, la legge HEROES approvata dalla Camera dei Rappresentanti propone di istituire un fondo "Heroes" da 200 Mld di \$ per aumentare le retribuzioni e aiutare il reclutamento di lavoratori "essenziali". In questo caso, sarà necessario verificare se le azioni seguiranno le dichiarazioni e le promesse ambiziose.
- Inoltre, i regimi di protezione sociale che si **sono estesi durante la crisi potrebbero rivelarsi difficili da sbloccare**.

In particolare, la crisi ha visto l'estensione della protezione sociale ai lavoratori temporanei e indipendenti e il lancio di modelli universali di reddito di base. Tali schemi saranno probabilmente più richiesti dagli elettori in futuro. C'è poi la questione dell'aumento dei salari bassi. Portare il salario minimo federale a 15 \$ l'ora (da 7,25 \$) è una delle promesse del candidato democratico alla presidenza Joe Biden. A livello europeo, le discussioni su un salario minimo europeo, che potrebbe essere fissato al 60% del salario medio in ogni paese, sono riprese (attualmente, sei paesi non hanno ancora una tale politica in atto).

- Se i governi dovessero cedere a tali richieste, le aspettative della classe medio-bassa di un reddito più elevato potrebbero diventare permanenti, riversandosi sulle aspettative dei salari e dei prezzi di tutti gli operatori economici. Inoltre, i moltiplicatori fiscali delle misure a sostegno del reddito rivolte a queste categorie di popolazione sono elevati (ossia, **un'inflazione trainata maggiormente dalla domanda**), data la loro bassa propensione al risparmio.
 - **Gli studi accademici che mettono in discussione il costo reale del debito pubblico (ossia la Teoria Monetaria Moderna)**, insieme alle crescenti preoccupazioni sulle disuguaglianze sociali, potrebbero fornire ulteriori giustificazioni teoriche e politiche al massiccio finanziamento monetario dei programmi fiscali. Oltre a facilitare il sostegno pubblico al reddito delle famiglie, ciò fornirebbe anche una motivazione per incrementare gli investimenti pubblici.
3. **Infine, l'inflazione potrebbe anche essere sostenuta da un'altra potenziale conseguenza della crisi del virus, vale a dire la rilocalizzazione delle attività di produzione nei mercati sviluppati:**
- **La crisi ha mostrato l'incapacità di molti paesi sviluppati di produrre rapidamente attrezzature mediche e farmaci**, e la loro eccessiva dipendenza dalla produzione straniera. L'opinione pubblica si aspetterà sicuramente politiche volte a ripristinare l'autonomia produttiva nazionale.

- **Per quanto riguarda le delocalizzazioni, c'è più volontà politica negli Stati Uniti e in Giappone che in Europa.** Negli Stati Uniti, l'amministrazione Trump ha spiegato di poter sostenere i costi di rilocalizzazione di tutte le società statunitensi che desiderano lasciare la Cina. In Giappone, il budget aggiuntivo fornisce 220 Mld di ¥ per riportare in Giappone la produzione che era in Cina.
- **Tuttavia, l'effetto di questo processo di rilocalizzazione sull'inflazione, per quanto positivo, è destinato a rimanere limitato, poiché riguarda principalmente il settore dei beni in un contesto in cui gli indici di inflazione (almeno nei mercati sviluppati) sono ora dominati da servizi prodotti a livello nazionale.**

Vale la pena notare che il calo dei prezzi dei beni dovuto alla delocalizzazione della loro produzione nei mercati emergenti è stata una spiegazione più ampia del trend disinflazionistico negli anni novanta o 2000 rispetto agli anni 2010, quando sono stati i prezzi dei servizi (per lo più prodotti localmente) che di gran lunga hanno esercitato la principale pressione al ribasso sugli indici di inflazione.

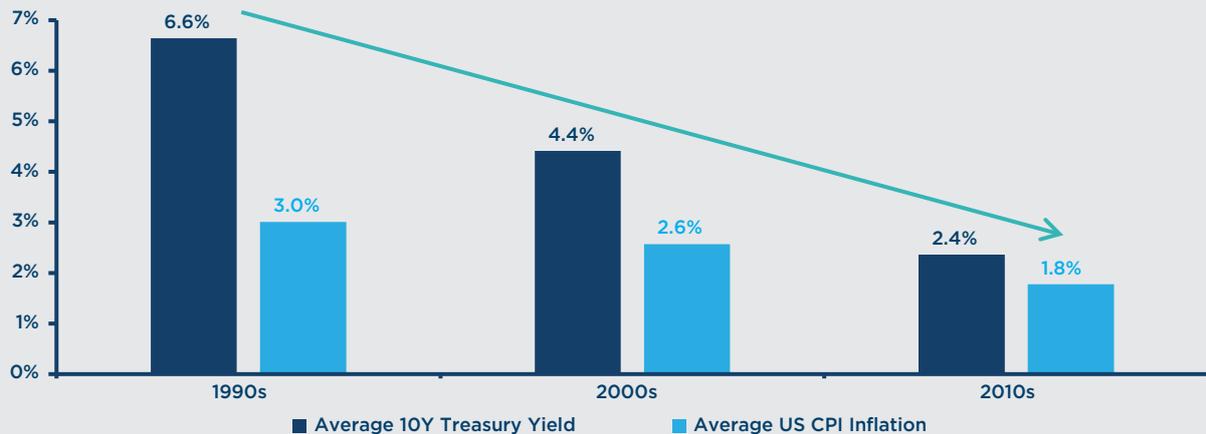
- Inoltre, il divario salariale tra i mercati sviluppati e diversi mercati emergenti ad alta intensità di produzione, a cominciare dalla Cina, è ben lungi dall'essere così ampio come nei "decenni d'oro" della delocalizzazione da 30 a 10 anni fa. Infine,

il progresso dell'automazione può rendere difficile generare un numero di posti di lavoro macroeconomicamente significativo con corrispondenti incrementi salariali. Pertanto, è più probabile che la **rilocalizzazione** contribuisca a una pressione inflazionistica di lunga durata insieme agli altri fattori menzionati piuttosto che essere di per sé un fattore determinante.

Date queste numerose forze opposte, le argomentazioni a favore di un cambiamento nel regime d'inflazione sembrano molto aperte. Resta da vedere, quando la nebbia della crisi si dissiperà, se i cambiamenti introdotti o rivelati dagli eventi attuali saranno abbastanza ampi da porre fine a 40 anni di disinflazione, per quanto profondamente radicati nel comportamento e nelle aspettative degli operatori economici. Al di là dei fattori ciclici, sembra plausibile aspettarsi che una crisi di tale portata determini cambiamenti economici strutturali. Metterà in discussione i principi che sembravano generalmente accettati, sia sul sostegno dei governi alla sfera privata, sia sulle nazionalizzazioni, sull'organizzazione del commercio mondiale e persino sul necessario controllo delle finanze pubbliche. La riflessione sulla rivalutazione dei salari in alcune professioni era già presente prima della crisi del coronavirus e potrebbe ora assumere una nuova dimensione.

Grafico 3 e 4: Analisi dei contributi alla disinflazione core



Grafico 5: Dinamica dell'inflazione e dei rendimenti del Tesoro negli ultimi tre decenni


Fonte: Amundi sui dati Bloomberg. Dati al 31 dicembre 2019.

Nel complesso, riteniamo che l'inflazione dovrebbe essere leggermente più alta in questo decennio rispetto agli anni 2010.

4. Implicazioni di investimento in un mondo inflazionistico più incerto

Negli ultimi tre decenni, gli investitori hanno beneficiato di un contesto favorevole agli investimenti caratterizzato da inflazione e tassi che tendevano a scendere. Di conseguenza, i rendimenti dei titoli di Stato sono scesi, guidando la performance positiva del mercato nell'ambito del reddito fisso.

La correlazione negativa obbligazioni/azioni e la solidità dei mercati azionari dopo la grande crisi finanziaria hanno contribuito a rilanciare le performance nell'ultimo decennio e a mantenere ulteriormente bassa la volatilità. Questo contesto benevolo di mercato ha

portato a solidi rendimenti in termini reali (al di sopra dell'inflazione) per un portafoglio Bilanciato USD (cfr. grafico) con un basso livello di volatilità.

Questo scenario positivo sta per finire, dal momento che la **crisi del Covid-19 sta facendo riemergere la volatilità**. Inoltre, guardando al prossimo decennio, gli investitori dovranno far fronte ad aspettative di rendimento più basse sui mercati obbligazionari, poiché i rendimenti sono estremamente bassi. Valutare le aspettative di inflazione nel breve e nel lungo termine diventa pertanto cruciale al fine di costruire un'asset allocation resiliente in un mondo in cui i rendimenti saranno inferiori rispetto al passato.

Nel breve periodo, la volatilità dell'inflazione potrebbe aumentare, ma il livello complessivo di inflazione dovrebbe rimanere contenuto.

Figura 6: Rendimenti reali del portafoglio bilanciato USA e volatilità nell'ultimo decennio (2009-2019) e negli tre decenni (1989-2019)


Fonte: Amundi sui dati Bloomberg. Equity = MSCI US Index, Bond = Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index. Gli indici sono espressi in USD, total return. I rendimenti sono al lordo di commissioni e imposte. Rendimenti reali = Rendimenti ann. - Media dell'indice dei prezzi al consumo USA Inflazione nello stesso periodo. Dati al 31 dicembre 2019. I rendimenti passati non sono garanzia dei risultati futuri.

Tabella 1: Implicazioni del passaggio di lungo termine a un nuovo regime dopo la crisi del Covid-19

Trend	Implicazioni per gli investimenti
Aumento del debito in tutto il mondo	Necessità di concentrarsi sulla selezione per evitare aree (business, settori, Paesi) a rischio di insolvenza. Anche la gestione della liquidità sarà cruciale, come in ogni contesto in cui si manifesti un evento del credito, ci sarà probabilmente stress di liquidità sul mercato.
Monetizzazione del debito	Con livelli di debito elevati, le banche centrali dovranno agire direttamente per monetizzare i deficit fiscali e mantenere bassi i tassi di interesse al fine di mantenere basso il costo del servizio del debito. Ciò potrebbe portare ad un aumento dell'inflazione. Mentre i titoli di Stato hanno dato buoni risultati negli ultimi tre decenni, essi potranno essere messi sotto pressione in un contesto caratterizzato da tassi bassi e da un potenziale aumento dell'inflazione.
Focus sulla crescita dopo la crisi	Mentre il fattore monetario ha trainato le performance in passato, nella fase di ripresa dopo la crisi, la crescita sarà il driver chiave. Alla ricerca di aree con maggiore potenziale di crescita, gli investitori dovrebbero prendere in considerazione un'allocazione sostanziale in attivi dei mercati emergenti che potrebbe incrementare il potenziale di rendimento del portafoglio in futuro.
Deglobalizzazione	Maggiore ruolo della diversificazione geografica nella misura in cui i paesi rilocalizzeranno alcuni asset strategici. Fine delle strategie basate sul trend della globalizzazione.
Maggiore attenzione alla dimensione sociale e ai criteri ESG	In un'era di elevata disuguaglianza, dovranno essere messe in atto misure estreme per compensare gli effetti della crisi sulle economie a beneficio dell'intera collettività. Di conseguenza, è probabile che i temi ambientali e sociali saranno ulteriormente al centro dell'attenzione in futuro.
Ripresa dell'inflazione	Necessità di aggiungere un'allocazione specifica alle attività che possono aiutare ad attenuare il rischio d'inflazione ed essere consapevoli del fatto che le obbligazioni e le azioni nel complesso potrebbero probabilmente essere negativamente impattate in caso di inflazione elevata.

Fonte: Amundi. Cfr. anche [Covid-19: La mano invisibile che indica agli investitori la strada verso gli anni '70](#).

In questo scenario, alcune classi di attività continueranno ad essere sostenute da azioni monetarie. È il caso del credito investment grade e delle obbligazioni periferiche che beneficiano dei programmi di Quantitative Easing. Inoltre, è probabile che la tradizionale correlazione tra azioni e obbligazioni persista, fintanto che le aspettative sui tassi di interesse restano ancorate. Di conseguenza, gli investitori dovrebbero considerare i titoli di Stato sicuri come una fonte di attività liquide in grado di bilanciare la componente di asset rischiose nell'allocazione. In una prospettiva a più lungo termine, tuttavia, l'era dei rendimenti degli investitori trainati dal fattore monetario sta per finire e il rischio di inflazione probabilmente riaffiorerà, sfidando i rendimenti degli investimenti. **Il nuovo regime porterà a profondi cambiamenti di cui gli investitori dovranno tener conto nella costruzione dell'asset allocation.**

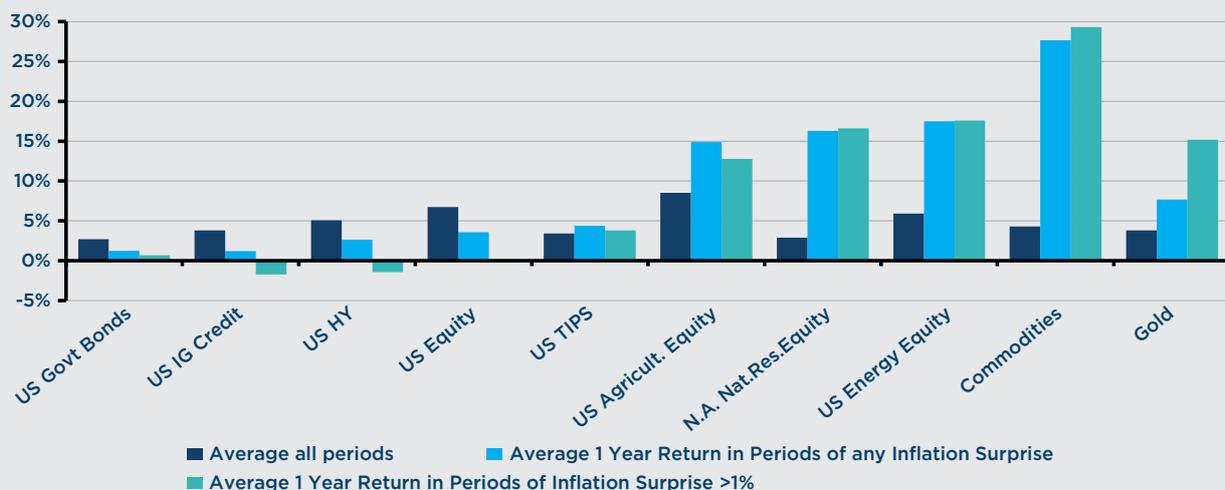
In particolare, riteniamo che sia cruciale, soprattutto per gli investitori nel reddito

fisso con un orizzonte d'investimento di lungo termine, come i fondi pensione, **considerare nell'allocazione l'aggiunta di una parte di investimenti che possano potenzialmente aiutare a mitigare il rischio d'inflazione.**

Di fatto, anche in periodi che non hanno avuto un contesto iperinflazionistico come quello degli anni '70, le sorprese inflazionistiche potrebbero avere avuto un impatto significativo sulle performance delle diverse classi di attività. In particolare, in periodi di sorprese inflazionistiche, le attività tradizionali, come i titoli di Stato e gli indici azionari generali, possono sottoperformare, mentre gli investimenti legati alle dinamiche delle attività reali (liquide e illiquide) hanno il potenziale per sovraperformare.

Abbiamo analizzato i rendimenti reali (rendimenti annualizzati al netto dell'inflazione) delle diverse classi di attività basate negli Stati Uniti in periodi di sorprese inflazionistiche e li abbiamo confrontati con tutti i periodi degli

Grafico 7: Rendimenti reali delle classi di attività in periodi di inflazione inattesa



Fonte: Amundi sui dati Bloomberg. Analisi dei dati mensili dal 31 marzo 1997 al 30 aprile 2020. I periodi di sorpresa dall'inflazione sono definiti come periodi in cui l'indagine dell'Università del Michigan sulle aspettative di inflazione a un anno dall'inizio dell'anno è inferiore rispetto al tasso di inflazione al consumo effettivo su base annua riportato 12 mesi dopo; la sorpresa dall'inflazione è la differenza tra i due. US Equity = S & P500, US Govt Bond = Bloomberg Barclays US Treasury, US IG Credit = Barclays US Aggregate Credit, US HY = Barclays US Corporate High Yield, TIPS = BofA Merrill Lynch US Inflation-Linked Treasury, US Agricultural Equity = S & P500 Agricultural Products Index, N.A. Titoli azionari = S&P North American Natural Resources Sector, US Energy Equity = S & P500 Energy Index, Commodities = S & P GCSI Commodity Index. Tutti gli indici sono total return in USD senza copertura. Analisi dei dati mensili. I rendimenti passati non sono garanzia dei risultati futuri.

ultimi 23 anni (dal 1997 al 2020) in cui l'inflazione negli Stati Uniti (basata sull'indice dei prezzi al consumo) oscillava tra il -2% e il +5,6%. Gli anni caratterizzati da sorprese inflazionistiche sono stati identificati come anni in cui l'inflazione realizzata (variazione anno su anno dei prezzi al consumo USA (CPI) misurati dal Bureau of Labour Statistics,) ha superato le aspettative di inflazione previste l'anno precedente (variazione dei prezzi misurata dalla University of Michigan). Quando ciò si verifica, i titoli di Stato, le obbligazioni societarie e gli indici azionari generali hanno sofferto, con i rendimenti reali che in media sono diventati negativi quando la sorpresa inflazionistica è stata superiore all'1% (cfr. grafico). Al contrario, gli investimenti reali garantiti da attività, come l'oro, le materie prime e i settori azionari legati all'economia reale (agricoltura, energia e risorse

naturali) e le obbligazioni indicizzate all'inflazione (TIPS USA), hanno registrato in media performance più solide, superando la loro performance media in tutti i contesti inflazionistici.

Per questo motivo, riteniamo che gli investitori a lungo termine che potrebbero affrontare diversi cicli di inflazione in futuro potrebbero potenzialmente coprire il rischio legato alle sorprese inflazionistiche attraverso un'allocazione in classi di attività legate ad attività reali. Questo sarà fondamentale soprattutto perché la repressione finanziaria che emergerà dalla crisi manterrà bassi i tassi di interesse, mettendo ulteriormente a rischio la capacità dei titoli di Stato di generare rendimenti reali positivi in caso di ripresa dell'inflazione.

Tabella 2: Allocazione delle attività in caso di ripresa dell'inflazione

Attività da includere in un paniere legato alla dinamica dell'inflazione:	Attività che saranno messe in discussione nei periodi di sorprese inflazionistiche:
<ul style="list-style-type: none"> - Obbligazioni a breve termine e, soprattutto, obbligazioni protette contro l'inflazione - Esposizione al settore immobiliare - Investimenti in infrastrutture - Materie prime e oro - Azioni e obbligazioni di società di settori legati all'economia reale/all'inflazione come l'agricoltura e le materie prime 	<ul style="list-style-type: none"> - Obbligazioni governative (in particolare con duration lunga) - Mercati del credito ad ampio raggio - Mercati azionari ad ampio raggio

Fonte: Amundi, al 29 maggio 2020.



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. Dati, opinioni e stime possono essere modificati senza preavviso. Il presente documento è stato predisposto da Amundi, società anonima con capitale di 1.086.262.605 € - Società di gestione approvata dell'AMF N°GP 04000036 - Sede legale: 90, boulevard Pasteur - 75015 Parigi - Francia 437 574 452 RCS Parigi.

Data del primo utilizzo: 8 giugno 2020.