



OUTLOOK DEGLI INVESTIMENTI NEL SECONDO SEMESTRE 2022

## Vita al di sopra dello zero: il percorso degli investitori in una fase di rialzo dei tassi

Comunicazione di Marketing

Le opinioni espresse in questa presentazione sono quelle del Global Investment Committee e sono soggette a modifiche in qualsiasi momento. Queste opinioni non devono essere considerate consigli di investimento, raccomandazioni su titoli, o indicazioni sulla negoziazione di qualsiasi prodotto di Amundi

**La fiducia  
va meritata**

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

## INDICE

<b>Principali convinzioni</b>	3
<b>Temi chiave per il secondo semestre 2022</b>	4-5
<b>Scenari centrali e alternativi e rischi</b>	6
<b>Shock geopolitici e autonomia strategica dell'Europa</b>	7
<b>Verso un mondo frammentato: riflettori puntati su Paesi emergenti e Cina</b>	8
<b>Temi del secondo semestre 2022 per l'economia mondiale</b>	9
<b>Opinioni sulle classi di attivi</b>	
Temi d'investimento per il secondo semestre 2022:	10
Panoramica dell'asset allocation nel secondo semestre 2022	11
Azioni e mercati emergenti	12
Investimenti ESG supportati dalla regolamentazione e dai flussi	13
Reddito fisso e valute	14
Materie prime e real asset	15
	16
<b>Previsioni</b>	17-18
<b>Autori dei contributi</b>	19



## PRINCIPALI CONVINZIONI



**Vincent MORTIER**  
Group Chief  
Investment Officer



**Matteo GERMANO**  
Deputy Group Chief  
Investment Officer

1. Le prospettive economiche per il secondo semestre saranno caratterizzate da divergenze a livello di crescita, inflazione e policy mix nelle diverse regioni. Il rischio di stagflazione sarà una caratteristica che accomunerà i mercati sviluppati (MS). Inoltre, visto che non ci sarà più un ciclo globale sincrono, tornerà il rischio Paese.
2. L'economia statunitense si avvia a un atterraggio morbido, mentre la zona Euro è fragile, e la sua economia sta risentendo dell'aumento dei prezzi dell'energia. La crescita della Cina dovrebbe riprendere vigore nel secondo semestre grazie al sostegno delle politiche.
3. L'inflazione potrebbe essere vicina al picco, ma rimarrà elevata per via della deglobalizzazione, delle strozzature dell'offerta, del caro-materie prime e della crescita positiva dei salari negli Stati Uniti. Sta inoltre prendendo piede anche una dimensione psicologica.
4. Le banche centrali interverranno per frenare l'inflazione in un periodo contrassegnato dal rallentamento del credito, dal debito elevato e dal rischio di frammentazione sui mercati finanziari. Non si spingeranno troppo in là, e i mercati hanno già scontato buona parte del loro nuovo atteggiamento *hawkish*.
5. Gli stimoli fiscali sono perlopiù alle nostre spalle, con alcuni margini di manovra a livello nazionale, soprattutto in Europa e in Cina. Negli Stati Uniti, lo spazio fiscale è inesistente in vista delle elezioni di mid-term.
6. La profondità del sell-off azionario ha contribuito ad assorbire le sopravvalutazioni, ma non ha inglobato il peggioramento dei fondamentali societari. Permangono dei rischi nel settore della crescita. Il segnale di acquisto per gli attivi rischiosi dipenderà dalla capacità dei rendimenti obbligazionari di stabilizzarsi. Nonostante il *repricing* globale sia ancora in corso, questa prospettiva non appare così distante.
7. Siamo cauti sulle azioni dei Paesi sviluppati perché l'outlook degli utili rimane troppo ottimista. Da un punto di vista tattico, preferiamo le azioni USA a quelle dell'UE, e la Cina dovrebbe beneficiare di una ripresa economica nel secondo semestre. È prevista una sovraperformance dei titoli quality, value e che distribuiscono dividendi.
8. Nel reddito fisso, i titoli di Stato hanno riacquisito un po' di valore. È giunto il momento di assumere una posizione neutrale sulla duration e di sfruttare le divergenze tra le politiche monetarie. Le obbligazioni cinesi rimangono una buona carta da giocare in termini di diversificazione.
9. La ricerca del rendimento a tutti i costi è finita. Nel credito, privilegiamo le obbligazioni societarie IG USA perché l'azione della Fed non dovrebbe avere un impatto significativo sulla dinamica domanda-offerta.
10. L'instabilità delle dinamiche di correlazione tra gli asset costringerà gli investitori a cercare un'ulteriore diversificazione nelle materie prime, nelle valute e nelle strategie alternative che presentano una bassa correlazione con le azioni e le obbligazioni.

Fonte: Amundi Institute al 16 giugno 2022.

# ALLA RICERCA DI UN NUOVO POLICY MIX IN UN CONTESTO DI RISCHI CRESCENTI

Valutazione dei temi principali per gli investitori nella seconda metà del 2022



**Pascal BLANQUÉ,**  
Chairman, Amundi  
Institute

Abbiamo iniziato l'anno attendendoci una forte crescita e un'inflazione elevata in tutta la prima parte del 2022. **La guerra tra Russia e Ucraina ha aggravato la spirale dell'inflazione, attualmente ben al di sopra degli obiettivi delle banche centrali e che verosimilmente durerà più a lungo del previsto.** Ciò ha innescato un forte *repricing* sui mercati finanziari, a partire dalle obbligazioni, dove l'ammontare del debito globale a rendimento negativo è crollato dagli oltre 11.000 miliardi di dollari a inizio anno a meno di 2.000 miliardi di dollari a metà anno. Il *repricing* si è esteso anche agli asset rischiosi, in particolare alle aree con valutazioni estreme nel settore growth. Nel secondo semestre sarà fondamentale valutare l'andamento della crescita e dell'inflazione, nonché del policy mix.

## Rischio crescente di recessione in un contesto di inflazione elevata

**Prevediamo un rallentamento dello slancio dell'economia nel secondo semestre** perché l'inflazione funge da imposta regressiva sui consumatori, con enormi divergenze tra regioni, Paesi e settori. Tuttavia, **non prevediamo una recessione globale.** L'inflazione potrebbe essere prossima al picco nella maggior parte delle aree, ma prevediamo che il contesto inflazionistico perdurerà per tutto il 2022 e nel 2023.

- **L'economia statunitense è destinata a rallentare e a ridiscendere al di sotto dei livelli pre-crisi,** anche se nel nostro scenario principale eviterà la stagnazione. A questo proposito, dobbiamo monitorare i tassi ipotecari, gli utili societari e l'aumento dei salari così da avere un quadro più chiaro dei fondamentali economici.
- **L'economia dell'Eurozona sta affrontando sfide sempre più difficili.** La crescita dovrebbe ristagnare nel 2022, con enormi divergenze. La Germania e l'Italia potrebbero addirittura subire una recessione tecnica a causa della loro dipendenza dall'energia russa, mentre l'inflazione dovrebbe chiudere l'anno al 7%-8%. Due dinamiche da tenere d'occhio sono i prezzi dell'energia - il principale motore dell'inflazione - e i prezzi dei prodotti alimentari.
- **Siamo cauti sulle prospettive della Cina, anche se il peggio è probabilmente alle nostre spalle.** Prevediamo una crescita annuale inferiore all'obiettivo del 4% fissato dal governo a causa delle ripercussioni delle restrizioni imposte dal Covid-19, che probabilmente toccherà il fondo nel secondo trimestre e registrerà una ripresa nel secondo semestre. Le divergenze si sono accentuate **nei mercati emergenti (ME).** A questo proposito, privilegiamo i paesi che esportano materie prime e quelli con un significativo margine di manovra, ad esempio Brasile, Sudafrica e Indonesia, mentre i paesi fortemente esposti alla guerra Russia-Ucraina e gli importatori di materie prime appaiono meno interessanti (approfondimento a pag. 7)

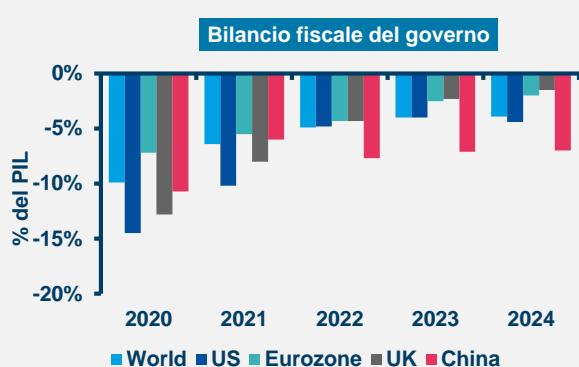


**Monica DEFEND,**  
Head of Amundi  
Institute

## Nuovo policy mix ed errori di politica

**Il policy mix sarà la chiave del ciclo.** Le banche centrali saranno alle prese con il rallentamento della crescita e con l'inflazione elevata e dovranno coordinare i loro sforzi con le autorità fiscali, dato che la fase di allentamento di bilancio dell'era Covid-19 è probabilmente finita, ma sono probabili ampie divergenze tra le regioni. Da un lato, **la Cina dispone di ampi margini di manovra per essere accomodante, mentre le banche centrali occidentali stanno effettuando una stretta monetaria aggressiva** per affrontare l'inflazione elevata. Prevediamo ulteriori rialzi dei tassi della Fed per un totale di 175 punti base, oltre a quelli già effettuati nel primo semestre. La BCE inizierà il suo ciclo di rialzi in modo aggressivo a luglio, implementando al contempo uno strumento anti-frammentazione per evitare un eccessivo allargamento degli spread periferici. I Paesi emergenti sono divisi sul fronte delle politiche: alcuni controllano l'inflazione, altri no. Tra questi ultimi figurano i Paesi dell'Europa orientale, alle prese con tassi elevati di inflazione. Riteniamo che l'opzione più probabile sia un'espansione fiscale in Europa analoga al piano Next Generation dell'UE e stimoli in più negli Stati Uniti in vista delle imminenti elezioni di mid-term, insieme a una certa stretta monetaria della banca centrale, anche se rimarrà "dietro la curva". Il risultato sarebbe un'inflazione ancora elevata accompagnata da un rallentamento controllato dell'economia. Una tale combinazione porterebbe a un contesto di mercato difficile, che richiede l'inclusione di titoli sensibili all'inflazione e una certa rotazione geografica. **Un errore di politica - nessuna espansione fiscale, unita a una piena normalizzazione monetaria - è uno dei principali rischi da tenere d'occhio perché porrebbe fine al ciclo.**

### Evoluzione del policy mix



## Costruire portafogli a prova di stagflazione

In un mondo frammentato, caratterizzato da un'inflazione elevata, da un rallentamento della crescita e da un calo della liquidità globale, gli investitori devono cercare fonti di rendimento reale positivo e acquisire un'esposizione ad attività in grado di proteggerli dall'inflazione elevata e dalla bassa crescita. Devono altresì cercare di individuare le opportunità che possono derivare da un ciclo non sincronizzato e da diversi percorsi di politica fiscale e monetaria. Allo stesso tempo, dovrebbero aumentare la diversificazione del portafoglio, includendo strategie sui mercati valutari e strategie che mirano a rendimenti reali assoluti, monitorando nel frattempo attentamente le condizioni di liquidità.

Dopo il **grande repricing degli asset del primo semestre**, la forte attrattività relativa delle azioni rispetto alle obbligazioni è in parte venuta meno e gli investimenti in obbligazioni **stanno diventando più interessanti**. Per quanto riguarda il secondo semestre, riteniamo che gli investitori debbano optare per un'**allocazione equilibrata/cauta agli attivi rischiosi**, puntando soprattutto ad aumentare l'asse della diversificazione.

Nel reddito fisso è giunto il momento di **passare tatticamente a una posizione di duration neutrale e di sfruttare le divergenze a livello di politica monetaria**. Tuttavia, riteniamo che non sia ancora giunto il momento di sovrappesare la duration. Potremmo decidere di adottare una tale posizione se la crescita dovesse essere deludente e se le banche centrali diventassero più accomodanti. Per quanto riguarda le obbligazioni periferiche, manteniamo una posizione neutrale e seguiamo con attenzione gli interventi della BCE. I titoli indicizzati all'inflazione e i tassi variabili fanno parte degli strumenti per costruire portafogli resistenti all'inflazione.

La ricerca del rendimento a tutti i costi è finita. Nel settore del **credito**, gli investitori dovrebbero **concentrarsi su società di qualità** e a bassa leva finanziaria e sulle aree resistenti al rallentamento, come le obbligazioni societarie IG USA. Gli investitori possono trovare delle **opportunità nelle obbligazioni selezionate dei Paesi emergenti** dotate del potenziale di offrire rendimenti reali positivi. Preferiamo il debito in valuta forte e alcune obbligazioni societarie HY selezionate. La scarsa propensione per il debito locale potrebbe diventare selettivamente più costruttiva per quei paesi che si trovano alla fine del loro ciclo di inasprimento. Le **obbligazioni cinesi sono un'altra area interessante per chi intende diversificare il proprio portafoglio** perché la People's Bank of China (PBoC) non ha adottato politiche eterodosse e sta attualmente portando avanti politiche accomodanti a differenza dell'Occidente.

Il **repricing** dei titoli azionari ha contribuito a "snellire" alcune valutazioni in eccesso. In una fase avanzata del ciclo, inflazionistiche, gli investitori dovrebbero concentrarsi sulle società resilienti dei settori più correlati

alle dinamiche inflazionistiche. A livello regionale, i **titoli azionari statunitensi dimostrano una miglior tenuta rispetto a quelli dell'UE** dove noi prevediamo una recessione degli utili. Tuttavia, il mercato azionario statunitense non è a buon mercato nonostante l'ampia correzione.

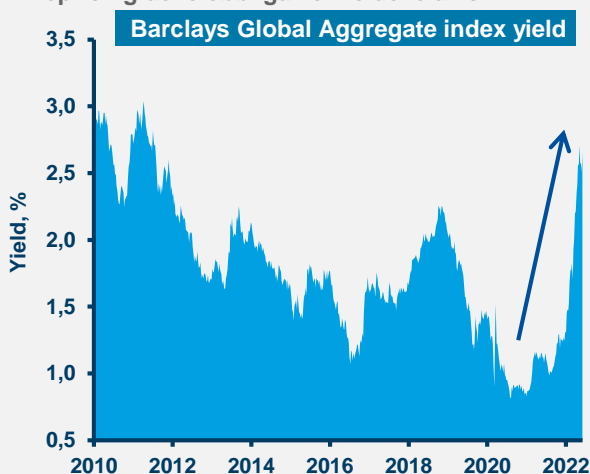
In termini di stile, i titoli **value, quality** e quelli che **distribuiscono dividendi rappresentano un buon mix**. I titoli value dovrebbero beneficiare dell'aumento dei tassi reali, del picco dell'inflazione e, infine, dell'aumento degli spread delle obbligazioni societarie HY. Infine, i dividendi seguono solitamente l'inflazione e rappresentano una componente fondamentale dei rendimenti quando l'inflazione è elevata. Pur rimanendo complessivamente neutrali sui titoli azionari dei Paesi emergenti, **stiamo diventando positivi sull'azionario cinese**, che dovrebbe beneficiare della riapertura dell'economia di cui si prospetta una ripresa nel secondo semestre, mentre le azioni cosiddette «A-shares» non risentono degli eventi nei Paesi sviluppati. In una prospettiva di medio-lungo periodo, le azioni rimangono il motore dei rendimenti. Questi si normalizzeranno e saranno più allineati ai fondamentali in un intervallo di crescita che, nella migliore delle ipotesi, oscillerà tra il 5% e il 7%.

Poiché la correlazione negativa tra rendimenti obbligazionari e attivi rischiosi - con i rendimenti obbligazionari in testa - si ripropone logicamente in un regime più inflazionistico, **l'emergere del segnale di acquisto per le attività rischiose dipenderà molto dalla capacità dei rendimenti obbligazionari perlomeno di stabilizzarsi**. Questa potrebbe rivelarsi una prospettiva non così remota, anche se il **repricing globale non sembra essersi ancora concluso**.

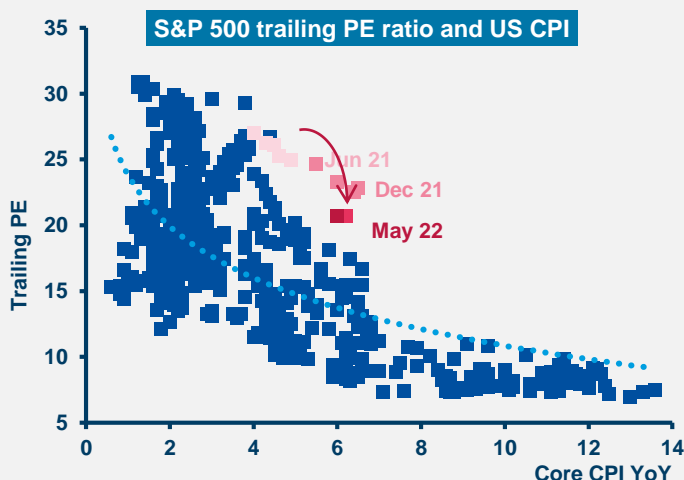
Per quanto riguarda gli **asset reali**, privilegiamo gli immobili e le infrastrutture come copertura dall'inflazione e il debito privato a tasso variabile, mentre siamo più cauti sui mercati del private equity vista la presenza di alcune aree di valutazioni eccessive. Date le attuali forti tensioni geopolitiche, le **materie prime** - soprattutto petrolio e oro - potrebbero rappresentare una buona copertura a breve termine contro il rischio geopolitico.

Per quanto riguarda le **valute**, riteniamo che il dollaro dovrebbe mantenersi forte e raggiungere la parità con l'euro, sia per valutazioni fondamentali che tecniche. Nel frattempo, ci aspettiamo che cessi l'indebolimento del renminbi e che ci sia un suo miglioramento sul medio termine. Più in generale, siamo costruttivi sulle valute dei Paesi emergenti.

Repricing delle obbligazioni e delle azioni

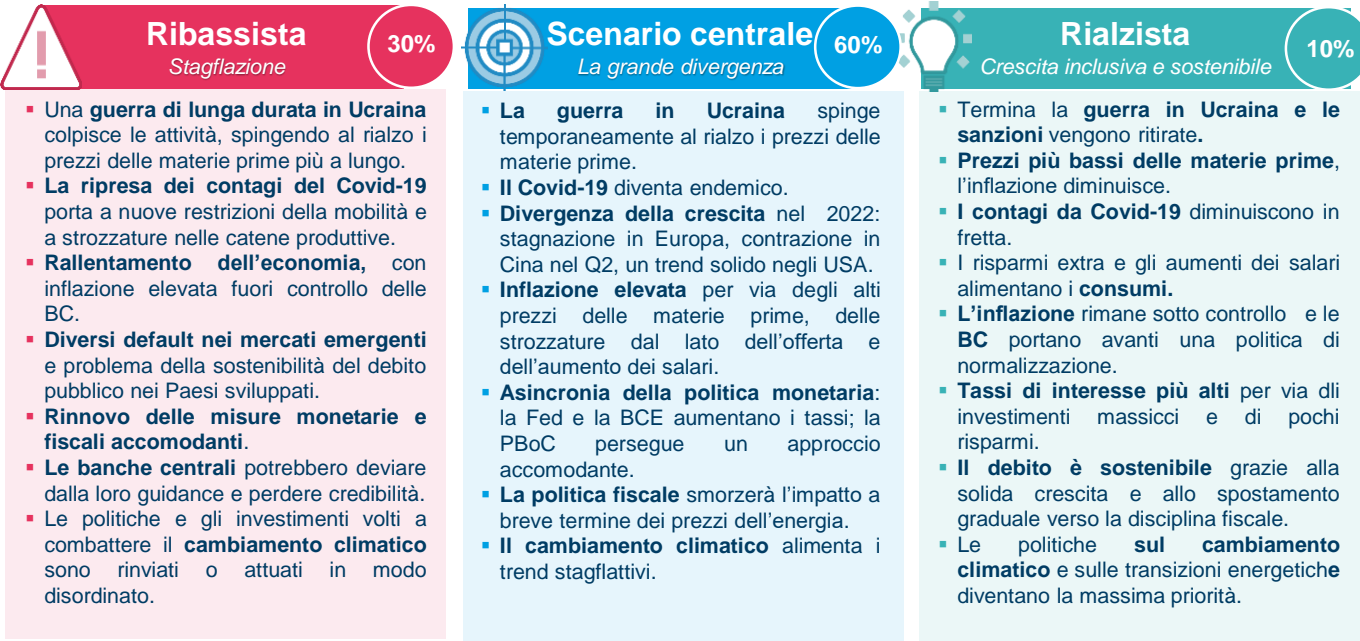


Fonte: Amundi Institute. Analisi degli ultimi dati settimanali di Bloomberg. Dati al 14 giugno 2022.

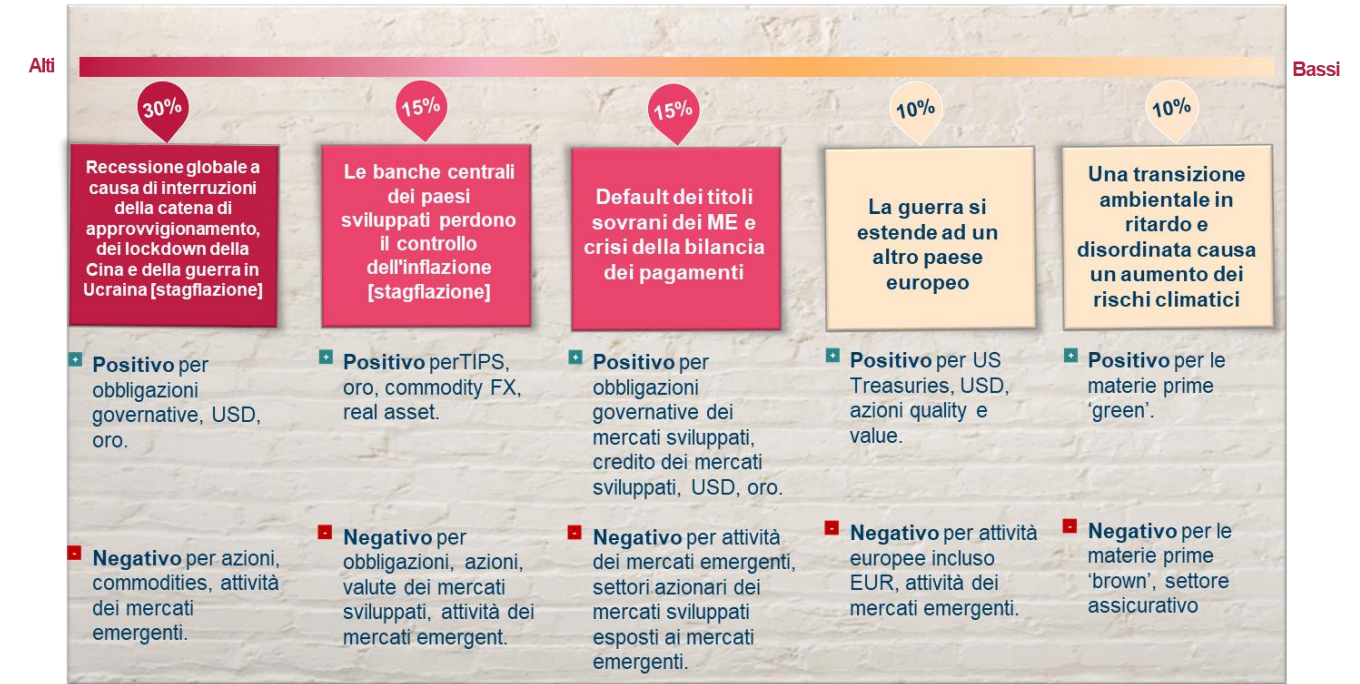


Fonte: Amundi Institute, Bloomberg, ultimi dati mensili al 13 giugno e 2022. I dati partono dal gennaio 1970.

# SCENARI CENTRALI E ALTERNATIVI E RISCHI



## I rischi per gli scenario sono elevati: i fantasmi della stagflazione



Fonte: Amundi Institute al 4 luglio 2022. DM: developed markets, EM: emerging markets. CB: central banks. Fed: Federal Reserve. BOE: Bank of England. ECB: European Central Bank. PBoC: People's Bank of China. QE: quantitative easing. QT: quantitative tightening. FX: foreign exchange. USD: US dollar, EUR: euro, UST: US Treasuries, TIPS: Treasury inflation-protected securities.



# SHOCK GEOPOLITICI E AUTONOMIA STRATEGICA DELL'UE

La transizione verde giocherà un ruolo chiave nel percorso verso l'autonomia dell'UE

Con la crisi causata dal Covid-19 e l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, il Ventunesimo secolo ha iniziato ad assomigliare all'inizio del Ventesimo secolo con la Prima Guerra Mondiale. Questi eventi avranno ripercussioni a lungo termine e ancora una volta coinvolgono l'Europa. Molto probabilmente **non decreteranno la fine della globalizzazione, ma contribuiranno a ridisegnare la sua forma e la sua struttura**. L'ascesa della Cina e il suo emergere come potenza mondiale al posto degli Stati Uniti rappresentano un punto di svolta importante. Dalla caduta del muro di Berlino, gli Stati Uniti hanno goduto di uno status egemonico militarmente, politicamente, economicamente e culturalmente. Questo periodo può essere considerato come una convergenza di modelli economici attorno al capitalismo finanziario, ai valori occidentali e alla democrazia liberale. Venti anni dopo l'ingresso della Cina nell'Organizzazione Mondiale del commercio e dopo il ripristino di un governo stabile in Russia, non solo è chiaro che questi due Paesi non intendono adottare il modello americano, bensì che stanno riaffermando addirittura la loro indipendenza strategica, come del resto molti altri Paesi emergenti che si sono rifiutati di sanzionare la Russia. **Stiamo lentamente passando da una Pax Americana - globalizzazione e quadro geopolitico incentrato sul mercato finanziario e sulle normative statunitensi, sul dollaro e sulla NATO - a un quadro regionale organizzato attorno a sfere di influenza.**

In questo contesto, la volontà dell'Europa di giocare la propria partita è legittima malgrado sia alle prese con tensioni crescenti. L'UE può scegliere di rimanere ancorata agli Stati Uniti, con il rischio di essere coinvolta in situazioni che ledono i suoi stessi interessi, oppure di promuovere una sua maggiore indipendenza attraverso politiche di autonomia strategica e la costruzione di una propria sfera di influenza. **Se l'Europa vuole rimanere vicina agli Stati Uniti senza correre il rischio di rompere con la Cina, deve prima di tutto rafforzare la propria sovranità.**

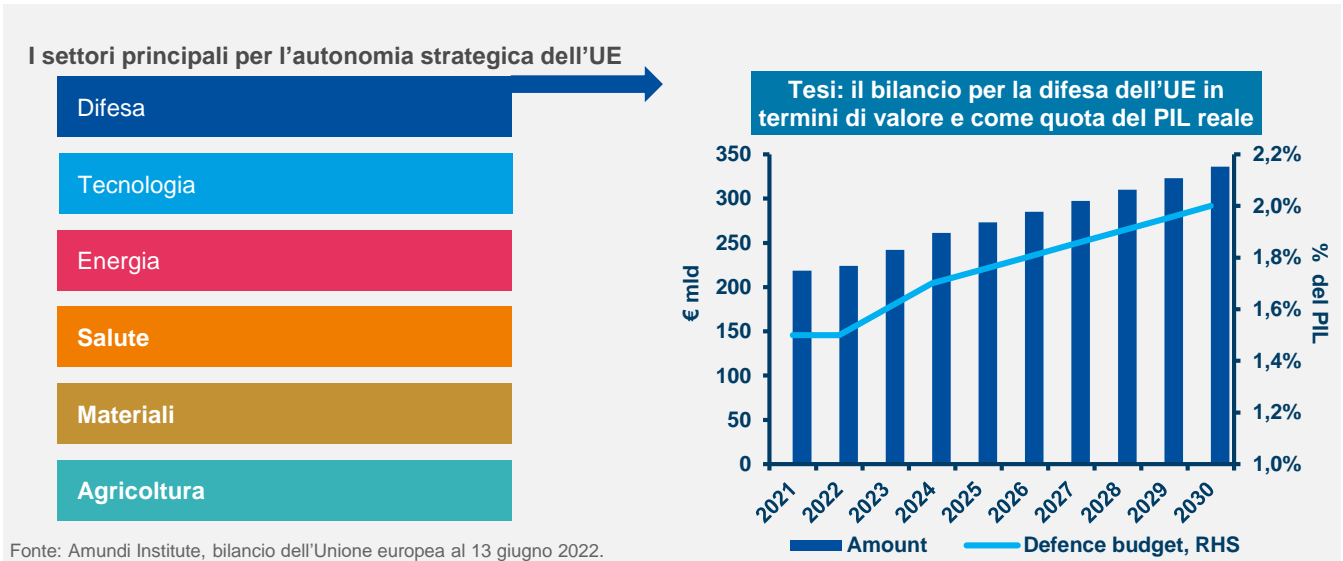
### Deglobalizzazione e commercio globale

Le notizie sulla morte della globalizzazione sono esagerate. Il commercio di servizi e di beni digitali continua a crescere, mentre il commercio di beni manifatturieri sta decelerando, un trend necessario per raggiungere l'obiettivo di emissioni Net Zero entro il 2050. L'Europa, in quanto economia più aperta del mondo, può ancora beneficiare del commercio globale. **Tuttavia, deve**

**garantire l'autosufficienza delle sue catene del valore e dei suoi settori cruciali e migliorare la sua resilienza economica attraverso il re-shoring o il near shoring.** L'autonomia strategica dell'Europa non significa isolamento, ma minore dipendenza esterna. Sarebbe economicamente dannoso rinunciare ai benefici della globalizzazione, ma altrettanto miope sarebbe sottovalutare i costi delle dipendenze europee.

### Investimenti verdi

Esiste un terreno comune nel perseguire la resilienza economica e una giusta transizione verde. Sebbene la maggior parte del dibattito sia incentrato su questioni di geopolitica, sicurezza e difesa, settori come l'agricoltura, la sanità, l'energia e la tecnologia sono fondamentali se l'Unione europea vuole diventare strategicamente autonoma. A questo proposito, sono necessari investimenti urgenti, nonché un consistente capitale azionario e rendimenti positivi attesi sul capitale investito nel lungo periodo. **Per questo motivo, gli investitori dovrebbero aspettarsi una revisione della struttura degli incentivi agli investimenti privati nei settori che sono cruciali per il raggiungimento di una maggiore autonomia e di una giusta transizione verde.** Si potrebbero implementare garanzie di finanziamento pubblico e sostegno fiscale, nonché incentivi per gli azionisti a lungo termine. Per tenere conto dell'entità e della durata degli investimenti necessari, le regole fiscali e la politica monetaria europee hanno un ruolo importante da svolgere. Gli investimenti pubblici o gli incentivi per promuovere l'autonomia strategica dell'UE potrebbero essere esclusi dalle regole sul deficit di bilancio e le obbligazioni sovrane emesse potrebbero far parte di un QE dedicato da parte della BCE, trasferendo nel tempo le passività odierne attraverso la trasformazione della moneta. **L'invasione dell'Ucraina da parte della Russia e gli shock geopolitici che potrebbero verificarsi in futuro potrebbero accelerare la transizione verso una maggiore autonomia dell'Europa, tuttavia richiederanno un significativo rimpasto del suo quadro di investimenti e del suo quadro fiscale.**



FRAMMENTAZIONE CRESCENTE DEI PAESI EMERGENTI, PREVISTA UNA RIPRESA DELLA CINA NEL SECONDO SEMESTRE

La frammentazione emergerà su diversi piani

All'indomani di due eventi globali chiave come la pandemia e la guerra in Ucraina, è emerso chiaramente come i Paesi emergenti siano un universo variegato che offre agli investitori diverse opportunità di investimento. Questi due eventi hanno evidenziato dinamiche di ripresa e tendenze inflazionistiche eterogenee. **Hanno inoltre contribuito al passaggio da pochi blocchi geopolitici consolidati a un mondo molto più frammentato.**

Durante la pandemia, i Paesi emergenti sono stati generalmente più prudenti nell'espansione fiscale rispetto ai Paesi sviluppati, anche se gli stimoli sono stati dimensionati in modo diverso tra loro. Alla fine della prima ondata di Covid-19, i tassi di vaccinazione e la tolleranza dei governi nei confronti del virus - dalla tolleranza zero alla convivenza con il virus - hanno definito la ripresa economica e l'entità del rimbalzo, con l'Asia che nel 2021 ha avuto un ruolo marginale rispetto all'America Latina e CEEMEA.

In effetti, i diversi livelli di pressione sulla domanda e la dipendenza dell'inflazione dai prezzi dei prodotti alimentari e dell'energia hanno dato origine a picchi di inflazione che hanno preso forma diversa nei Paesi emergenti, sottolineando ancora una volta la crescente frammentazione all'interno del blocco. Di conseguenza, **la funzione di reazione della politica monetaria è stata variegata tra i Paesi emergenti**, con le banche centrali dell'America Latina che sono state le prime ad alzare i tassi di interesse perché in questo caso l'espansione fiscale è arrivata prima ed è stata più forte che in altri Paesi emergenti (ad esempio, Brasile, Cile), seguita dalla regione CEEMEA. L'Asia è rimasta alla finestra, con un'inflazione quasi assente grazie a una domanda contenuta e a politiche di sussidio ben mirate sui prezzi più volatili (cibo ed energia).

Vulnerabilità esterna e guerra Russia-Ucraina

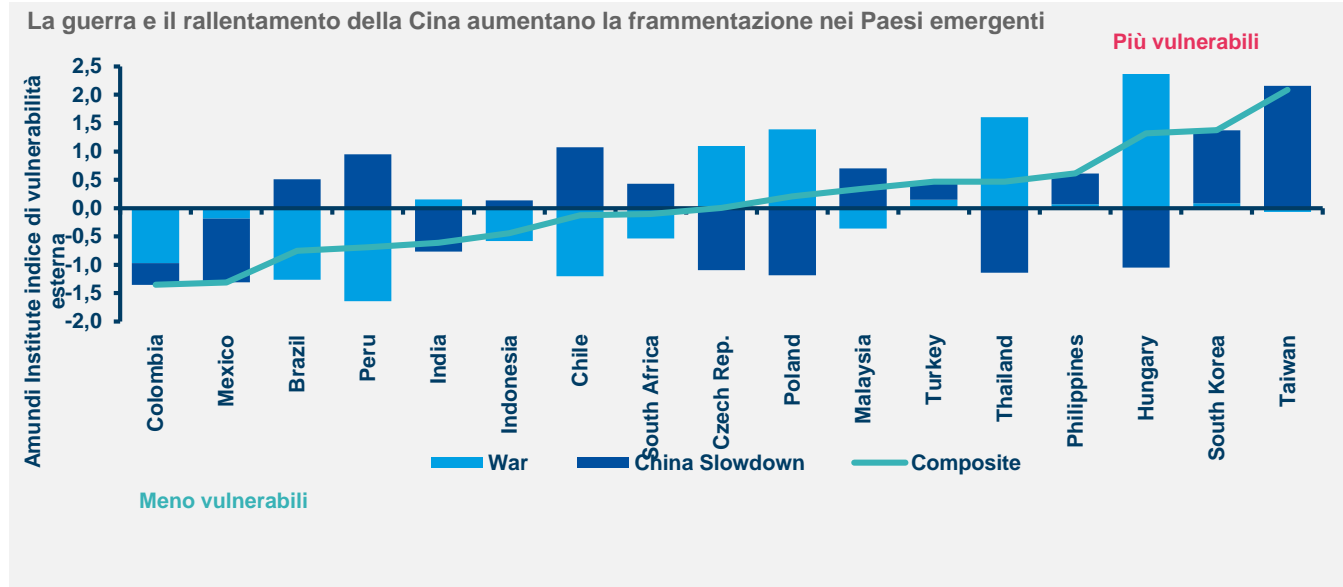
Se un fattore interno come l'inflazione è stato il principale motore della politica monetaria per tutto il 2021 e all'inizio del 2022, il cambio di regime globale sui tassi di interesse ha spinto le banche centrali a inasprire o a mantenere più a lungo un atteggiamento 'hawkish' in tutti i Paesi emergenti. Nel complesso, la vulnerabilità esterna dei Paesi emergenti è diminuita rispetto all'episodio del taper tantrum del 2013. Tuttavia, se combinata con lo stress fiscale - che è aumentato nettamente durante la pandemia - in un mondo

di tassi in aumento, potrebbe dare origine a storie idiosincratiche da monitorare. **Le storie idiosincratiche sono sempre più importanti e si trasformano meno frequentemente in episodi sistemici.**

**Anche l'impatto della guerra tra Russia e Ucraina è stato diverso in tutti i Paesi emergenti, sottolineando ancora una volta come questa regione appaia frammentata.** L'Europa orientale sarà quella che ne risentirà di più a causa della sua esposizione diretta al commercio e agli investimenti con la zona del conflitto. Per contro, il Medio Oriente dovrebbe beneficiare dei prezzi elevati del petrolio, in parte controbilanciati dal problema della sicurezza alimentare. I Paesi dell'America Latina, per lo più esportatori netti di materie prime, potrebbero beneficiare dell'aumento delle esportazioni di petrolio, metalli industriali e prodotti agricoli. Il legame dell'Asia con il boom delle commodity è contrastato, con Paesi come l'Indonesia o la Malesia destinati a trarre i maggiori benefici. Tuttavia, questa capacità di recupero dipende dall'abilità delle due principali economie asiatiche - Cina e India - di non incorrere in sanzioni secondarie. **Questa è la dimensione geopolitica della frammentazione.**

Focus sulla Cina

La Cina presenta un quadro a sé stante, soprattutto per quanto riguarda la sua posizione politica. A differenza delle altre principali economie globali, la Cina ha intrapreso un percorso di allentamento monetario, mentre la politica fiscale rimane di sostegno per ripristinare la fiducia delle famiglie e stimolare la domanda di abitazioni. La PBoC ha accelerato il suo percorso di allentamento, con un taglio di 15 pb del cosiddetto loan prime rate sui prestiti a cinque anni a maggio, poco dopo la riduzione di 20 pb del tasso minimo sui mutui. Si prevede che il percorso di graduale allentamento continuerà nel secondo semestre. Un maggiore sostegno è in arrivo anche dal lato della politica fiscale e si prevede che aggiungerà circa 0,5-1,0 punti percentuali alla crescita del PIL reale nel 2022, andando a sostenere la ripresa nel secondo semestre.



Fonte: Amundi Institute su ComTrade, IMF, CEIC, Bloomberg. Dati al 15 giugno 2022. Per informazioni sull'indice consultare pagina 20. CEEMEA: Central and Eastern Europe, Middle East, Africa. CB: central banks. PBoC: People's Bank of China.



## TEMI DEL SECONDO SEMESTRE 2022 PER L'ECONOMIA GLOBALE



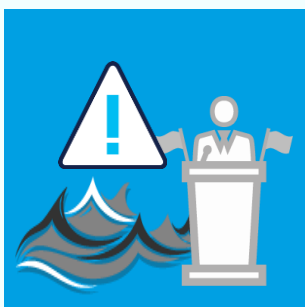
### Rischio di stagflazione in aumento in un contesto di divergenze

**L'economia globale sta rallentando** per via delle ripercussioni della guerra tra Russia e Ucraina, delle strozzature dell'offerta e della politica di tolleranza zero della Cina nei confronti del Covid-19. Le banche centrali inaspriranno le condizioni finanziarie per domare l'inflazione persistente. Una recessione globale non è il nostro scenario principale, ma vi sono aree di forte vulnerabilità come l'Europa, aree di attenzione come i consumatori USA, e sweet spot potenziali come la Cina nel secondo semestre.



### Policy mix: alla ricerca di un nuovo equilibrio

Il policy mix dovrà trovare un nuovo equilibrio perché la maggior parte delle banche centrali dei Paesi sviluppati hanno iniziato i loro cicli di rialzo dei tassi o li inizieranno presto, rimuovendo la politica accomodante dell'era Covid-19. I disavanzi fiscali diminuiranno, ma dovrebbero rimanere al di sopra dei livelli pre-pandemici. **Sarà necessaria anche una cooperazione tra politica monetaria e fiscale per affrontare il tema della sostenibilità del debito.**



### Ondate di shock geopolitici e rumore politico

La Guerra in Ucraina avrà **conseguenze di lungo periodo sul panorama geopolitico globale e sulle alleanze internazionali. Un probabile stallo politico negli Stati Uniti** a seguito delle elezioni di mid-term metterebbe in discussione il potere geopolitico negli USA e ridurrebbe il potenziale di ottenere risultati sul fronte fiscale. A breve termine, ciò potrebbe bloccare alcune riforme meno favorevoli ai mercati, con conseguenze positive per i mercati stessi.



### Mercati emergenti e Cina: frammentazione sempre più marcata

La Guerra tra Russia e Ucraina aggraverà ulteriormente le divergenze. Di conseguenza, la risposta delle banche centrali sarà eterogenea. Saranno favoriti i **Paesi che esportano materie prime e quelli che hanno margini di manovra politica. L'economia della Cina è prossima a una svolta** per via dell'allentamento della politica monetaria, ma ha ancora un impatto su alcuni Paesi asiatici.

**“ Nel secondo semestre, visti i rischi più alti di stagflazione, sarà necessario essere prudenti, ma i percorsi divergenti dell'economia e dell'inflazione offriranno delle opportunità. ”**

Fonte: Amundi Institute al 17 giugno 2022. MS: Mercati sviluppati. ME: Mercati emergenti. BC: banche centrali. PBoC: People's Bank of China.

# TEMI D'INVESTIMENTO PER IL SECONDO SEMESTRE 2022

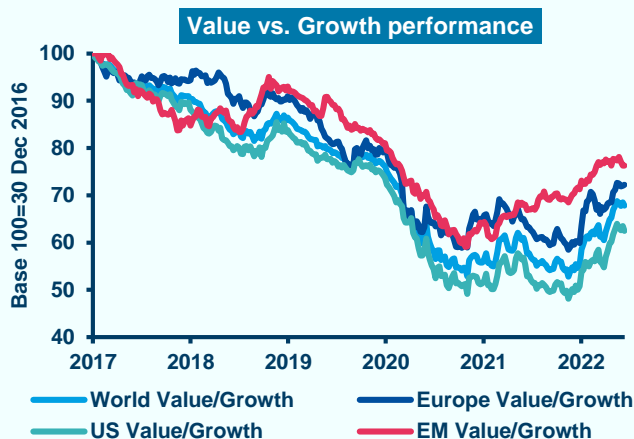
## Obbligazioni: ricostruire l'allocazione obbligazionaria core dopo il grande repricing

- » È ora di ritornare alla neutralità nella duration, nei titoli di Stato, nel credito IG e in alcune obbligazioni dei mercati emergenti.
- » Includere le obbligazioni cinesi a fini di diversificazione e i green bond nell'allocazione core.
- » Preferire il credito di qualità, rimanere selettivi sul credito high-yield e attenzione ai rischi di liquidità.



## Azioni: puntare su value e qualità, resilienza degli utili USA e riapertura della Cina

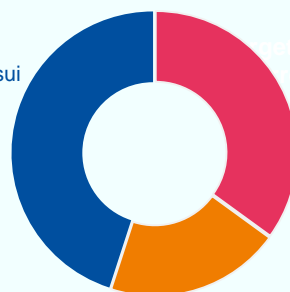
- » Focalizzarsi sui titoli value che hanno un orientamento alla qualità e dividendi interessanti.
- » Nel breve termine, gli Stati Uniti sono favoriti rispetto all'Europa grazie a fondamentali più forti.
- » La Cina potrebbe riaffacciarsi sulla scena nel secondo semestre grazie alla ripresa economica.



## Aggiungere diversificatori sensibili all'inflazione con la fine delle dinamiche di correlazione

- » Dinamiche instabili di correlazione tra asset richiederanno che gli investitori cerchino un'ulteriore diversificazione e si concentrino sui rendimenti reali.
- » Includere materie prime, valute e strategie alternative con bassa correlazione con azioni e obbligazioni.
- » Le attività reali sono favorite in un contesto di inflazione più elevata, con un focus su infrastrutture, real estate e floating private debt.

1. Obbligazioni con una focalizzazione sui rendimenti reali



2. Azioni con una focalizzazione sui rendimenti reali

3. Diversificatori sensibili all'inflazione:

- Materie prime
- Valute e strategie absolute return
- Attività reali

Fonte: Amundi Institute, Bloomberg. Dati al 16 giugno 2022. Gli indici Value e Growth sono tratti da MSCI. Solo a fini illustrativi.

VIEW DI AMUNDI SULLE CLASSI DI ATTIVI

Classe di attivi		Posizionamento attuale	Posizionamento atteso H2 2022
PIATTAFORMA AZIONARIA	Stati Uniti	=/+	=/+
	Titoli value USA	+	+
	Titoli growth USA	-	-
	Europa	-	=
	Giappone	=	=
	Cina	=/+	=/+
	Mercati emergenti, Cina esclusa	-/=	=
PIATTAFORMA OBBLIGAZIONARIA	Titoli di Stato USA	=	=
	Obbligazioni societarie IG USA	=/+	=/+
	Obbligazioni societarie HY USA	=	=
	Titoli di Stato europei (core)	=	=
	Titoli di Stato europei (periferici)	=	=
	Obbligazioni societarie IG in euro	=	=
	Obbligazioni societarie HY in euro	=	=
	Titoli di Stato cinesi	=/+	=/+
	Obbligazioni ME in valuta forte	=/+	+
	Obbligazioni ME in valuta locale	=	=
ALTRO	Materie prime	+	+
	Valute (USD vs. G10)	+	+

-- - = + ++  
Negativo Neutrale Positivo

Fonte: Amundi Institute al 23 giugno 2022.



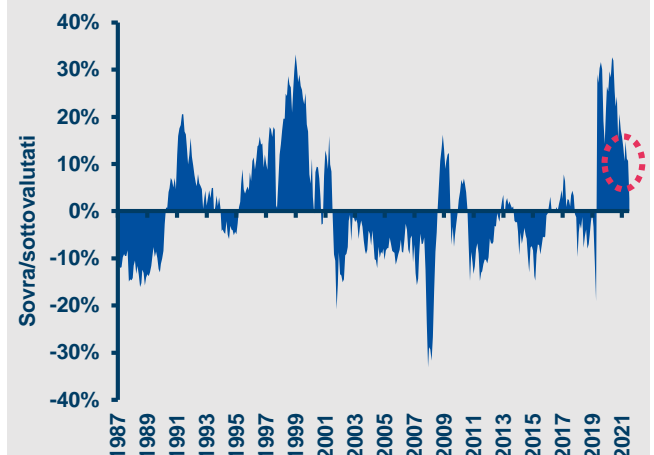
# 1 ATTENZIONE AGLI ATTIVI RISCHIOSI, LE PROBABILITA' DI GUADAGNO SONO DEBOLI

I livelli attuali degli attivi rischiosi scontano solo l'inasprimento monetario

Nei primi cinque mesi del 2022, l'indice S&P 500 ha registrato la perdita maggiore mai registrata dal 1970. Pertanto, è fondamentale valutare se la maggior parte della correzione degli asset rischiosi sia ormai alle nostre spalle. Il nostro quadro di valutazione suggerisce che, da un lato, gli investitori hanno scontato l'inasprimento della politica monetaria in corso a causa del contesto di alta inflazione che affligge l'economia globale. Dall'altro, gli attuali livelli dei mercati azionari e creditizi non prevedono una recessione economica o degli utili. La narrativa del mercato non sta nemmeno scontando completamente il deterioramento dei margini o il mix tossico di drenaggio della liquidità, deterioramento delle condizioni finanziarie e perturbazioni della produttività che stanno emergendo. Pertanto, è probabile che i prezzi di mercato subiscano ancora una correzione al ribasso in uno scenario di rallentamento economico, con il conseguente deterioramento del mercato del lavoro e revisioni al ribasso degli utili. Pertanto, ribadiamo la necessità di un'allocazione cauta agli attivi rischiosi nel corso del secondo semestre, in attesa di una maggiore visibilità sugli utili.

- **Trigger di mercato:** crescita economica, stagione delle trimestrali del Q2.
- **Da monitorare:** il drenaggio della liquidità finisce con l'investire anche i fondamentali.
- **Rischi:** errori di politica monetaria, evoluzione della guerra ucraina, possibili varianti del virus resistenti ai vaccini.

## Gli attivi rischiosi globali sono sopravvalutati rispetto ai fondamentali

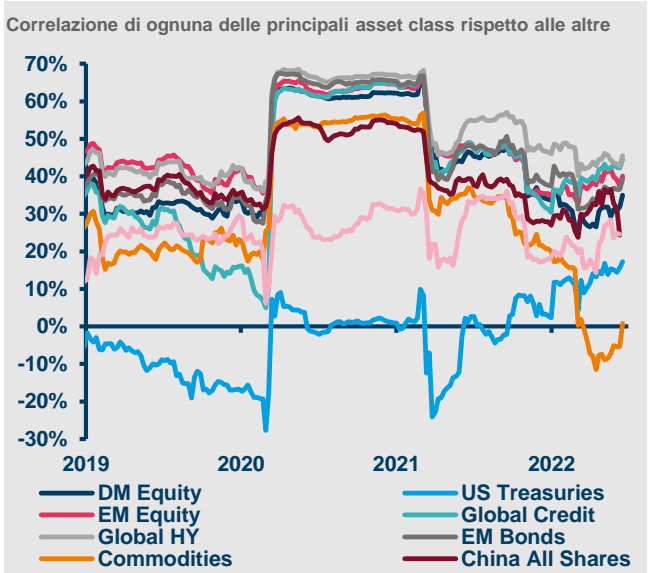


Fonte: Amundi Institute, Bloomberg. I dati sono aggiornati al 17 giugno 2022. Il paniere degli attivi rischiosi include lo S&P 500 (50%), le obbligazioni societarie IG USA (20%), le obbligazioni HY USA (20%), CRB all commodities (10%). La sovra/sottovalutazione è rispetto a un modello di valutazione basato sullo S&P trailing 12m EPS, PIL OCSE, tasso di disoccupazione USA, rendimento reale Treasury USA a 10 anni e IPC USA anno su anno.

**Sottolineiamo la necessità di mantenere un'allocazione prudente agli attivi rischiosi nel secondo semestre in attesa di una maggiore visibilità sugli utili.**

## FOCUS: DINAMICHE DELLE CORRELAZIONI

Le correlazioni instabili offrono margini per cercare diversificatori tattici



Fonte: Amundi Institute, Bloomberg. Dati aggiornati al 17 giugno 2022. Ogni riga mostra la correlazione della media mobile durante le 52 settimane di ogni asset class rispetto alle altre.

Osservando l'evoluzione delle dinamiche di correlazione tra le principali classe di attivi negli ultimi tre anni, notiamo che sono state altamente instabili. In particolare, nel primo trimestre del 2020 la pandemia da Covid-19 ha innescato un significativo aumento simultaneo della correlazione degli asset rischiosi (azioni dei Paesi sviluppati e dei Paesi emergenti, credito, obbligazioni dei Paesi emergenti materie prime), con i Treasury statunitensi che hanno continuato a fungere da unico diversificatore insieme alle obbligazioni aggregate cinesi, in un contesto di risk-off prevalente. Nel 2020 e all'inizio del 2021, la massiccia spinta fiscale e monetaria, messa in atto per compensare i danni economici delle chiusure per pandemia, ha agito come un'ulteriore forza che ha spinto le classi di attività nella stessa direzione. Più tardi, nel 2021, la riapertura dell'economia dopo l'avvio delle campagne di vaccinazione ha innescato una riduzione delle dinamiche di correlazione verso i livelli pre-crisi. La situazione è cambiata con il concretizzarsi di dinamiche inflazionistiche più durature, che hanno portato a una rottura del tradizionale ruolo di diversificazione dei Treasury statunitensi. In un contesto di inflazione crescente, le materie prime sono emerse come il grande diversificatore. Oltre alle materie prime e ai Treasury, anche le obbligazioni aggregate cinesi rimangono buoni diversificatori con dinamiche di correlazione più stabili rispetto ad altre classi di attivi, mentre migliora anche il vantaggio di diversificazione delle azioni cinesi. Oltre alle materie prime e ai Treasury, anche le obbligazioni aggregate cinesi rimangono dei buoni diversificatori con una dinamica di correlazione più stabile rispetto alle altre classi di attivi, mentre il vantaggio in termini di diversificazione delle azioni cinesi sta migliorando.

**In presenza di un'inflazione più alta, il tradizionale ruolo diversificatore dei Treasury USA è diminuito, mentre le materie prime hanno dimostrato di essere grandi diversificatori. Anche le azioni e le obbligazioni cinesi offrono benefici in termini di diversificazione.**

## 2 AZIONI: ALLA RICERCA DI CARATTERISTICHE DIFENSIVE

Privilegiare i titoli Value, Quality, e con dividendi elevati e sicuri

Nel passaggio da un'inflazione eccessiva a una crescita insufficiente, gli utili potrebbero essere rivisti al ribasso. Di conseguenza, il **posizionamento azionario dovrebbe essere difensivo**. Gli utili degli Stati Uniti sono tradizionalmente più resistenti di quelli della zona Euro, il che conferma la nostra preferenza per le azioni statunitensi. In termini di stile, **Value, Quality e dividendi rappresentano un buon mix**. Il Value beneficia dell'aumento dei tassi reali, mentre il Quality è la scelta migliore in un ciclo maturo in quanto potrebbe beneficiare sia del picco dell'inflazione, sia degli spread più ampi delle obbligazioni societarie HY. Infine, i dividendi tendono a seguire l'inflazione, rappresentano una parte fondamentale dei rendimenti quando questa si indebolisce e la loro volatilità è limitata. Siamo invece **cauti sulle small cap**, troppo cicliche, sul Momentum, che beneficia del mantra "buy the dips" nei periodi di aumento degli utili, mentre la fase attuale è più adatta a "sell the rallies", e sui titoli Growth di bassa qualità, il cui ripiegamento non sembra essere finito.

- **Trigger di mercato:** l'economia globale e gli utili rallentano.
- **Da monitorare:** il picco dell'inflazione e la prossima svolta della Fed.
- **Rischi:** la geopolitica e gli errori di politica portano a una recessione.

**Focus sulla conservazione del capitale e fare attenzione ai rally in controtendenza, soprattutto quando l'inflazione raggiunge il picco.**

PIL USA e crescita degli EPS



Fonte: Amundi Institute, Refinitiv, FMI. Dati al 9 giugno 2022. HY: high yield.

## 3 MERCATI EMERGENTI: RIPRESA DELLA CINA IN VISTA

La maggior parte dei fattori negativi è già scontata



Fonte: Amundi Institute, Bloomberg. Le previsioni sono di Amundi Institute. I dati sono aggiornati al 15 giugno 2022. HC: valuta forte., LC: valuta locale, HY: high yield.

L'inflazione è un tema chiave anche in tutti i Paesi emergenti. Nell'universo del reddito fisso, **privilegiamo le obbligazioni in valuta forte**, in particolare il segmento HY, che dovrebbe beneficiare di un dollaro vigoroso e dei prezzi elevati del petrolio. Vediamo un minore sostegno per il debito in valuta locale, più esposto all'aumento dei tassi USA e all'inasprimento della politica monetaria in corso in tutti i Paesi emergenti. Rimaniamo cauti e tatticamente selettivi sulle valute nei Paesi emergenti in vista del secondo semestre, a causa della forza del biglietto verde, dell'inflazione elevata e del debole slancio a livello macroeconomico. **Prevediamo opportunità selettive nelle valute dei paesi che esportano materie prime**, con un miglioramento dei termini di scambio e una stabilizzazione o un picco dell'inflazione (America latina). Tra i titoli azionari, il value è favorito in un contesto inflazionistico ed è concentrato in **America Latina**. Guardando alle metriche di valutazione a medio termine, **l'azionario cinese offre un buon potenziale di rialzo, considerando la storia costruttiva a lungo termine e il modesto posizionamento dopo il recente sell-off**. La maggior parte dei driver negativi in termini di normative, come il delisting di ADR e la regolamentazione del mercato immobiliare, sono già stati scontati e il sostegno politico dovrebbe continuare.

- **Trigger di mercato:** la ripresa della crescita parte dalla Cina.
- **Da monitorare:** il rialzo dei tassi di interesse USA e l'apprezzamento del dollaro.
- **Rischi:** gli errori di politica delle banche centrali, le restrizioni dovute al Covid-19 in Cina.

**Privilegiamo le azioni cinesi e i mercati value come quelli dell'America Latina; nelle Obbligazioni, il debito in valuta forte offre buoni punti di ingresso perché gli spread attualmente scontano perlopiù cattive notizie e il carry è elevato.**

## INVESTIMENTI ESG SUPPORTATI DA NORMATIVE E FLUSSI

Negli ultimi anni, gli **investimenti ESG sono emersi come un'onda anomala che ha spazzato via tutti gli approcci di investimento sul suo cammino**. Le masse gestite focalizzate sugli ESG sono cresciute di ,5 volte nel 2018-2021, raggiungendo i 5.800 miliardi di dollari\*, e nel 2021 hanno registrato una crescita impressionante del 208%. Questa crescita vertiginosa sta riguardando un po' tutti i settori (strategie a gestione attiva, ETF, smart beta e factor investing), tutte le classi di attivi (azioni, reddito fisso, investimenti diversificati) e i mercati.

L'enorme interesse degli investitori per gli investimenti ESG ha creato **uno squilibrio tra domanda e offerta, innescando una pressione sui prezzi di questo segmento di mercato guidata dai flussi**. Queste cifre da capogiro fanno temere una bolla, ma la popolarità non è necessariamente sinonimo di bolla. Altri fattori, come la valutazione degli attivi ESG, la razionalità economica degli investimenti ESG, le esigenze di investimento o il contesto normativo sono parte integrante dell'equazione complessiva e devono essere presi in considerazione prima di concludere che esista o meno una bolla per gli attivi ESG.

**Da un punto di vista valutativo**, la figura seguente confronta il PE ratio trailing degli indici MSCI orientanti ai criteri ESG della zona Euro e del Nord America nel tempo con il PE ratio trailing dei loro indici di riferimento. Le diverse curve consentono di valutare direttamente l'evoluzione dei premi PE degli indici orientanti ai criteri ESG che gli investitori sono disposti a pagare. Gli indici MSCI ESG leader e MSCI SRI mirano rispettivamente a una rappresentazione settoriale del 50% e del 25% rispetto all'indice generale di mercato, con l'obiettivo di includere le società con i rating MSCI ESG più elevati in ciascun settore. Di conseguenza, gli indici SRI sono composti principalmente da società *pure-player* che sono pionieri nel loro settore di attività grazie allo sviluppo di un know-how specifico o di tecnologie innovative.

Riteniamo che in media la **maggior parte degli asset ESG sia valutata correttamente**. Tuttavia, alcuni asset molto specifici, solitamente associati alle **strategie tematiche o agli asset green**, possono presentare temporaneamente valutazioni molto elevate rispetto al mercato generale.

A fine marzo, stimiamo il premio PE degli SRI rispettivamente al 23,5% e al 17,2% rispetto ai loro omologhi standard della zona Euro e del Nord America. Queste nicchie richiedono un'analisi più approfondita per determinare se il premio è giustificato.

Al di là del puro aspetto valutativo, le considerazioni ambientali, sociali e di governance hanno completamente ridisegnato l'approccio del settore finanziario alla sostenibilità. **Questi criteri extra-finanziari hanno fornito agli investitori un approccio olistico alla gestione del rischio**, consentendo una piena comprensione delle società in cui investono. Il loro contributo è tale che gli **investimenti ESG sono diventati il nuovo standard del settore finanziario**. Lungi dall'essere un fenomeno di moda passeggero, **questi cambiamenti ci sembrano irreversibili**.

Inoltre, gli **investimenti ESG beneficiano di un contesto favorevole** che ne favorisce il profondo radicamento nella nostra vita quotidiana e sono espressione del desiderio espresso dalla società civile di salvare il pianeta e di agire per il bene dell'umanità. Da un punto di vista razionale, le sfide che la società **si trova ad affrontare** (riscaldamento globale, transizione energetica, disuguaglianza sociale) **richiedono investimenti colossali e rimangono largamente sottofinanziati**. Infine, l'evoluzione del quadro normativo (ad esempio, l'SFDR in Europa) rappresenta un vero e proprio sostegno, in quanto crea un ambiente favorevole agli investimenti sostenibili.

Alla luce di questi elementi, i **flussi ESG dovrebbero continuare a guidare il mercato**, in particolare al di fuori della zona Euro anche grazie alla prossima evoluzione del quadro normativo. **Tuttavia, irreversibilità non significa squilibrio perpetuo**. Alla fine, una volta raggiunto l'equilibrio, gli **asset ESG** non beneficeranno più di questa pressione al rialzo dei prezzi e **dovrebbero sottoperformare il mercato generale perché subentreranno i meccanismi di mercato tradizionali**. Per meccanismi di mercato tradizionali intendiamo i consueti premi al rischio, soprattutto **il premio al rischio sul carbonio**, che dovrebbe verificarsi pienamente perché il rischio è destinato a durare.

Valutazione degli indici MSCI orientanti ai criteri ESG rispetto agli indici standard



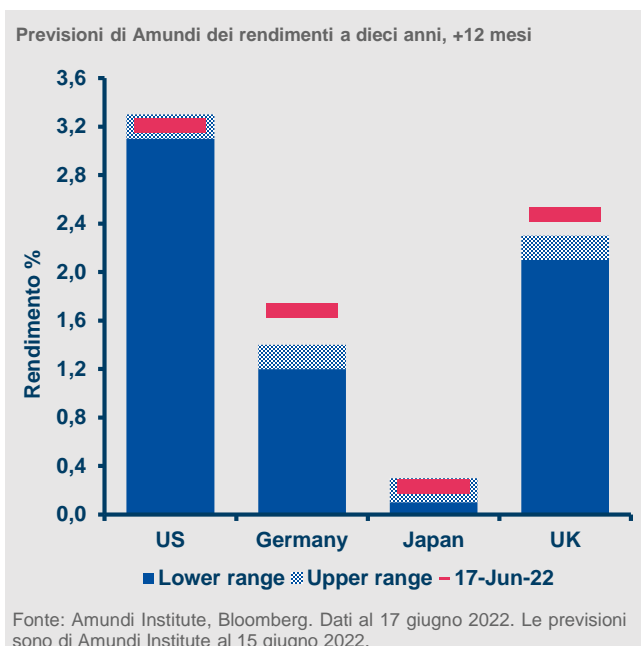
Fonte: elaborazione di Amundi Institute dei dati MSCI e FactSet. Dati al 31 Maggio 2022.

Gli autori desiderano ringraziare Alexandre Drabowicz per il suo validissimo contributo a questo articolo. \*Fonte: Broadridge. AuM: assets under management. ETF: exchange-traded funds. EPS: earnings per share. PE: price-earnings ratio.



## 4 OBBLIGAZIONI: PIÙ INTERESSANTI DOPO IL REPRICING DEL MERCATO

I rendimenti obbligazionari probabilmente si sono spinti troppo in là nello scontare gli interventi delle banche centrali



Nonostante l'intensificarsi dei timori sulla crescita, i rischi di inflazione rimangono supportati dai dati sull'IPC superiori alle attese che spingono al rialzo i rendimenti obbligazionari insieme alla rivalutazione del percorso di aumento dei tassi previsto, sia in Europa che negli Stati Uniti. La svolta 'hawkish' della BCE sta aggiungendo pressioni rialziste ai rendimenti obbligazionari e agli spread periferici. Questo quadro supporta le nostre aspettative di una curva dei rendimenti più piatta e rafforza la nostra posizione prudente sul debito periferico e sulle obbligazioni societarie dell'UE, confermando la nostra preferenza sui mercati del credito per il debito IG USA. Questa opinione si basa quindi sui nostri timori per la crescita nella zona Euro, dove il peggioramento del contesto economico è determinato anche dall'accelerazione dell'inflazione e dai margini sotto pressione, insieme a un inasprimento delle condizioni finanziarie. Se la priorità rimane quella di contrastare l'inflazione, ci aspettiamo che la BCE calibrerà la traiettoria dei tassi nel Q4 e nel Q1 2023 basandosi sui dati. Visto che la crescita negli USA saprà resistere meglio agli shock energetici e geopolitici, prevediamo che la Fed godrà di maggiori margini di manovra in termini di velocità e dimensioni, in gran parte già scontati.

- **Trigger di mercato:** cambiamento delle posizioni delle banche centrali.
- **Da monitorare:** il mercato del lavoro e la politica fiscale negli Stati Uniti.
- **Rischi:** disancoraggio delle aspettative di inflazione.

*I repricing dei rendimenti dei titoli di Stato ha ripristinato un certo valore, favorendo un posizionamento meno negativo sulla duration.*

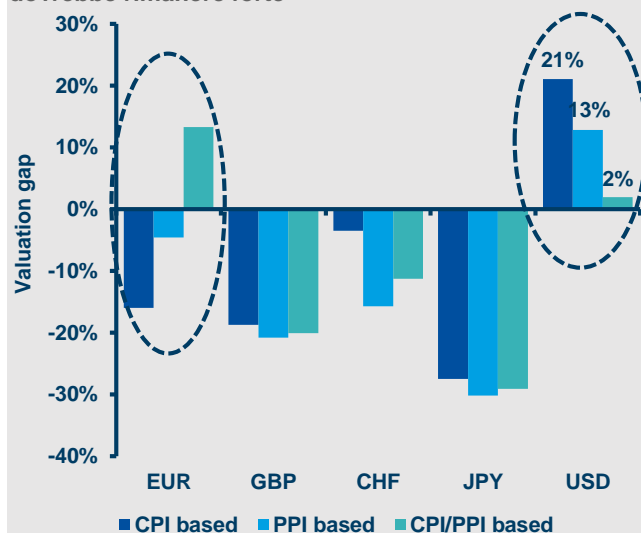
## 5 IL RE DOLLARO NON È ANCORA PRONTO PER ESSERE DETRONIZZATO

Sfruttate il massimo carry di qualità; mantenete una posizione lunga sul dollaro nel secondo semestre

Nel 2022 il dollaro USA ha dimostrato di essere un buon diversificatore, e da inizio anno ha guadagnato terreno su gran parte delle valute dei G10. Pensiamo che sia troppo presto per poter affermare che ha raggiunto il picco, perché l'incertezza relativa alle azioni della Fed rimane troppo forte e supporta il biglietto verde. Prevediamo che il dollaro USA dimostrerà il suo vigore nel secondo semestre e che beneficerà sia di fattori ciclici, sia di fattori strutturali. L'inasprimento delle condizioni finanziarie statunitensi rappresenterebbe un forte test per la maggior parte delle valute dei G10. Da un punto di vista ciclico, JPY e CHF sono le uniche alternative al biglietto verde. A questo proposito, riteniamo che il premio del dollaro USA rispetto al fair value non anticipi completamente un simile shock ciclico. L'approccio standard della parità del potere di acquisto – che utilizza i differenziali tra IPC per ottenere tassi di cambio in equilibrio – sottostimano la natura del picco di inflazione in corso. Ciò nonostante, quando si passa ai modelli basati sull'IPP, il divario di valutazione del biglietto verde sembra restringersi. Nel frattempo, le valute cicliche mostrano il miglioramento più marcato dei fondamentali e dovrebbero essere quelle a beneficiare maggiormente dell'indebolimento del dollaro atteso per il 2023.

- **Trigger di mercato:** stagflazione, Fed più hawkish.
- **Da monitorare:** i tassi reali, l'inflazione.
- **Rischi:** svolta dovish della Fed.

Il dollaro è valutato correttamente su base IPC/IPP; dovrebbe rimanere forte



Fonte: Amundi Institute. I dati sono del 15 giugno 2022.

*Il rallentamento della crescita globale e una Fed 'hawkish' supporteranno il dollaro sul breve termine; pensiamo che sia troppo presto per dire che si è toccato il picco nel trend del dollaro.*

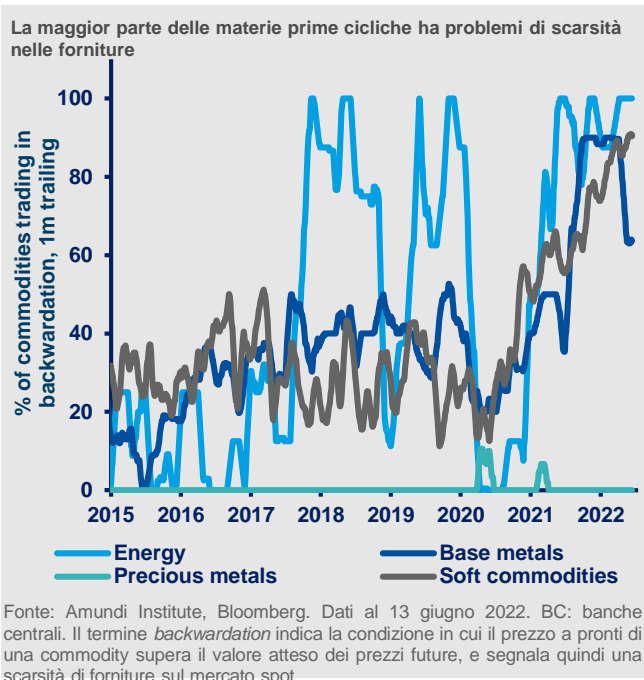
## 6 MATERIE PRIME: LA DISPERSIONE È DESTINATA AD AUMENTARE

L'energia sarà in testa all'inizio, seguita poi dai metalli di base

Prevediamo che i prezzi del petrolio rimarranno alti ancora per molto perché la scarsità dell'offerta compenserà la moderazione della domanda. L'OPEC non dovrebbe essere in grado di aumentare la produzione o non è disposta a perdere capacità inutilizzata, mentre la produzione della Russia dovrebbe diminuire per via delle sanzioni dell'Unione europea. I produttori USA invece dovrebbero rimanere concentrati sulla loro transizione energetica, mentre l'Iran difficilmente riuscirà ad aumentare sensibilmente la produzione nel 2022. Per contro, la scarsa elasticità domanda-prezzo del petrolio e la riapertura dell'economia cinese dovrebbero sostenere la domanda. In un superciclo capita spesso che la fase di debolezza per i metalli di base si prolunghi mentre il segmento metabolizza le valutazioni più alte e un'economia cinese strutturalmente più lenta. In attesa del decollo della domanda verde, la loro ciclicità rappresenta un ostacolo ora che la crescita globale sta frenando. I rischi ribassisti appaiono tuttavia limitati perché la guerra ucraina sta ridisegnando il commercio dei metalli. La dispersione dovrebbe aumentare per via dei vincoli all'offerta. I timori di stagflazione, la geopolitica, le spese per gli investimenti del settore minerario e le domande delle banche centrali rappresentano fattori favorevoli all'oro, attraente da un punto di vista tattico. Tuttavia, l'inasprimento monetario globale e l'avvicinarsi del picco dell'inflazione limiterebbero il rialzo. Un cambiamento del regime dei prezzi potrebbe non verificarsi fin quando il debito globale inizierà a mordere.

- **Trigger di mercato:** il picco ritardato della domanda, la domanda green.
- **Da monitorare:** guerra ucraina, settore immobiliare cinese.
- **Rischi:** rallentamento congiunturale superiore alle attese.

Un'allocazione diversificata può beneficiare dei driver fortemente eterogenei delle commodity.



## 7 ASSET REALI NEL MIRINO DURANTE LA FASE DI INFLAZIONE

I real asset hanno dimostrato di essere correlati in maniera positiva all'inflazione

I real asset sono fondamentali per costruire portafogli resistenti all'inflazione				
	INFRAS	PE	PD	RE
Protezione dall'inflazione	++	=	+	++
Sensibilità alla crescita	+	+++	+	+
Generazione di flussi di cassa stabili	++	-	+++	++
Diversificazione	+	=	+	=

Fonte: Amundi Institute's Inflation Phazer, Bloomberg. Dati al 27 aprile 2022. Solo a fini illustrativi. BC: banche centrali. INFRAS: infrastrutture, PE: private equity, PD: debito privato, RE: settore immobiliare.

A causa dell'inflazione persistentemente elevata e di un rallentamento della dinamica della crescita, siamo costruttivi nei confronti degli asset reali che hanno dimostrato di essere efficaci diversificatori di portafoglio quando le banche centrali alzano i tassi di interesse e riducono i loro bilanci. Un altro elemento a sostegno del nostro punto di vista è la **transizione energetica**, che dovrebbe supportare la domanda di alcuni metalli specifici e segmenti dell'energia. La transizione verde andrà anche a vantaggio delle **risorse naturali e degli investimenti infrastrutturali**. Con riferimento a classi di attività specifiche, la nostra preferenza va al **debito legato alle infrastrutture** grazie al suo basso beta rispetto alla crescita e alla sua capacità di generare flussi di cassa stabili. La stessa logica è alla base della nostra visione costruttiva sul **debito immobiliare** che ha dato prova di essere una buona copertura contro l'inflazione con una leva ragionevolmente bassa sulla crescita. Anche il **debito privato** dovrebbe beneficiare dell'attuale contesto data la sua capacità di generare flussi di cassa stabili. In ogni caso, la selezione sarà il fattore chiave perché la valutazione è un compito complesso dato il premio di liquidità intrinseco incorporato in questi titoli.

- **Trigger di mercato:** il drenaggio di liquidità che provoca vendite a valanga.
- **Da monitorare:** l'inflazione e i tassi di interesse a lungo termine.
- **Rischi:** stretta creditizia sui mercati finanziari e profonda recessione (scenario simile al 2008).

Prevediamo opportunità in tutti i segmenti delle attività reali, rimanendo tuttavia focalizzati sulla protezione dall'inflazione e sulla generazione di flussi di cassa stabili.

# PREVISIONI ECONOMICHE

Previsioni macroeconomiche al 28 giugno 2022						
Medie annuali, %	Crescita del PIL reale, su base annua, %			Inflazione (IPC, su base annua, %)		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Stati Uniti	5.8	2.4	1.8	4.7	7.8	3.7
Giappone	1.7	1.8	1.5	-0.2	1.9	0.3
Zona Euro	5.3	2.4	1.3	2.6	7.5	4.1
<i>Germania</i>	2.9	1.6	1.2	3.2	8.2	4.0
<i>Francia</i>	6.8	2.3	1.3	2.1	6.0	4.1
<i>Italia</i>	6.6	2.6	1.0	2.0	7.3	3.9
<i>Spagna</i>	5.1	4.2	1.4	3.1	8.0	3.3
Regno Unito	7.4	3.4	0.7	2.6	8.9	4.8
Brasile	4.6	1.7	1.2	8.3	10.1	5.7
Messico	4.8	1.9	1.3	5.7	7.7	5.2
Russia	4.7	-10.0	1.3	6.7	14.8	7.9
India	9.1	7.7	5.4	5.1	7.2	6.3
Indonesia	3.7	5.2	4.8	1.6	3.9	3.8
Cina	8.1	3.5	5.4	0.9	2.1	2.2
Sudafrica	5.5	2.4	1.8	4.6	6.7	5.6
Turchia	11.4	4.7	3.4	19.4	65.8	21.5
Paesi sviluppati	5.2	2.5	1.6	3.0	6.5	3.3
Paesi emergenti	6.9	3.7	4.2	4.3	8.1	5.2
<b>Mondo</b>	<b>6.2</b>	<b>3.2</b>	<b>3.2</b>	<b>3.8</b>	<b>7.4</b>	<b>4.5</b>

Previsioni sui tassi ufficiali delle banche centrali, %					
	16 giugno 2022	Amundi +6m.	Consenso +6m.	Amundi +12m	Consenso +12m.
Stati Uniti	1.50/1.75	3.40/3.60	4.38	3.70/3.90	4.83
Zona Euro*	-0.50	1.00	1.14	1.25	2.20
Giappone	-0.10	0.05	-0.02	-0.10	0.18
Regno Unito	1.25	1.50	1.78	1.75	2.30
Cina	3.70	3.60	3.70	3.60	3.70
India	4.90	6.00	5.50	6.25	5.85
Brasile	13.25	13.75	13.40	12.25	11.90
Russia	9.50	8.50	9.10	7.50	8.15

Fonte: Amundi Institute. Previsioni al 28 giugno 2022. IPC: indice dei prezzi al consumo. \*: tasso di sconto.



# PREVISIONI DEI MERCATI FINANZIARI

## Rendimenti obbligazionari

### Previsioni dei rendimenti a due anni, %

	15 giugno 2022	Amundi +6m.	Consenso +6m.	Amundi +12m.	Consenso +12m.
Stati Uniti	3.37	3.40/3.60	3.73	3.20/3.40	3.73
Germania	1.18	1.20/1.40	1.63	1.20/1.40	1.78
Giappone	-0.02	-0.10/0.00	-0.02	-0.10/0.00	0.01
Regno Unito	2.03	1.50/1.70	2.18	1.50/1.70	2.13

### Previsioni dei rendimenti a dieci anni, %

	15 giugno 2022	Amundi +6m.	Consenso +6m.	Amundi +12m.	Consenso +12m.
Stati Uniti	3.41	3.20/3.40	3.52	3.10/3.30	3.52
Germania	1.75	1.20/1.40	1.85	1.20/1.40	1.90
Giappone	0.26	0.10/0.30	0.36	0.10/0.30	0.44
Regno Unito	2.53	2.10/2.30	2.64	2.10/2.30	2.69

## Previsioni sulle azioni nei prossimi 12 mesi

Livello dell'indice MSCI il	US	Europa	UME	Regno Unito	Giappone	Pacifico, Giappone escluso	Mondo	Mondo AC
28 giugno 2022	3711	1674	225	2095	1157	467	2623	615
Limite inferiore	3450	1610	210	2020	1070	440	2470	570
Limite superiore	4250	1900	250	2310	1290	520	2980	700

## Tassi di cambio

### Previsioni sui tassi di cambio vs. USD

	17 giugno 2022	Amundi +6m.	Consenso +6m.	Amundi +12m.	Consenso +12m.
EUR/USD	1.05	1.02	1.09	1.10	1.11
USD/JPY	135	130	128	123	127
GBP/USD	1.22	1.19	1.26	1.29	1.30
USD/CHF	0.97	0.98	0.97	0.96	0.96
USD/NOK	10.01	10.21	9.10	8.97	8.80
USD/SEK	10.18	10.44	9.53	9.46	9.02
USD/CAD	1.30	1.35	1.26	1.23	1.25
AUD/USD	0.69	0.67	0.73	0.76	0.75
NZD/USD	0.63	0.61	0.67	0.69	0.68
USD/CNY	6.72	6.95	6.70	6.50	6.55

### Previsioni sui tassi di cambio vs. EUR

	17 giugno 2022	Amundi +6m.	Consenso +6m.	Amundi +12m.	Consenso +12m.
EUR/USD	1.05	1.02	1.09	1.10	1.11
EUR/JPY	142	132	139	135	138
EUR/GBP	0.86	0.86	0.86	0.85	0.86
EUR/CHF	1.02	1.00	1.05	1.06	1.07
EUR/NOK	10.50	10.41	9.75	9.89	9.60
EUR/SEK	10.68	10.64	10.29	10.43	10.09
EUR/AUD	1.51	1.52	1.49	1.44	1.48
EUR/NZD	1.66	1.67	1.63	1.61	1.63
EUR/CNY	7.05	7.08	7.30	7.16	7.27

Fonte: Amundi Institute. Previsioni al 17 giugno 2022.

# AUTORI

## Chief editors

**Pascal BLANQUÉ**, *Chairman of Amundi Institute*

**Vincent MORTIER**, *Group Chief Investment Officer*

**Matteo GERMANO**, *Deputy Group Chief Investment Officer*

## Investment Platforms leadership teams

**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, Amundi Institute

**PoI CARULLA**, *Investment Insights Specialist*

**Ujjwal DHINGRA**, *Investment Insights Specialist*

**Francesca PANELLI**, *Investment Insights Specialist*

## Editors, Amundi Institute

**Monica DEFEND**, *Head of Amundi Institute*

**Claudia BERTINO**, *Head of Investment Insights*

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

## Research team, Amundi Institute

**Valentine AINOUIZ**, *Deputy Head of Developed Markets Strategy Research*

**Mickael BELLAICHE**, *Fixed Income and Credit Strategist*

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

**Jean-Baptiste BERTHON**, *Senior Cross Asset Strategist*

**Sergio BERTONCINI**, *Senior Fixed Income Research Strategist*

**Pierre BLANCHET**, *Head of Investment Intelligence*

**Pierre BROUSSE**, *Equity Research Strategist*

**Didier BOROWSKI**, *Head of Global Views*

**Federico CESARINI**, *Head of DM FX, Cross Asset Research Strategist*

**John COADOU**, *Equity Research Strategist*

**Debora DELBO'**, *Senior EM Macro Strategist*

**Silvia DI SILVIO**, *Cross Asset Research Macro Strategist*

**Patryk DROZDZIK**, *Senior EM Macro Strategist*

**Delphine GEORGES**, *Senior Fixed Income Research Strategist*

**Karine HERVE**, *Senior EM Macro Strategist*

**Claire HUANG**, *Senior EM Macro Strategist*

**Kim JUNG**, *Cross Asset Research Macro Strategist*

**Frédéric LEPETIT**, *Head of Equity Quantitative Research*

**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*

**Joao TONIATO**, *Equity Research Strategist*

**Annalisa USARDI**, *Cross Asset Research, Senior Macro Strategist*

**Sosi VARTANESYAN**, *Senior Sovereign Analyst*

### Informazioni importanti

Le informazioni MSCI possono essere utilizzate solo per uso interno, non possono essere riprodotte o ridistribuite in alcuna forma, né essere usate per creare alcuno strumento o prodotto finanziario o indice. Nessuna delle informazioni MSCI intende costituire un consiglio di investimento o una raccomandazione a prendere (o astenersi dal prendere) qualsiasi tipo di decisione di investimento e non può essere considerata come tale. I dati storici e le analisi non devono essere considerati un'indicazione o una garanzia di qualsiasi analisi, proiezione o previsione futura delle performance. Le informazioni MSCI sono fornite "così come sono" e l'utente si assume l'intero rischio derivante da qualsiasi loro uso. MSCI, ognuno dei suoi affiliati e ogni altra persona responsabile della compilazione, del calcolo o dell'elaborazione di qualsiasi informazione di MSCI (collettivamente le "Parti MSCI") declinano esplicitamente ogni garanzia (includendo, a titolo esemplificativo, tutte le garanzie di originalità, precisione, completezza, tempestività, non violazione, commerciabilità e idoneità a uno scopo particolare) di queste informazioni. Fatto salvo quanto precede, nessuna delle Parti MSCI sarà in alcun caso responsabile dei danni diretti, indiretti, particolari, causali, punitivi, conseguenti (inclusi, a titolo esemplificativo, le perdite di profitti) o di qualsiasi altro tipo. (www.msibarra.com). I Global Industry Classification Standard (GICS) SM sono stati messi a punto e sono proprietà esclusiva e marchio di servizio di Standard & Poor's e MSCI. Né Standard & Poor's, né MSCI, né qualsiasi altra parte coinvolta nella realizzazione o compilazione delle classificazioni GICS fornisce alcuna garanzia esplicita o implicita o dichiarazioni relative a tale standard o classificazione (o ai risultati che si ottengono con il suo utilizzo), e tutte queste parti declinano espressamente tutte le garanzie di originalità, precisione, completezza, commerciabilità o idoneità a uno scopo particolare rispetto a tale standard o classificazione. Fatto salvo quanto precede, in nessun caso Standard & Poor's, MSCI, sue affiliate o parti terze coinvolte nella realizzazione o compilazione delle classificazioni GICS saranno responsabili dei danni diretti, indiretti, particolari, causali, punitivi, conseguenti (inclusi, a titolo esemplificativo, le perdite di profitti) o di qualsiasi altro tipo anche se avvisati della possibilità di tali danni. Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite unicamente a scopo informativo. Questo documento non costituisce un'offerta di vendita, una sollecitazione di un'offerta di acquisto, o una raccomandazione di qualsiasi titolo o qualsiasi altro prodotto o servizio. Eventuali titoli, prodotti o servizi a cui si fa riferimento non possono essere registrati per la vendita presso l'autorità competente nella vostra giurisdizione e non possono essere regolamentati o controllati da qualsiasi autorità governativa o simile nella vostra giurisdizione. Tutte le informazioni contenute in questo documento possono essere utilizzate solo per uso interno, non possono essere riprodotte o ridistribuite in qualsiasi forma e non possono essere utilizzate come base o come componente di qualsiasi strumento finanziario o prodotto o indice. Inoltre, nulla in questo documento è destinato a fornire consulenza fiscale, legale o di investimento. Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute in questo documento sono di Amundi Asset Management S.A.S. al 17 giugno 2022. La diversificazione non garantisce un profitto, né garantisce contro una perdita. Il presente documento è fornito "così com'è" e l'utente di questa informazione assume l'intero rischio di qualsiasi uso fatto di queste informazioni. I dati storici e le analisi non dovrebbero essere considerati un'indicazione o una garanzia di qualsiasi analisi o previsione futura delle performance. Le opinioni espresse in merito alle tendenze economiche e di mercato sono quelle dell'autore e non necessariamente di Amundi Asset Management S.A.S. e sono soggette a modifiche in qualsiasi momento sulla base delle condizioni di mercato e di altro tipo, e non ci può essere alcuna garanzia che i paesi, i mercati o i settori avranno i risultati attesi. Queste opinioni non devono essere considerate consigli di investimento, raccomandazioni su titoli, o indicazione sulla negoziazione di qualsiasi prodotto di Amundi. Gli investimenti comportano rischi, compresi quelli di mercato, politici, di liquidità e valutari. Inoltre, in nessun caso Amundi avrà alcuna responsabilità di eventuali danni diretti, indiretti, speciali, incidentali, consequenziali ivi inclusa, senza limitazioni, la perdita di profitti) o qualsiasi altro danno derivante dal suo utilizzo. Data di primo utilizzo: 1° luglio 2022

Document issued by Amundi Asset Management, "société par actions simplifiée" - SAS with a capital of €1,143,615,555 - Portfolio manager regulated by the AMF under number GP04000036 – Head office: 91-93 boulevard Pasteur – 75015 Paris – France – 437 574 452 RCS Paris – [www.amundi.com](http://www.amundi.com).