

Inflazione? Ecco le mosse per non farsi sorprendere

Stimoli fiscali, politica monetaria accomodante, aumento della domanda, a cominciare dalle commodity, fanno temere un repentino rialzo dei prezzi. Come difendersi e mantenere bassa la volatilità in portafoglio

di Max Malandra e Aldo Bolognini Cobianchi



Quest'anno i mercati finanziari si sono ricordati improvvisamente che l'inflazione esiste ancora e potrebbe tornare d'attualità, nonostante sia stata data per dispersa nel corso degli ultimi anni. E hanno quindi reagito di conseguenza, vale a dire **vendendo titoli a tasso fisso** sulla previsione di rendimenti più elevati e ovviamente acquistato quelli con una componente legata all'in-

flazione come il governativo decennale statunitense, ovvero il **Treasury a 10 anni**, che nel primo trimestre è passato dallo 0,93% a oltre l'1,7%.

«Da anni gli investitori si interrogano sull'enigma della mancanza di pressioni inflazionistiche, specie nella componente meno volatile e ciclica, l'inflazione core», interviene **Fabio Fois**, responsabile investment research & advisory di **Anima Sgr**. «Le ragioni macroeconomi-

che non mancherebbero, considerando che dal 2008 fasi di repentino aumento dei prezzi delle commodity non sono mancate, e che le banche centrali di tutto il mondo hanno implementato politiche monetarie ultra accomodanti. Di recente, gli **stimoli straordinari** approvati da autorità monetarie e governi per far fronte alla crisi pandemica hanno rinvigorito le speranze e i timori che un cambio di regime possa essere all'orizzonte».



Fabio Fois,
responsabile
investment research
& advisory
di Anima Sgr

«Tra i fattori che stanno incrementando le aspettative di rialzo dell'inflazione in questa fase ci sono i progressi sul fronte delle vaccinazioni, l'impulso proveniente dagli stimoli fiscali, soprattutto negli Stati Uniti, e il mantenimento di una politica monetaria accomodante da parte delle principali banche centrali», aggiunge **Pasquale Diana**, senior macro strategist, **AcomeA Sgr**. «Bisogna anche tenere in conto l'enorme liquidità in giacenza sui conti correnti, che potrebbe portare a un aggiustamento repentino dei prezzi qualora la spesa ripartisse con vigore. Infine, va ricordato che nei prossimi mesi assisteremo certamente a un balzo dell'inflazione provocato principalmente dal confronto statistico con i peggiori mesi della pandemia del 2020».

«Sull'inflazione è in atto una tempesta



Pasquale Diana,
senior macro
strategist
di AcomeA Sgr

perfetta», spiega **Alessandro Tentori**, Cio di **Axa Im Italia**. «I prezzi delle materie prime sono aumentati dell'85% dai minimi di aprile 2020. La riapertura delle economie asiatiche, e a breve anche degli Stati Uniti, alimenta la domanda per le commodity, in un contesto di evidenti ritardi nel processo di produzione e di delivery. Inoltre, c'è apprensione per l'ingente stimolo monetario e fiscale che potrebbe dimostrarsi ex-post troppo generoso rispetto al ciclo congiunturale. In questo contesto macro, il re-pricing delle obbligazioni appare scontato, in particolare grazie al sostanziale rialzo delle aspettative di inflazione espresse dagli **inflation-linked bond**. C'è però una differenza sostanziale tra l'effetto base che sembra essere scontato perfettamente sia dai mercati sia dagli analisti e un trend di

inflazione più duraturo. Questo secondo scenario è prezzato con una probabilità molto contenuta, come se la relazione virtuosa tra aspettative e inflazione misurata non fosse valida in questo ciclo economico».

«A breve è probabile assistere a un significativo rialzo dell'inflazione, in area euro e negli Usa, per due ragioni principali», riassume **Antonio Cesarano**, chief global strategist di **Intermonte Sim**. «La prima, meramente tecnica, è collegata all'effetto confronto, dal momento che, lo scorso anno, le materie prime erano su livelli molto più bassi di oggi a parità di periodo di riferimen-



Antonio Cesarano,
chief global
strategist
di Intermonte Sim

to. Basti pensare al **petrolio** che registrò un netto calo tra marzo ed aprile, permanendo poi successivamente su livelli nettamente inferiori al prezzo attuale. La seconda ragione è collegata all'effetto di **brusca ripresa della domanda** dopo il lungo periodo di compressione della stessa a causa della pandemia, che potrebbe comportare ulteriori incrementi soprattutto delle materie prime e, quindi, dei prodotti finali. Inizialmente, il fenomeno inflazione potrebbe manifestarsi con una **ampia "gobba"** per poi gradualmente ridimensionarsi progressivamente nel corso del 2022, mano a mano che si esaurirà anche l'effetto confronto prima citato. L'inflazione in forma repentina può avere come elemento negativo un brusco rialzo dei tassi che, però, potrebbe essere in parte mitigato dall'azione delle banche centrali. Non a caso la Bce ha già preannunciato un incremento del ritmo settimanale degli acquisti nel secondo trimestre. Tra i vantaggi dell'inflazione si può annoverare il forte potenziale stimolo ai consumi e, quindi, anche un incremento del fatturato delle aziende che potrebbero pertanto beneficiarne con maggiori utili, anche a parità di margini».

«Le attese di inflazione si sono riflesse nei tassi a lungo termine, tema principale del primo trimestre», aggiunge **Diego Franzin**, co-fondatore e head



Diego Franzin,
co-fondatore e head
of portfolio strategy
di Plenifer Sgr

of portfolio strategy di **Plenifer Sgr**. «Gli asset più sensibili a questo tema sono le obbligazioni **investment grade a lunga scadenza** i cui relativi indici hanno infatti perso l'1,5% in Europa e oltre il 4% in America. Nell'azionario, andrà osservata soprattutto la velocità con cui i tassi aumenteranno, specialmente rispetto alle attese inflazionistiche. In altre parole, saranno da **monitorare i tassi reali**. Ma un loro aumento controllato dovrebbe essere ben assorbito dai mercati azionari».

«Con una liquidità enorme in circolazione dopo i numerosi interventi delle banche centrali, le preoccupazioni che improvvisamente si possano riaccendere spinte inflazionistiche sono tornate alla ribalta» conferma **Lorenzo Alfieri**, country head per l'Italia di **J.P. Morgan Am**. «Allo stato attuale però non



Lorenzo Alfieri,
country
head per l'Italia
di J.P. Morgan Am

crediamo possibile uno scenario inflattivo anche perché rimangono latenti i problemi scatenati dalla recente crisi pandemica: disoccupazione molto alta e crescita dei consumi in alcuni settori ancora latitante, sono questi fattori che ci fanno ritenere difficile un ritorno dell'inflazione nel breve termine. Peraltro non bisogna neanche dimenticare che le spinte inflazionistiche se moderate sono da ritenersi **anche utili** perché sintomo di un convinto ritorno alla crescita della domanda dopo una fase così drammatica di crollo dei consumi. Peraltro le banche centrali sono molto vigili e attente ai segnali di un possibile ritorno dell'inflazione: in una prolungata fase di politica monetaria ultra espansiva come quella attuale, è necessario monitorare la dinamica dei tassi proprio perché l'**indebitamento com-**



plessivo è molto aumentato e quindi l'incidenza del costo di finanziamento oggi è potenzialmente molto più rilevante che in passato».

Ha una posizione diversa, invece, **Aron Pataki**, gestore multi-asset globale per **Bny Mellon** del Global Real Return Fund: «Gli effetti deflattivi della pandemia potrebbero continuare a dominare il contesto economico globale nel breve termine. Vi sono inoltre delle **forze deflative dominanti e strutturali** che molto probabilmente non cambieranno: i livelli di debito eccessivi, l'invecchiamento della popolazione, gli effetti dirompenti della tecnologia, per citarne alcuni. Questi continueranno a



Aron Pataki,
gestore multi-asset
globale per Bny
Mellon del Global
Real Return Fund

pesare sugli indici dell'inflazione nel prevedibile futuro. La domanda allora è questa: gli stimoli fiscali e monetari straordinari dispiegati in risposta alla pandemia riusciranno a stimolare l'inflazione? A lungo gli investitori sono rimasti compiacenti, perché il quantitative easing non ha scatenato l'inflazione dopo la crisi globale del 2007-2008». Ma il ciclo attuale sarà diverso? «Penzialmente sì», risponde Pataki. «Vi sono già alcuni segnali che l'inflazione potrebbe emergere in futuro. **I rendimenti reali** resteranno a livelli minimi e l'**aumento del deficit** probabilmente continuerà

ad aiutare la ripresa economica. La Fed sta allentando le normative e incoraggiando le banche a erogare prestiti per stimolare l'economia; se prima l'obiettivo era punire il settore finanziario, visto come l'epicentro della precedente crisi globale, oggi la Federal Reserve cerca metodi per **incoraggiare le banche ad aumentare i finanziamenti**, utilizzando il capitale e le scorte di liquidità. Si tratta di uno sviluppo inedito e ci sono segnali che queste politiche stiano cominciando a dare i loro frutti. Per la prima volta anche il credito si sta espandendo a un tasso a doppia cifra, sia nei settori privati sia in quelli pubblici. Tuttavia, altre condizioni devono essere soddisfatte prima che l'inflazione ne consegua: dal superamento della pandemia alla ripresa delle economie, dal calo della disoccupazione, necessario per mettere sotto pressione i salari, all'utilizzo della capacità produttiva». Un problema, quello del rialzo dell'inflazione, che sembra però toccare in questa fase, dal punto di vista economico, quasi solo gli Stati Uniti, anche se poi gli effetti finanziari si ripercuotono anche in Europa. «L'inflazione negli Stati Uniti aumenterà fortemente in primavera, nonostante sia visto come un fenomeno transitorio e tecnico», conferma **Vincent Chaigneau**, head of research di **Generali Insurance Am**. «La domanda importante per gli investitori è se l'inflazione crescerà in modo più sostenibile. Probabilmente ciò non accadrà nei prossimi 12 mesi, ma è legittimo porsi tale interrogativo guardando oltre il 2021. La rapida ripresa economica negli Stati Uniti implica che l'ou-



Vincent Chaigneau,
head of research
di Generali
Insurance Am

tput gap Usa si chiuderà rapidamente e potrebbe raggiungere entro i prossimi 2-3 anni livelli positivi che non si vedevano dagli anni '60. Siamo entrati in una nuova era fiscale, con un maggiore focus su infrastrutture, sicurezza della supply chain, disuguaglianze, clima ecc. La Fed ha una nuova strategia, denominata **Average inflation targeting**, che implica un approccio più compiacente verso l'inflazione. Mentre la deglobalizzazione e la crescita demografica possono aumentare le pressioni inflazionistiche, al contrario l'automazione, la concorrenza digitale e la maggiore produttività rappresentano fattori deflazionistici. Nel complesso, l'incertezza sull'inflazione è aumentata in modo significativo».

«È certo che ci sarà un'impennata dell'inflazione a breve termine a causa degli effetti di base e del recente picco dei prezzi del petrolio» aggiungono **Frédéric Dodard**, head of portfolio management, e **Jeremy De Pessemier**, senior investment strategist, di **State Street Global Advisors**: «Adesso bisogna capire se lo scenario politico, la domanda repressa e il riallineamento delle catene di approvvigionamento spingeranno l'inflazione al rialzo oltre le nostre aspettative nei prossimi due anni, o se le forze defla-

Cosa mettere in portafoglio

I suggerimenti per costruire un portafoglio sia azionario sia obbligazionario che difenda efficacemente da picchi inflativi. Ecco le indicazioni degli specialisti del settore.

AcomeA Sgr. All'interno della componente obbligazionaria, bond e valute di Paesi emergenti esportatori netti di materie prime, con una bilancia dei pagamenti in buona salute e meno sensibili a rialzi dei tassi di rendimento americani possono costituire una buona fonte di diversificazione del portafoglio. Tra le azioni, la ripartenza dell'inflazione e il rialzo dei tassi possono continuare a favorire il tema della rotazione da titoli growth verso titoli value, in generale meno

penalizzati da un rialzo dei tassi. Tra questi titoli troviamo settori ciclici come gli industriali, i finanziari ed esposti alle commodities.

AllianceBernstein. Accanto ad azioni e obbligazioni, vale la pena considerare altre asset class con un buon rendimento nei periodi di inflazione, materie prime, immobili, cambi e investimenti azionari legati alle materie prime. Le attività reali, con il loro valore legato ai beni fisici sottostanti, hanno storicamente performato bene in periodi di inflazione crescente. Molti asset reali sono ora sottopesati nei portafogli, ma la combinazione di stimoli fiscali, che sosterranno l'attività economica, con una politica monetaria accomodante punta a una

maggiore inflazione. Gli asset reali non solo dovrebbero beneficiare di questo cambiamento, ma molti sono anche valutati in modo attraente.

Anima Sgr. In linea generale, la resilienza di un portafoglio di fronte a uno scenario di aumento dei prezzi può essere incrementata riducendo l'investimento in strumenti che presentano premi al rischio troppo compressi per questa eventualità (governativi di paesi avanzati e corporate Ig, specie a lungo termine) e aumentando il peso delle asset class meno sensibili o supportate da fattori idiosincratichi (azioni, che beneficiano di tassi di crescita degli utili a doppia cifra; materie prime, in alcu-



Frédéric Dodard,
head of portfolio
management
di State Street
Global Advisors

zionistiche secolari, ovvero tecnologia e demografia, riusciranno a controbilanciare questi effetti. Ci sono quattro temi inflazionistici: un forte rialzo ciclico, un mix di politiche reflazionistiche, un riallineamento della catena di approvvigionamento e infine un ciclo di ribasso del dollaro. Inoltre, **alcuni temi deflazionistici stanno diventando inflazionistici**, per esempio l'aumento del costo del lavoro a livello globale e il picco della globalizzazione. Invece, tra i temi deflazionistici che si stanno intensificando, figurano l'adozione della tecnologia e l'invecchiamento della popolazione". «I mercati obbligazionari statunitensi attualmente prevedono un'inflazione pari o superiore alla stima della Fed del tasso neutrale nei prossimi cinque anni», aggiunge **Maya Bhandari**, gestore di portafoglio multi-asset di **Columbia Threadneedle Investments**. «Le banche centrali dei paesi sviluppati di tutto il mondo prevedono un aumento dei tassi di interesse entro il 2023. Questi movimenti sono supportati da una miriade di elementi che potrebbero svilupparsi nei prossimi mesi, dai danni alle economie e alle aziende causati dal Covid-19 significativamente inferiori a quelli temuti, a un numero molto maggiore di vaccini più efficaci del previsto, e soprat-

tutto, all'enorme stimolo, senza precedenti, da parte dei governi e delle banche centrali di tutto il mondo. La nostra ipotesi è che l'aumento delle pressioni sui prezzi **si riveli transitorio**, guidato da rimbalzi quando le economie riapriranno e una parte dei risparmi verrà spesa e da un effetto base consistente. Allo stesso modo, non possiamo ignorare l'impatto di una possibile svolta in un trend che è durato per quarant'anni di rendimenti obbligazionari **lower for longer**. E, per quanto sia probabile che un ulteriore aumento dei rendimenti obbligazionari provenga dai rendimenti reali, è importante capire se i rendimenti reali salgono in un contesto



Maya Bhandari,
gestore
di portafoglio
multi-asset
di Columbia
Threadneedle
Investments

reflazionistico, come hanno fatto subito dopo l'elezione di Trump e di nuovo alla fine del 2017, o se i mercati percepiranno un errore politico come hanno fatto durante il taper tantrum del 2013 o nel quarto trimestre 2018, quando la Fed ha indicato di essere "molto lontana dalla neutralità". Volendo fare un bilancio, le nostre previsioni relative a crescita e profitti sono ottimistiche, a fronte di un consenso piuttosto severo». «L'area in cui abbiamo attualmente preoccupazioni sull'inflazione è chiaramente quella degli Stat Uniti, dove aleggia una massiccia proposta di stimo-

lo fiscale, interruzioni della catena di approvvigionamento e maggiori costi di input», sottolinea **Karen Watkin**, portfolio manager all market income di **AllianceBernstein**. «I principali banchieri centrali hanno recentemente tentato di calmare i mercati ribadendo che la politica monetaria rimarrà accomodante per il prossimo futuro e i tassi di interesse a breve termine rimarranno saldamente ancorati fino a quando un'inflazione superiore al 2% sarà sostenibile. Tuttavia, con una crescita del Pil reale globale prevista quest'anno sopra il 5% e massicci programmi di stimolo fiscale, le aspettative di inflazione stanno aumentando a fronte di un insieme



Karen Watkin,
portfolio manager
all market income
di AllianceBernstein

insolito di condizioni economiche e di mercato. Poiché la recessione è stata di breve durata, riteniamo che i vincoli di offerta che guidano l'inflazione dovrebbero **allentarsi relativamente rapidamente**. E mentre l'economia statunitense inizia a riprendersi, l'inflazione di fondo dovrebbe diminuire man mano che l'offerta si avvicina alla domanda, alcune misure popolari suggeriscono che le aspettative di inflazione nei prossimi cinque anni raggiungano il **2,4%**, questo a nostro parere rimane un livello ancora moderato, nonostante sia il più alto in un decennio. »



ni casi con vincoli di capacità sul fronte dell'offerta; titoli inflation linked).

Axa Im. La ricetta è abbastanza semplice: obbligazioni indicizzate all'inflazione e obbligazioni high yield, ma entrambi con scadenze brevi (al massimo 2 anni). Sul lato azionario, invece è auspicabile una sintesi tra growth e value, piuttosto che un portafoglio troppo sbilanciato sui temi della digitalizzazione o della globalizzazione. Ovviamente, anche una esposizione al dollaro del 15-20% potrebbe risultare molto efficace.

Columbia Threadneedle Investments. Non stiamo costruendo i nostri portafogli multi-asset europei per proteggerci dall'inflazione. Prevediamo che i rendimenti aggiustati per i rischi più elevati proverranno, nei prossimi

12-18 mesi, dai mercati azionari e del credito. Stiamo concentrando le nostre esposizioni azionarie in mercati con profitti in rapida crescita, come l'Asia emergente e il Giappone, che sono molto legati a un miglioramento delle prospettive globali. Nel credito, il nostro peso sta crescendo a favore di obbligazioni societarie a più alto rendimento che sono similmente ben posizionate per trarre vantaggio dalla continua ripresa ciclica.

Frame Am. Se si ipotizza, di base, uno scenario di aumento generalizzato dei prezzi più o meno sostenuto, il portafoglio dovrebbe essere composto da azionario value (business solido possibilmente legato a settori che sono influenzati positivamente da un aumento dell'inflazione come healthcare, food,energy, tran-

sportation, banks, miners), commodity (metalli preziosi come oro e argento, tradizionali riserve di valore, ma anche petrolio o rame, legati a crescita economica e inflazione), bond (con scadenze brevi meno sensibili a un aumento dei tassi di interesse, a tasso variabile che proteggono dai movimenti delle curve, strategie relative value che permettano di soffrire meno dell'allargamento degli spread), high yield (anche di Paesi emergenti, che presentano rendimenti già di per sé più elevati e una duration media inferiore a quella dei titoli ad alta qualità). Poi valute (alcune sono più sensibili di altre al variare delle stime di inflazione e all'inflazione, come per esempio dollaro canadese e australiano), asset reali (titoli di »

DIFENDERSI CON LE OBBLIGAZIONI

I bond, soprattutto quelli legati all'inflazione, sembrano tra le armi principali con cui è possibile difendersi dai rischi di forti aumenti dei prezzi al consumo e mantenere bassa la volatilità in portafoglio. Ma è davvero così nello scenario attuale?

«In generale, le **obbligazioni indicizzate** possono offrire protezione dai rischi inflattivi e diversificazione all'interno di un portafoglio obbligazionario», spiega Diana. «Tuttavia, qualora il mercato stia già prezzando attese inflazionistiche in linea o superiori all'obiettivo della banca centrale, il potenziale apprezzamento di questi strumenti appare più limitato nel medio periodo. Negli Stati Uniti, per esempio, il mercato sconta oggi un tasso di inflazione medio per i prossimi cinque anni pari al 2,6% all'anno e del 2,3% per i prossimi dieci, al di sopra dell'obiettivo della banca centrale».

«La struttura delle obbligazioni indicizzate all'inflazione offre un certo grado di protezione», aggiungono da State Street Global Advisors. «I timori degli investitori tendono a essere circoscritti a livello locale, per cui i bond nazionali indicizzati all'inflazione con scadenza tra 5 e 10 anni sono una scelta ovvia. Tuttavia i **tassi di breakeven** non offrono una valutazione perfetta delle aspettative d'inflazione e possono essere distorti da premi di liquidità. I breakeven stanno anche incorporando un incremento dell'inflazione, mentre i rischi di questo scenario sono rappresentati da un calo dell'inflazione o da uno shock in termi-

ni di tassi. Il mercato delle obbligazioni indicizzate all'inflazione dell'Eurozona è anche concentrato in termini di emittenti pubblici e incorpora il rischio specifico di ogni paese».

«Andrebbe **accorciata la duration** del portafoglio inserendo una maggiore componente di **bond a tasso variabile** che protegga bene da un aumento dell'inflazione», interviene **Livio Spadaro**, portfolio manager di **Frame Asset Management**. «Anche asset tradizionali come l'oro e l'argento hanno una funzione protettiva eccellente dei portafogli nel caso di un aumento generale dei prezzi».

«Essenzialmente le obbligazioni inflation-linked hanno due componenti», mette in chiaro Tentori: «Sensibilità ai tassi e all'inflazione. Nella maggior parte degli scenari economici, si osserva un aumento dei tassi e dell'inflazione oppure una discesa di questi due fattori. Nel primo scenario, il linker perde meno dell'obbligazione nominale, mentre nel secondo scenario, il linker guadagna meno dell'obbligazione nominale. È molto importante che gli investitori tengano sempre presente queste caratteristiche del comparto inflation-linked. Per fare un esempio concreto, da inizio anno l'indice **Bloomberg Global Inflation** ha perso il 3,2% contro un Global aggregate che invece ha perso il 4%».

«Le obbligazioni legate all'inflazione offrono un rendimento reale, cioè comprensivo dell'inflazione realizzata lungo la vita dell'obbligazione», aggiunge **Antonio Cavarero**, responsabile investimenti di **Generali Investments Part-**

ners. «Questi rendimenti reali, al pari di quelli nominali, salgono e scendono seguendo, tra le altre cose, l'andamento del ciclo economico e le decisioni di politica fiscale e monetaria. Dopo l'enorme supporto al mercato obbligazionario arrivato dalle banche centrali nel 2020, i tassi reali hanno raggiunto livelli estremamente bassi, soprattutto in Europa, dove sulle scadenze decennali si va dal **-1,6%** in **Germania** al **-0,50%** dei **Btpi**: in altre parole, a prescindere da come si comporterà l'inflazione, il rendimento reale per l'investitore sarà negativo. Inoltre, con la prospettiva di una rapida ripresa dalla crisi Covid nel-



Antonio Cavarero,
responsabile
investimenti
di Generali
Investments Partners

la seconda parte del 2021, è plausibile pensare a un rialzo dei tassi reali con perdite per i detentori di questi titoli. In sintesi, il mercato è stato spinto ad accettare tassi molto bassi che, per effetto dell'aumento delle attese di inflazione, hanno portato i tassi reali a livelli ancora più bassi. Questo vuole dire che la migliore forma di protezione da possibili spinte inflazionistiche può arrivare solo da un'**asset allocation ampia** e attenta a scegliere strumenti, geografie e settori in grado di fare bene in quello scenario, mantenendo la duration obbligazionaria bassa, utilizzando una

COSA METTERE IN PORTAFOGLIO

società legate a Infrastrutture e real estate, azioni di fondi immobiliari). Infine strategie market neutral (quote di fondi che investono con un approccio market neutral, cioè decorrelato dall'andamento dei mercati, rappresentano sempre una buona protezione per i portafogli in quanto abbassano la correlazione complessiva del portafoglio al resto del mercato).

Generali Insurance Am. In un contesto inflazionistico, è preferibile limitare l'esposizione dei portafogli in termini di duration: sul fronte obbligazionario tramite prodotti a tasso variabile come Cms (constant maturity swaps) e strategie di irrigidimento della curva. I tassi a breve saranno ancorati dalle pazienti banche centrali, quindi le curve ten-

deranno a irrigidirsi in un contesto di rendimenti in aumento. Sull'azionario, lo stile growth ha un'esposizione di long duration che tende a sottoperformare in un contesto di rendimento in aumento, preferiamo così lo stile value. Orientiamo l'allocazione verso asset reali, obbligazioni ad alto rendimento e settori azionari che tendono a beneficiare di inflazione e rendimenti obbligazionari in aumento. Gli indici Hy hanno una duration inferiore rispetto a investment grade e titoli governativi e l'inflazione di solito facilita la riduzione dell'indebitamento, quindi supportando upgrade dei rating aziendali.

Intermonte Sim. La linea guida potrebbe essere quella di seguire al meglio i filoni di spesa delle politiche fiscali. In Europa il Next gene-

ration Eu detterà alcuni filoni, a partire da quelli macro green e digitale verso cui dovrà confluire rispettivamente almeno il 37% ed il 20% di ciascun recovery plan nazionale. Le scelte dei titoli terranno inoltre sempre più conto di tematiche di sostenibilità, sia per le decisioni di spesa dei piani fiscali sia per le normative che progressivamente indurranno un forte flusso di fondi verso queste tematiche. Tra tali normative rientra, ad esempio, in Europa quella sulla rendicontazione in tema di sostenibilità (cosiddetta Sfdr) che, in parte, è già entrata in vigore. Poi dal 2022 seguirà la tassonomia e anche le banche saranno sottoposte a stress test sui rischi climatici. Per tali ragioni, anche il portafoglio obbligazionario potrebbe contemplare maggiormente titoli che all'ori-

solida metodologia nella scelta dei titoli corporate, anche high yield, per ottenere un minimo da rendimento, e scegliendo con attenzione i settori azionari. In questo portafoglio, i linker possono trovare un ruolo ma più in funzione di diversificazione del rischio».

«Sul fronte obbligazionario attualmente possiamo riscontrare i rischi maggiori», interviene Alfieri: «Visto il livello molto basso dei rendimenti offerti dal comparto, un rialzo dei tassi indotto da spinte inflazionistiche può comportare perdite in conto capitale che **non sono controbilanciate dalle cedole**, attualmente molto basse. Rimane utile diversificare il proprio portafoglio obbligazionario aggiungendo titoli a tasso variabile oppure titoli con cedole legate all'andamento dell'inflazione. Interessanti anche le obbligazioni corporate ad alto rendimento e le obbligazioni in valuta forte dei mercati emergenti che hanno cedole più alte».

«Rimpiazzare gli asset nominali che non offrono ritorni con **asset reali** che generano un rendimento potrebbe sembrare una strategia ovvia in caso di aumento dell'inflazione, ma non sarebbe sufficiente per risolvere il problema della protezione del portafoglio», spazza via ogni dubbio il gestore di Bny Mellon.

IL RUOLO DELLE AZIONI

«Rimaniamo complessivamente sovrappesati sulle azioni, e stiamo cercando di bilanciare l'esposizione a quegli stili e settori che sono stati trascurati come **“ritardatari Covid”** e che potrebbero beneficiare dell'inflazione», delineano



Alessandro Tentori,
cio di Axa Im Italia

da AllianceBernstein. «I tassi più bassi e in calo hanno favorito in modo sproporzionato il growth rispetto ai value per oltre 10 anni, ma se i tassi aumenteranno, questa tendenza potrebbe **rapidamente invertirsi**. Con gli investitori che acquisiranno fiducia nella traiettoria della nascente ripresa economica, dovremmo assistere a un **rilancio dei value più esposti al ciclo** e scambiati, a fine febbraio, a uno sconto record del 52% rispetto ai growth. Stesso discorso per i **titoli ad alto dividendo**, che sono stati tra i più colpiti durante la crisi e la cui sottoperformance rispetto al mercato rimane significativa. Mentre i settori azionari **difensivi** e i titoli a **basso beta**, come utility e consumi di base, hanno sottoperformato durante i cicli inflazionistici, oggi sono tra i titoli più economici e quindi potrebbero essere meno sensibili all'inflazione rispetto al passato. Anche le **azioni dei mercati emergenti**, infine, meritano attenzione: della ripresa dovrebbe beneficiare la tecnologia e altre produzioni dislocate in Asia, ma anche le nazioni produttrici di petrolio del Medio Oriente, dell'America Latina e dell'Africa».

«Il settore azionario può in parte beneficiare di un ritorno dell'inflazione»,

aggiunge Alfieri. «I comparti legati ai **consumi** in generale e quelli al dettaglio, **automobili** e **beni di lusso**, potranno beneficiare di questo ritorno della domanda, mentre il **settore finanziario** è sempre favorito in uno scenario di tassi in moderato rialzo».

«In passato, le fasi di aumento dell'inflazione, da livelli storicamente depressi e con un miglioramento delle prospettive di crescita, come quella che stiamo attraversando sono state caratterizzate da una sovraperformance di comparti

È UTILE DIVERSIFICARE IL PORTAFOGLIO OBBLIGAZIONARIO CON TITOLI A TASSO VARIABILE

ciclici e value, quali i finanziari, dalle **banche** alle **assicurazioni**, **l'energia** e gli **industriali**», confermano da Anima. Votano i finanziari anche Cesarano e Dodard: «Il contesto inflattivo e, di conseguenza, la possibile tendenza dei tassi al rialzo potrebbe favorire alcuni comparti maggiormente sensibili a una curva dei tassi più ripida come, per esempio, i finanziari», spiega lo strategist di Intermonte. «Oppure quelli che meglio possono beneficiare dell'incremento della domanda come per esempio i ciclici, in modo particolare le auto, soprattutto se si tratta di aziende che hanno già in essere piani di transizione energetica». «Banche e assicurazioni ramo vita trarranno beneficio da un contesto caratterizzato da un aumento dei tassi. I settori legati alle commodity, come l'ener-



gine tengono conto di tematiche di sostenibilità, green social etc.

Jp Morgan Am. Il portafoglio ideale per affrontare efficacemente un ritorno dell'inflazione deve essere così impostato: la parte obbligazionaria, ben diversificata, utilizzando sia obbligazioni con alto rendimento, anche di Paesi emergenti, sia obbligazioni a tasso variabile, ma con una scadenza più corta rispetto a qualche mese fa. La parte azionaria deve invece ritornare su quei comparti molto legati ai consumi e che nella recente crisi pandemica hanno sofferto molto. Anche i titoli del settore finanziario possono essere utilizzati all'interno di un portafoglio: le aree geografiche più interessanti sono l'Europa e l'Asia.

Plenisfer Sgr. È indispensabile una diversifi-

cazione che vada oltre la tradizionale allocazione per asset class di un portafoglio azionario/obbligazionario. Per difendersi dall'inflazione guardiamo anche ad asset reali a essa correlati, come l'oro che può aiutare nel lungo periodo, ed evitiamo le obbligazioni a lunga scadenza preferendo la breve durata, di tipologia high yield. Ma attenzione: la selezione qui deve avvenire a fronte di un'accurata analisi perché ci aspettiamo un picco dei default già nella seconda parte dell'anno. Sul fronte azionario, escludiamo titoli con multipli elevati in settori asset light come il tecnologico, puntando su settori più maturi dove l'aumento dei prezzi si riflette in ricavi e margini.

State Street Global Advisors. Attualmente l'inflazione è in aumento ma non a livelli ele-

vati. Le correlazioni tra i mercati azionari e obbligazionari in uno scenario di questo tipo saranno probabilmente meno negative e le azioni potrebbero riportare performance più elevate rispetto alle obbligazioni.

La nostra strategia per proteggerci dall'inflazione si basa sull'utilizzo degli asset reali, che offrono una forte correlazione con l'inflazione in base ai principali indicatori e presentano un elevato beta rispetto all'inflazione, oltre a rendimenti più elevati rispetto alle asset class tradizionali.

Un esempio di esposizione può essere quello composto da commodity (20%), risorse naturali (30%), Reit (15%), settore infrastrutture globale (10%), titoli di Stato indicizzati all'inflazione (25%).

gia, il settore industriale e quello delle **risorse naturali** continueranno a trarre beneficio dai consistenti aumenti dei prezzi e dalla ripresa del capex», aggiungono da State Street Global Advisors. «Le società attive nel settore delle **infrastrutture** e del **real estate** sono spesso in grado di far ricadere l'inflazione sui consumatori attraverso l'aumento dei prezzi, proprio a motivo della loro estrema essenzialità e dell'anelasticità della domanda. Alcune di loro hanno persino la clausola di escalation nei loro contratti, legata all'inflazione. Anche il **settore agricolo** può essere preso in considerazione».

Tentori invece avvia un discorso temporale più puntuale: «Nel breve periodo, diciamo 12 mesi, l'hedge più efficace contro un picco di inflazione sono le **materie prime**. Nel lungo periodo, invece, è meglio ragionare in ottica di utili e cash flow delle aziende. Perché? Semplicemente, perché sono nominali, cioè includono sia una componente reale sia una nominale (aumento dei prezzi). Quindi, dopo un aggiustamento dei prezzi, è probabile che le **previsioni sugli utili e sul cash flow** includano il nuovo regime di inflazione. L'aumento dei tassi di sconto sarà neutrale, quando anche gli utili futuri saranno aumentati in proporzione».

I SETTORI CHE POTREBBERO DIFENDERSI MEGLIO DALL'INFLAZIONE SONO QUELLI CICLICI

Punta sui value Spadaro: «In un contesto moderato di inflazione, l'azionario che protegge meglio è quello legato ai **business tradizionali**, con crescita dei ricavi e dei cash flow stabili. Le aziende dell'energy, del **manifatturiero** e di estrazione di materie prime e metalli sono quelle che soffrono in maniera minore, mentre in caso di iperinflazione le "defensive stocks" sono quelle che performano meglio come ad esempio **healthcare, food & beverage**. Sarebbero invece da evitare le società che generano cash flow stimati futuri ma non attuali, quindi i growth».

«È bene guardare a titoli legati ad asset reali e con visibilità sui flussi di cassa futuri», conferma Franzin. «Quindi titoli value o ciclici come industrial e energy. Interessanti anche le materie



prime: offrono una protezione naturale dall'inflazione e la transizione energetica si tradurrà in una domanda elevata nel prossimo futuro in particolare di **platino, rame e terre rare**».

Sulla stessa linea anche il macro strategist di AcomeA: «I settori che potrebbero difendersi meglio dall'inflazione sono quelli ciclici come i materiali, trainati dal ciclo delle commodity e gli energetici. Inoltre, il settore industriale dovrebbe continuare a godere di un ciclo economico favorevole e di una politica fiscale espansiva; in un contesto più ampio di riaperture, i **consumi discrezionali** dovrebbero essere i principali beneficiari del graduale ritorno alla normalità. Il settore finanziario mostra metriche valutative interessanti e tende a sovraperformare in una prospettiva di medio periodo, che vede una risalita dell'inflazione e una curva dei tassi più ripida». «Un'allocation azionaria pro-inflazione vede un chiaro sovrappeso su settori come i **chimici**, le banche, le materie prime e i petroliferi», aggiunge Cavarero, «inoltre, ci sono ampie sezioni dei mercati emergenti che sono positivamente esposte quando di tratta di paesi produttori di materie prime. È importante ricordare che serie spinte inflazionistiche possono solo essere fenomeni globali e che tali movimenti partiranno eventualmente da altre zone del mondo, **tipicamente emergenti e Usa**: quindi l'asset allocation dovrà cercare di inter-

ettare gli asset positivamente esposti all'inflazione in quelle geografie prima ancora che in Europa».

Più articolata, invece, la posizione di Bhandari: «Se le pressioni inflazionistiche più forti dovessero materializzarsi, e a loro volta inducessero un inasprimento della politica della banca centrale, potremmo aspettarci che i titoli value superino quelli growth, dato che i flussi di cassa a lunga durata di questi ultimi hanno enormemente beneficiato dai bassi rendimenti reali. In effetti, è quello che è avvenuto di recente, dato che i mercati dei tassi hanno iniziato a preoccuparsi di un prematuro irrigidimento della politica relativa ai tassi. Tuttavia, un ambiente reflazionistico caratterizzato da una crescita economica in aumento, che stimola i profitti aziendali attesi ma non innesca una risposta politica, potrebbe **sostenere la continua sovraperformance delle società** a lungo termine, come le tecnologiche statunitensi. Per quanto le condizioni finanziarie generali siano rimaste straordinariamente favorevoli, nonostante mercati obbligazionari più instabili, non è chiaro se la Fed sentirà il bisogno di intervenire con urgenza. In effetti, l'intera premessa del flexible average inflation targeting è quella di permettere all'economia di correre a tutta velocità, il che è incoerente con i mercati che prezzano un brusco peggioramento. P