

L'inflazione è tornata, e con essa lo stile momentum

Maggio 2022



Dr. Michael Stamos, CFA
Head of Global R&D, Multi Asset



Nicolas Hengstebeck, MBA
Global Head of Product Specialists, Multi Asset

Dopo decenni di lenta crescita dei prezzi nelle aree sviluppate, ora l'inflazione ha raggiunto i livelli più elevati da oltre 40 anni. Gli investitori si chiedono come preservare il patrimonio e generare rendimenti reali nell'attuale contesto inflazionistico. Una risposta potrebbe venire dagli investimenti basati sul momentum nelle varie asset class.

In sintesi

- Di recente abbiamo osservato pressioni inflazionistiche mai viste da oltre 40 anni. Non sorprende che negli ultimi due mesi gli asset reali come le commodity abbiano registrato buone performance, come pure le strategie cross-asset orientate al momentum. Dall'altro lato, le azioni- non solo le obbligazioni- hanno prodotto delle perdite.
- Dalla nostra analisi di lungo periodo, a partire dal 1964, risulta che questo andamento rispecchia quanto successo nel passato durante periodi di inflazione elevata.
- A nostro parere, gli investimenti basati sul momentum stanno andando bene perché, di fatto l'inflazione elevata è assimilabile al momentum dei prezzi al consumo. Quest'ultimo genera delle continue reazioni sul tessuto economico delle azioni da parte delle banche centrali e delle decisioni di investimento dei privati, che a loro volta guidano i trend dei prezzi di mercato.

L'inflazione era un argomento di preoccupazione e discussione anche prima dell'invasione dell'Ucraina da parte dell'esercito russo lo scorso febbraio. Infatti, le pressioni inflazionistiche sono in aumento dall'estate del 2021, quando le filiere globali erano state interrotte dalle misure volte a contenere la pandemia. Al principio, le autorità avevano classificato la corsa dei prezzi come transitoria e si aspettavano un rapido ritorno ai livelli target intorno al 2%. Invece, oggi l'inflazione è molto più elevata del previsto e, ed è atteso che rimanga sopra i livelli osservati negli ultimi decenni per il prossimo futuro.

Date le difficoltà degli investitori nel conseguire rendimenti reali a fronte di una ragionevole propensione al rischio in un contesto inflazionistico, abbiamo condotto un'analisi per individuare quali settori e strategie potrebbero consentire di preservare il patrimonio e generare al contempo rendimenti reali soddisfacenti in periodi come quello attuale. La nostra analisi evidenzia che una strategia sofisticata orientata al momentum e incentrata su più asset class e aree geografiche potrebbe essere una valida soluzione, soprattutto se si prevedono pressioni inflazionistiche anche a medio termine.



Navigare
tra i tassi

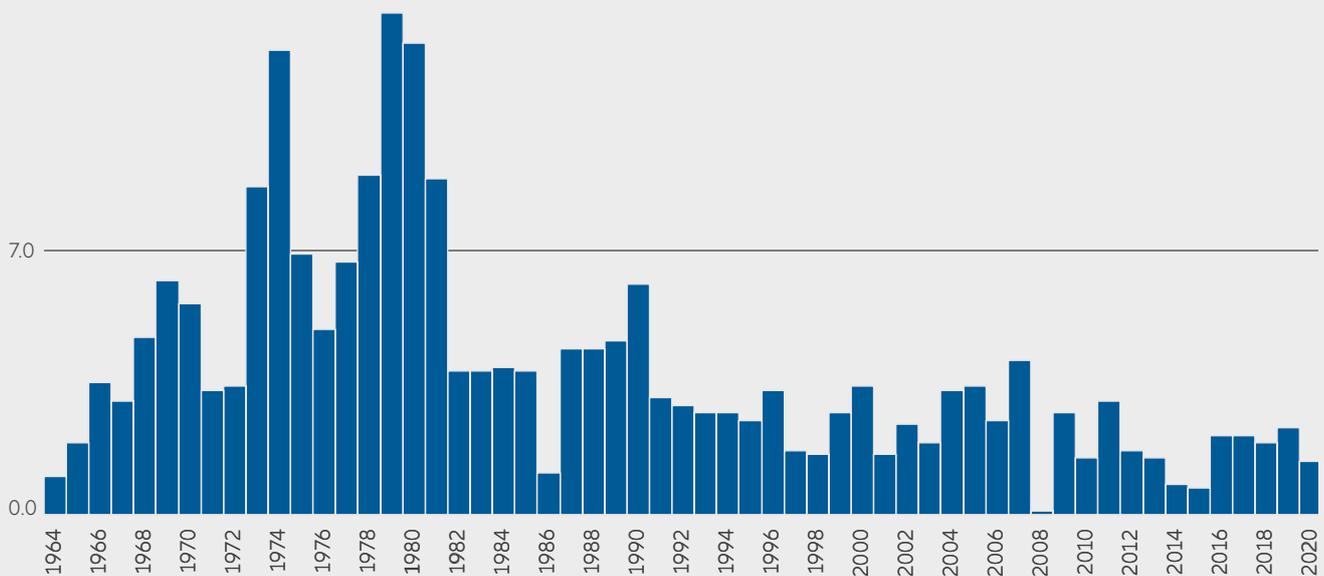
Allianz 
Global Investors

L'inflazione continua a sorprendere al rialzo

Dopo decenni di bassa inflazione nei Paesi avanzati, le recenti pressioni inflazionistiche hanno raggiunto livelli che non si registravano da diverso tempo. Benché tali dati siano preoccupanti e rappresentino una sfida per gli investitori alla ricerca di rendimenti reali, **è importante distinguere, in fase di analisi, tra inflazione complessiva e inflazione core**. Il tasso core di norma esclude le componenti più volatili del paniere di riferimento, come i prezzi di energia e quelli, che a causa del conflitto in Ucraina sono ora i principali driver dell'inflazione complessiva. Tuttavia, anche considerando solo la parte "core", al momento si osserva

un'inflazione di oltre il 6% negli Stati Uniti e sopra il 3% nell'area euro. In base alle previsioni attuali delle banche centrali, l'inflazione dovrebbe restare elevata almeno per tutto il 2022 e nel medio periodo il contesto dovrebbe risultare un po' più inflazionistico, diversamente da quanto sperimentato negli ultimi anni e decenni. Consapevoli del fatto che le precedenti previsioni sui prezzi al consumo avevano nettamente sottovalutato il contesto inflazionistico attuale, gli investitori dovrebbero orientarsi su strategie atte a preservare il patrimonio e a generare rendimenti reali. **Una risposta potrebbe venire dagli investimenti basati sul momentum nelle varie asset class.**

Grafico 1: Recente accelerazione dell'inflazione negli USA (crescita annuale dell'indice dei prezzi al consumo USA)



Fonte: Allianz Global Investors, Bloomberg sulla base dell'indice US Consumer Price Index Urban Consumers depurato degli effetti stagionali al 2 maggio 2022.

Condizioni molto favorevoli per gli investimenti basati sul momentum

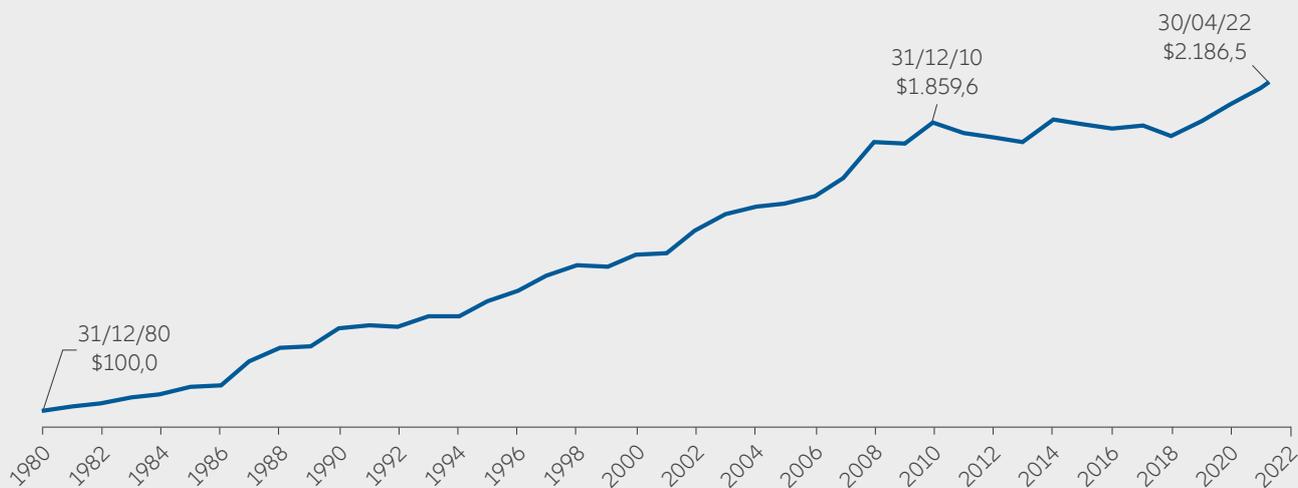
L'investimento basato sul momentum o sul trend¹ parte da un'idea molto semplice: la performance di un asset manterrà la medesima direzione. Se il prezzo di un asset è salito continuerà a salire. Se il prezzo di un asset è sceso continuerà a scendere. Il momentum, inteso come performance di un singolo titolo negli ultimi 12 mesi, è stato studiato per la prima volta nell'ambito dei titoli azionari. Carhart (1997)² ha ampliato il modello pionieristico di Fama e French basato su tre fattori (mercato, dimensioni e valore) (1992)³ includendovi il momentum. Questi ultimi e ricercatori hanno riscontrato che i trend, positivi o negativi che siano, durano in media da 3 a 12 mesi. Da allora, questa definizione di momentum è stata adottata come standard, con una sola modifica: nei 12 mesi considerati non è compreso il mese più recente, poiché in tal modo si tiene adeguatamente conto degli effetti di inversione nel breve periodo o dell'implementazione ritardata del segnale momentum in portafoglio.

Grazie allo stile momentum gli investitori possono generare rendimenti significativi sfruttando i trend che emergono dai mercati finanziari.

Partendo da questa definizione di momentum, Asness et al. (2013)⁴ hanno esaminato indici azionari e obbligazionari, commodity e valute, e hanno effettivamente riscontrato segnali della continua presenza di determinati trend nel tempo. La nostra analisi dei dati storici conferma la tesi secondo cui un investimento basato sul momentum può offrire rendimenti consistenti sfruttando i trend che emergono dai mercati finanziari. Solo i periodi in cui si osserva una forte inversione del trend sono meno adatti all'investimento basato sul momentum. Ciononostante, in un orizzonte di medio e soprattutto di lungo periodo, lo stile momentum di norma genera interessanti performance.

Per quanto riguarda fase attuale, è interessante il fatto che le strategie basate sul trend sono andate molto bene negli ultimi tempi. Basti osservare la performance illustrata

Grafico 2: Investimenti basati sul momentum che hanno evidenziato di recente un solido track record dopo una serie di performance irrilevanti: Performance dei fondi CTA



Fonte: Allianz Global Investors, Bloomberg tramite il BarclayHedge CTA Index al 30 aprile.

nel **Grafico 2**. L'indice BarclayHedge CTA ivi riportato, che misura l'andamento dei cosiddetti fondi CTA dal 1981, ha di recente registrato nuovi record massimi. I CTA sono una categoria di fondi in grado di assumere posizioni lunghe e corte su diverse asset class. Riteniamo la loro performance sia stata possibile per la capacità di cogliere il trend ribassista sui mercati obbligazionari e quello rialzista sui mercati delle commodity.

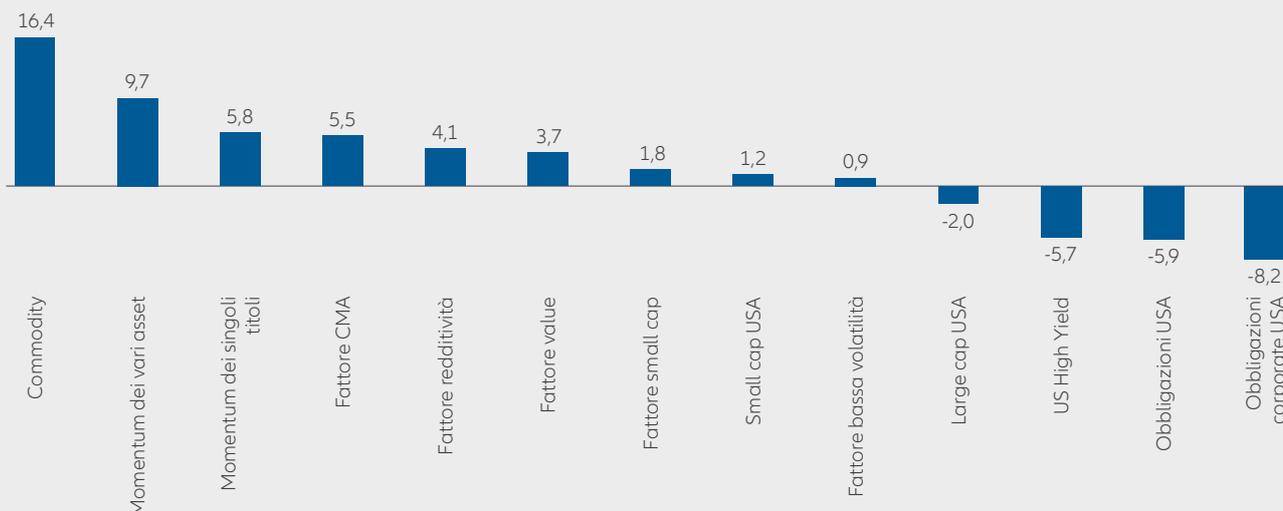
Analisi di lungo periodo: I rendimenti delle asset class e dei fattori nei contesti inflazionistici

Dopo aver concluso che probabilmente i tassi di inflazione nei mercati avanzati resteranno elevati nel prossimo futuro, ci siamo chiesti come si siano comportate le asset class e le strategie fattoriali nei precedenti periodi di inflazione elevata. La nostra analisi ha preso in esame i dati degli ultimi 58 anni relativi agli USA. Siamo partiti dal 1964 perché a quell'anno risalgono i primi dati disponibili sui rendimenti delle asset class e dei fattori e perché ci è sembrato opportuno non considerare il periodo post-bellico. Per quanto riguarda le asset class, utilizziamo i rendimenti del database di Ibbotson, fatta eccezione per le commodity, per le quali ci avvaliamo del Bloomberg Commodity Total Return Index, mentre per i premi per il rischio azionario usiamo i dati del sito web del Prof. Ken French (Kenneth R. French - Data Library (dartmouth.edu)). Per quanto riguarda i trend cross-asset calcoliamo un nostro indice sulla base di un modello proprietario applicato a otto importanti asset class: Ibbotson US Large Cap Index, Ibbotson US Small Cap Index, Ibbotson US High Yield Index, Ibbotson US Corporate Index, Ibbotson US Government Bonds Index, Oil Futures Index, Gold Futures Index e US Dollar Index. Usiamo un nostro modello proprietario poiché non esistono indici dei CTA con dati anteriori al 1981. Tuttavia, nel periodo precedente al 1981 l'inflazione ha raggiunto i tassi più

elevati della storia moderna; per tale motivo siamo particolarmente interessati a quegli anni. Per poter confrontare la performance di tutti gli investimenti possibili adeguiamo tutti i rendimenti delle asset class in modo da avere una volatilità del 10%.

Ci concentriamo sugli anni caratterizzati da inflazione elevata, vale a dire gli anni in cui l'inflazione al consumo ha superato il 5%. Si tratta di casi relativamente rari, come si evince dal Grafico 1; nel complesso abbiamo contato 12 anni di questo tipo, che corrispondono più o meno a un quinto dell'intero set di dati. Naturalmente il 2021 fa parte del gruppo poiché presentava un'inflazione del 7,0%; poi bisogna risalire al 1990 per trovare un tasso del 6,1%, mentre nel 1981 l'inflazione si attestava all'8,9%. Il 1981 è stato l'ultimo di una serie di anni caratterizzati da inflazione alta iniziata nel 1969.

Riscontriamo che le commodity hanno ottenuto gli extra rendimenti migliori rispetto alla liquidità, in media del 16,4% negli anni di inflazione elevata. Tale dato è più o meno in linea con il senso comune, secondo il quale le commodity sono parte integrante degli indici dei prezzi al consumo e dei prezzi alla produzione. Il secondo miglior risultato è quello della strategia simulata basata sul momentum cross-asset, che ha conseguito un extra rendimento (oltre la liquidità) del 9,7%. All'altra estremità ci sono le asset class tradizionali come le obbligazioni e le azioni, che hanno evidenziato extra rendimenti negativi compresi fra il -2% e il -8%. **Il fatto che il momentum investing possa offrire risultati positivi in anni in cui le maggiori classi di attivo hanno ritorni negativi, lo rende una strategia preziosa in questi contesti.** Si noti inoltre che altri premi per il rischio azionario presentano performance positive in periodi di forte inflazione, e che il momentum dei singoli titoli si piazza al secondo posto in termini di rendimento.

Grafico 3: Extra rendimento p.a. (%) in anni con inflazione elevata (inflazione > 5% nel periodo 1964–2021)

Fonte: Allianz Global Investors. Per le asset class utilizziamo i rendimenti del database di Ibbotson, fatta eccezione per le commodity, per le quali ci avvaliamo del Bloomberg Commodity Total Return Index, mentre per i premi per il rischio azionario usiamo i dati del sito web del Prof. Ken French. Per seguire i trend cross-asset calcoliamo un nostro indice sulla base di un modello proprietario dei trend applicato a otto grandi asset class. Ibbotson US Large Cap Index, Ibbotson US Small Cap Index, Ibbotson US High Yield Index, Ibbotson US Corporates Index, Ibbotson US Government Bonds Index, Oil Futures Index, Gold Futures Index e US Dollar Index. Usiamo un nostro modello proprietario poiché non esistono indici dei CTA con dati anteriori al 1981.

Tali risultati potrebbero sorprendere soprattutto se si considera l'ampiezza della sovraperformance del momentum cross-asset rispetto ad altri fattori come valore, redditività, momentum delle small cap o persino di singoli titoli. Tuttavia, riteniamo che la ragione di ciò possa essere spiegata facilmente. La ragione più semplice riguarda il

mercato del reddito fisso. In un contesto di inflazione elevata e in aumento, di norma le banche centrali sono tenute ad alzare i tassi di interesse causando così una discesa dei prezzi, quindi generando un trend molto negativo sui mercati obbligazionari. In merito ai mercati delle commodity e al ruolo giocato dai costi di produzione delle materie

Tabella 1: Extra rendimento (oltre la liquidità) negli anni di inflazione elevata (> 5%) con rendimenti di asset/strategie ridimensionati per ottenere una volatilità del 10%

	Rendimento medio (%)	Anno peggiore (%)	Correlazione con le obbligazioni USA	Correlazione con le azioni USA	Hit Ratio (%)
Commodity	16,4	-14,2	-0,04	-0,24	83
Momentum cross- asset	9,7	-10,6	-0,27	-0,67	92
Momentum dei singoli titoli	5,8	-10,5	-0,45	-0,18	67
Fattore CMA	5,5	-12,5	0,60	-0,38	67
Fattore redditività	4,1	-8,9	-0,28	0,55	58
Fattore value	3,7	-15,7	0,39	-0,13	67
Fattore small cap	1,8	-14,9	-0,29	0,36	58
Small cap USA	1,2	-22,0	-0,25	0,81	50
Fattore bassa volatilità	0,9	-12,4	0,25	-0,62	58
Large cap USA	-2,0	-28,9	0,04	1,00	33
High yield USA	-5,7	-26,6	0,25	0,61	33
Obbligazioni USA	-5,9	-18,7	1,00	0,04	25
Obbligazioni corporate USA	-8,2	-22,4	0,90	0,33	17

Fonte: Allianz Global Investors al 2 maggio 2022 con i dati descritti nel testo e nel Grafico 3.

Tabella 2: Extra rendimenti (oltre la liquidità) dei singoli anni caratterizzati da inflazione elevata (> 5%)

	1969	1970	1973	1974	1975	1977	1978	1979	1980	1981	1990	2021
Commodity	5,3	13,8	74,5	25,6	-5,9	4,4	16,1	42,5	8,0	-14,2	11,0	15,7
Momentum cross- asset	20,9	12,3	9,4	21,9	-10,6	11,5	14,5	17,1	2,3	9,6	2,5	5,0
Momentum dei singoli titoli	5,6	-2,2	16,4	4,6	-10,5	9,9	6,6	14,8	20,7	-4,6	10,2	-1,3
Fattore CMA	-4,2	25,0	7,4	23,1	0,5	0,0	4,3	-1,5	-12,5	11,1	1,1	11,8
Fattore redditività	12,3	-3,3	-8,9	-4,6	1,0	2,5	5,2	-3,4	14,4	-1,5	7,8	27,6
Fattore value	-6,3	13,7	11,1	6,3	5,9	4,8	0,4	-1,6	-15,7	16,0	-6,4	16,1
Fattore small cap	-10,5	-9,2	-14,9	0,4	14,2	18,1	10,2	15,6	3,6	5,4	-10,4	-0,7
Small cap USA	-18,4	-13,9	-22,0	-16,2	27,2	11,7	9,4	19,1	16,5	-0,6	-17,1	19,4
Fattore bassa volatilità	7,4	10,3	7,8	2,3	-12,4	-3,7	-4,1	-8,5	-7,9	11,2	5,2	3,0
Large cap USA	-12,7	-2,3	-18,2	-28,9	26,2	-10,3	-0,6	6,7	17,6	-16,6	-9,2	23,9
High yield USA	-12,5	1,3	-0,3	-26,6	11,0	2,7	-8,8	-10,0	-7,4	-4,7	-18,4	5,5
Obbligazioni USA	-18,4	25,5	-6,1	-6,0	4,8	-9,4	-9,5	-16,0	-18,7	-13,6	4,5	-8,4
Obbligazioni corporate USA	-20,4	16,3	-8,2	-15,5	12,1	-4,8	-10,2	-20,4	-19,6	-22,4	-1,6	-3,7

Fonte: Allianz Global Investors al 2 maggio 2022 con i dati descritti nel testo e nel Grafico 3.

prime in un contesto di inflazione elevata, solitamente osserviamo anche una correlazione positiva tra tassi di inflazione elevati e in salita e il prezzo delle materie prime. Nel caso dei mercati azionari e valutari la situazione potrebbe essere più eterogenea, in parte a causa di fattori diversi dall'inflazione, ad esempio di natura geopolitica o economica.

La tabella 1 mostra in dettaglio gli schemi di performance negli anni di inflazione elevata. È interessante notare che l'hit ratio riguarda commodity e momentum cross-asset. In termini di vantaggi di diversificazione rispetto a obbligazioni e azioni, sono le commodity, il momentum cross-asset e il momentum dei singoli titoli che **presentano le correlazioni più basse e negative**. La tabella 2 riporta i rendimenti di ciascun anno caratterizzato da inflazione elevata. Si nota che non vi sono certezze assolute e che, anche se l'hedge sull'inflazione funziona in media bene in tali periodi, la copertura potrebbe non funzionare in ogni singolo anno. Talvolta si registrano dei drawdown considerevoli.

Le strategie basate sul momentum possono offrire un ottimo contributo in termini di rendimento in tutte le fasi di mercato

L'inflazione sorprende al rialzo ormai da quasi 12 mesi e i tassi potrebbero restare elevati sino a che permarranno le pressioni inflazionistiche, soprattutto se si innescherà una spirale rialzista di salari e prezzi. Per proteggere i

portafogli contro possibili perdite in termini reali, consigliamo agli investitori di prendere in considerazione asset class e strategie che presentano uno schema di performance consolidato in periodi di aumento dell'inflazione. È inoltre importante esaminare l'allocazione complessiva del portafoglio e avere un mix di fattori di rischio che consenta di conseguire una performance in un contesto inflazionistico, senza perdere di vista i periodi non inflazionistici.

Riteniamo che specifiche strategie basate sul momentum possano offrire un consistente contributo al rendimento in tutte le fasi del mercato che presentano trend forti in termini di crescita economica o inflazione, poiché forti oscillazioni nell'economia reale sono verosimilmente correlate a un momentum solido dei prezzi degli asset. Inoltre il momentum attraverso i vari asset potrebbe generare performance positive indipendentemente dalla direzione del mercato, dato che tali strategie non sono obbligate ad assumere esclusivamente posizioni lunghe ma potrebbero anche assumerne di corte in mercati con trend negativi.

AllianzGI: Decenni di esperienza negli investimenti multi asset

Noi di Allianz Global Investors siamo pionieri negli investimenti multi asset. Negli ultimi decenni ci siamo affermati a livello internazionale come provider globale di fondi multi asset con strategie multi asset basate sul momentum.

- ¹ I termini "momentum" e "trend" sono considerati sinonimi e usati intercambiabilmente.
- ² Carhart, 1997, On Persistence in Mutual Fund Performance, The Journal of Finance. 52 (1): 57–82.
- ³ Fama/French, 1992, The Cross-Section of Expected Stock Returns, Journal of Finance 47, 427–465.
- ⁴ Asness/Moskowitz/Pedersen, 2013, Value and Momentum Everywhere, The Journal of Finance, Vol. LXVIII, No. 3, giugno 2013.

L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe non ricevere l'importo originariamente investito. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Se la valuta in cui sono espressi i rendimenti passati differisce dalla valuta del paese di residenza dell'investitore, quest'ultimo potrebbe essere penalizzato dalle fluttuazioni dei tassi di cambio fra la propria valuta e quella di denominazione dei rendimenti al momento di un'eventuale conversione. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variare senza preavviso nel tempo, sono quelle della società che lo ha redatto o delle società collegate, al momento della redazione del documento medesimo. I dati contenuti nel presente documento derivano da fonti che si presumono corrette e attendibili al momento della pubblicazione del documento medesimo. Si applicano con prevalenza le condizioni di un'eventuale offerta o contratto che sia stato o che sarà stipulato o sottoscritto. Il presente documento è una comunicazione di marketing emessa da Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.it, una società di gestione a responsabilità limitata di diritto tedesco, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francoforte sul Meno, iscritta al Registro Commerciale presso la Corte di Francoforte sul Meno col numero HRB 9340, autorizzata dalla BaFin (www.bafin.de). La Sintesi dei diritti degli investitori è disponibile in francese, inglese, italiano, tedesco e spagnolo all'indirizzo <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights>. Allianz Global Investors GmbH ha stabilito una succursale in Italia, Allianz Global Investors GmbH, Succursale in Italia, via Durini 1 - 20122 Milano, soggetta alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa comunitaria. È vietata la duplicazione, pubblicazione o trasmissione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma; salvo consenso esplicito da parte di Allianz Global Investors GmbH.

Documento illustrativo di approfondimento che non costituisce offerta al pubblico di prodotti/servizi finanziari.