



ASSET
ALLOCATION
OUTLOOK

Luglio 2021

Investire a metà ciclo: tempo di essere selettivi

Nel pieno della ripresa in corso, con la crescita che modererà il passo, privilegiamo un posizionamento di propensione al rischio con avveduta selezione dei settori e dei titoli nei portafogli multi asset.

AUTORI



Erin Browne
Gestore
Asset Allocation



Geraldine Sundstrom
Gestore
Asset Allocation

SINTESI

- Dopo aver toccato i livelli massimi di sostegno delle politiche di crescita, nonché quella che verosimilmente si configura come un'impennata transitoria dell'inflazione, l'economia mondiale è a metà del ciclo espansivo. Prevediamo che la crescita globale modererà il passo nel 2022 seppur mantenendosi al di sopra del tendenziale.
- Gli attivi orientati alla crescita, come le azioni e il credito, tendono a performare bene in un contesto di metà ciclo ma con notevole differenziazione. La selezione di settori e titoli resta cruciale. Nei portafogli multi asset in generale privilegiamo le azioni rispetto ad altri attivi rischiosi sulla base delle valutazioni relative.
- Guardando al di là del ciclo economico, valutiamo altresì il potenziale impatto dei cambiamenti dirompenti di più lungo termine. Le tendenze verso la sostenibilità e l'evoluzione tecnologica presentano opportunità di investimento e rischi.



Il deciso rimbalzo seppur disomogeneo nei diversi paesi quest'anno verosimilmente cederà il passo a una crescita sincrona più moderata, ancorché ancora superiore al tendenziale, nel 2022.

Prevediamo che non solo la crescita ma anche l'inflazione e il sostegno delle politiche modereranno il passo. La pandemia globale inoltre pare essere in ritirata. Il cambio di passo di questi quattro fattori è stato al centro del dibattito del nostro investment forum di inizio giugno le cui conclusioni sono illustrate in dettaglio nel nostro *Prospettive Cicliche "Svolta dell'inflazione"* pubblicato di recente.

Siamo dell'avviso che l'economia mondiale sia al momento a metà del ciclo e si lasci alle spalle i livelli massimi dei suddetti quattro fattori. Dal punto di vista dell'asset allocation ciò significa che gli attivi orientati alla crescita, come azioni e credito, possono ancora offrire rendimenti relativamente interessanti. Ci attendiamo tuttavia maggiore dispersione a livello di settori e aree geografiche. Inoltre, valutazioni elevate e rendimenti più contenuti fanno presagire beta inferiori. La differenziazione e la selezione bottom-up *all'interno delle* classi di attivo, a livello ad esempio di paese, settore ed emittente, sarà con ogni probabilità cruciale per conseguire validi rendimenti nel contesto corrente.



LA RITIRATA

Fortunatamente, il peggio della pandemia mondiale pare essere alle spalle con l'ampia diffusione delle vaccinazioni e il raggiungimento dell'immunità di gregge ormai prossimo in molti paesi.

Con la pandemia in ritirata anche il sostegno delle politiche è in ritirata. I sostegni fiscali, che sono naturalmente legati a date di scadenza o ai livelli occupazionali, stanno decadendo e l'impulso fiscale è destinato a diventare negativo, come abbiamo già visto in Cina. Sul versante della politica monetaria, alcune banche centrali hanno mosso i primi passi verso la normalizzazione, riducendo gli acquisti di titoli (banche centrali di Canada e Regno Unito) o alzando i tassi (alcune banche centrali dei mercati emergenti). Negli Stati Uniti, la Federal Reserve a giugno ha indicato l'intenzione di cominciare a discutere di tapering alle prossime riunioni e, stando alle previsioni riportate nel dot plot, la tabella di marcia verso futuri aumenti dei tassi è anticipata. Prevediamo che le banche centrali dei principali mercati sviluppati comincino ad alzare i tassi nel 2023.

L'inflazione ha sorpreso al rialzo e innescato timori. Noi restiamo dell'idea che si tratti di un'impennata transitoria dovuta agli effetti base, ossia al confronto anno su anno, ai colli di bottiglia sul versante dell'offerta nonché a carenze temporanee, anch'essi previsti moderarsi nel 2022.

UN CONTESTO DI METÀ CICLO

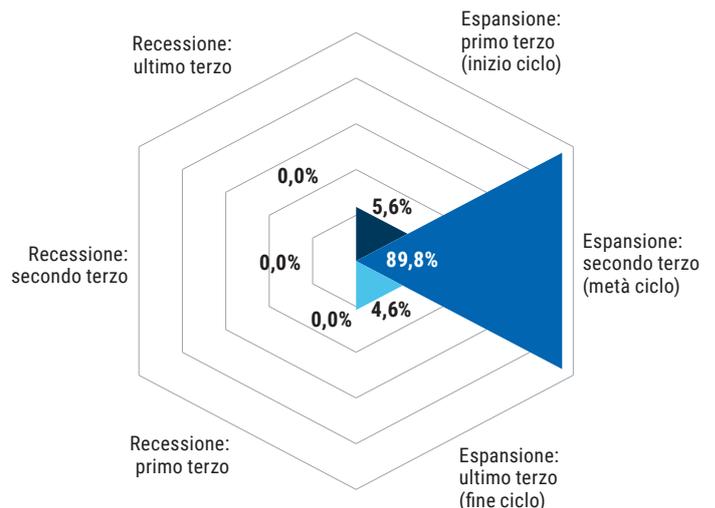
Il venir meno del sostegno sia della politica fiscale che di quella monetaria eserciterà un freno sulla crescita economica nel prossimo anno, pur a fronte dei facili guadagni legati alle riaperture. Prevediamo una crescita del PIL reale dei mercati sviluppati del 6% nel 2021 (quarto trimestre su quarto trimestre) per poi moderarsi al di sotto del 3% nel 2022. La maggiore lentezza delle vaccinazioni nei mercati emergenti ne ha ritardato la ripresa e prevediamo per questi mercati una crescita del PIL che si attesti al 3,5% nel 2021 per poi accelerare sino al 5% nel 2022 (4° trimestre su 4° trimestre).

Dopo il picco quest'anno, i tassi di crescita dei mercati sviluppati ridurranno il passo rispetto ai livelli attuali ma in termini assoluti la crescita si manterrà elevata nell'orizzonte ciclico. La domanda inespressa, gli alti livelli di risparmio dei consumatori e sani coefficienti di leva delle imprese costituiscono un trampolino per una crescita trainata dal settore privato. Si configura dunque un contesto interessante per gli attivi orientati alla crescita.

In generale, le nostre analisi indicano che siamo a metà del ciclo economico espansivo (si veda la Figura 1) e crediamo che questo si rifletta nelle valutazioni azionarie. Storicamente in

Figura 1 – Il modello fattoriale dinamico di PIMCO indica elevata probabilità che l'economia americana sia a metà del ciclo espansivo

Terzi del ciclo statunitense out-of-sample in base al MFD



Esempio ipotetico a soli scopi illustrativi.

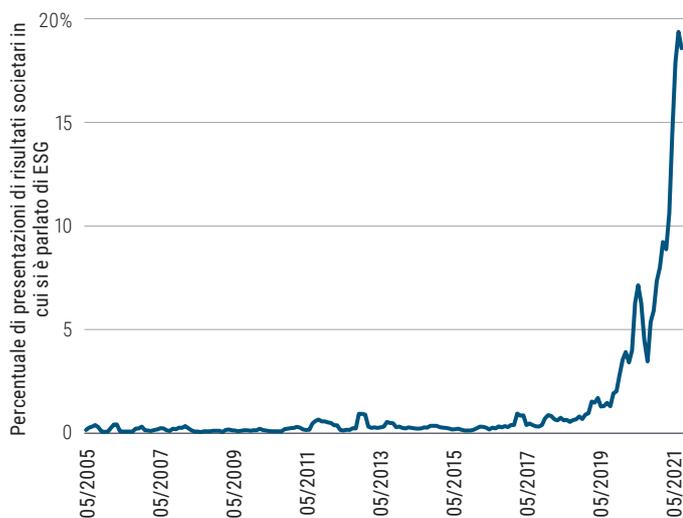
Fonte: PIMCO, Haver Analytics, al 29 giugno 2021.

Il modello fattoriale dinamico divide il ciclo economico in sei fasi, ad esempio il secondo terzo della fase espansiva è la metà del ciclo espansivo. Il modello incorpora un insieme di fattori sottostanti in grado di determinare l'andamento della crescita economica e ipotizza che le diverse serie storiche di dati economici siano espressione di tali fattori con sfasamenti temporali variabili. Tali fattori sono stimati tramite serie storiche relative a 750 variabili statunitensi che coprono un ampio ventaglio di fenomeni, tra cui la crescita e le sue componenti, le componenti dell'inflazione, il mercato del lavoro, indagini economiche, statistiche sul settore immobiliare, dati sul sistema bancario, tassi d'interesse e prezzi degli attivi, e molto altro ancora.

queste fasi del ciclo si sono osservati rendimenti robusti, ma differenziati, sui mercati azionari. Anche il credito tende a registrare rendimenti positivi in tali contesti ma spesso sottoperforma l'azionario su base corretta per il rischio. Il Dollaro americano invece tradizionalmente registra rendimenti negativi in tali fasi.

La metà del ciclo espansivo tipicamente è una fase in cui è desiderabile essere investiti. Tuttavia, alla luce dei compressi premi di rischio sui mercati, gli investitori dovranno affidarsi maggiormente alla selezione dei settori e dei titoli per sospendere i rendimenti. Questo vale ancor di più nel contesto mondiale post pandemico in rapido cambiamento nel quale sussiste ampia incertezza riguardo ai potenziali esiti e le tradizionali modalità di investimento potrebbero non essere di agevole applicazione.

Figura 2 – Dal 2019 gli ESG sono in rapida crescita come tema trattato nelle presentazioni dei risultati societari



Fonte: analisi di PIMCO delle trascrizioni delle presentazioni dei risultati finanziari di circa 10.000 società globali a maggio 2021

POTENZIALI BENEFICIARI DEI CAMBIAMENTI DIROMPENTI

Cosa potrebbe essere diverso questa volta? Una tendenza che si sta affermando con l'attuale ripresa di metà ciclo è quella degli investimenti ESG, ossia ispirati a criteri ambientali, sociali e di governance. Dall'inizio della pandemia si è osservata, ad esempio, una netta crescita degli ESG come tema trattato nelle presentazioni dei risultati societari (si veda la Figura 2). L'analisi degli aspetti ESG contribuisce a permeare le strategie di asset allocation.

Stando ai dati ONU, più di 110 paesi, che nell'insieme rappresentano oltre il 70% del PIL mondiale, si sono impegnati per un futuro con zero emissioni. Sarà un'evoluzione che si dispiegherà su diversi decenni e che con il mutare dei consumi e degli investimenti dovrebbe generare una robusta domanda per determinati beni e materiali (ad esempio, energie rinnovabili, semiconduttori, foreste e prodotti in polpa di cellulosa). Al contempo, la tendenza all'azzeramento delle emissioni verosimilmente per determinate imprese (ad esempio quelle nei settori tradizionali del petrolio e del gas che non si sono ancora adeguate al cambiamento del mix energetico del futuro) comporterà dover affrontare una transizione rischiosa o lunghe contrazioni. Andare verso un futuro più ecologico richiede l'adozione di nuove tecnologie e nuove fonti energetiche nonché aggiornamenti delle normative e delle politiche.

Le disuguaglianze ampliate negli anni su cui si è innestata la pandemia hanno auspicabilmente portato a un risveglio della coscienza sociale collettiva che si traduce in una crescente messa in discussione di prassi economiche passate e che ha portato cambiamenti come il divieto sui contratti a zero ore (ad esempio, nel Regno Unito), aumenti del salario minimo (talvolta in modo deciso, e in particolare da parte di alcuni colossi americani) e miglioramento delle condizioni di lavoro per il personale (in applicazione di requisiti normativi o per scelta volontaria dei datori di lavoro, compreso negli Stati Uniti). Questi cambiamenti inevitabilmente avranno effetti a cascata sulle imprese di minori dimensioni.

Inoltre, per la prima volta in assoluto, c'è un autentico dialogo concertato fra i paesi OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico) per introdurre un'aliquota minima globale d'imposta sulle imprese. Il G-7 ha proposto un'aliquota di almeno il 15%. Gli impatti potrebbero essere ampi e alcune società potrebbero vedere aumentare la loro tassazione. La domanda di automazione e di tecnologie avanzate (come l'intelligenza artificiale) potrebbe essere una risposta che con tutta probabilità rappresenterà uno sviluppo positivo di lungo termine per le imprese leader in quei settori. Tuttavia, una più ampia redistribuzione del reddito potrebbe anche significare consumi più diffusi e minore propensione al risparmio.

Riguardo alla governance, governi e imprese potrebbero effettuare maggiori investimenti all'interno dei loro confini per accorciare le filiere e garantirsi la capacità di produrre beni strategici come semiconduttori, batterie o forniture mediche. In questi casi, gli interessi di sicurezza nazionale o economica potrebbero tendere a soverchiare le ragioni economiche e potremmo pertanto osservare maggiori investimenti di quelli che sarebbero altrimenti necessari. Inoltre, diversi settori che hanno sofferto nel ciclo precedente e hanno dovuto procedere a intense aggregazioni stanno riacquistando potere contrattuale rispetto ai loro clienti, il trasporto marittimo ne è un esempio. Oggi, infatti, le strutture di taluni settori sono più concentrate e questo a quanto pare comporta migliore disciplina d'offerta, contratti di più lungo termine e potere di fissazione dei prezzi.

Questi sono alcuni dei fattori che includiamo nel nostro quadro di riferimento di asset allocation top-down e nel nostro processo bottom-up di selezione dei titoli al fine di realizzare risultati più robusti per i portafogli. Nei portafogli multi asset di PIMCO, l'ottica ESG ci porta a privilegiare un sovrappeso in società selezionate nei settori green (come le energie rinnovabili), del digitale (come i semiconduttori), nonché delle foreste e dei prodotti in polpa di cellulosa, e ad esercitare cautela rispetto ai comparti legati ai combustibili fossili.

IMPLICAZIONI PER GLI INVESTIMENTI

L'espansione economica è verosimilmente nella fase di metà ciclo e pertanto in generale privilegiamo azioni e credito, che storicamente hanno avuto la tendenza a performare bene in queste fasi. Nell'azionario ci focalizziamo su quelle imprese posizionate per beneficiare dei cambiamenti dirompenti secolari negli ambiti della tecnologia, della sostenibilità e a livello geopolitico. Nel credito siamo selettivi, ponendo enfasi sui settori legati all'immobiliare.

La dispersione dei rendimenti fra i vari attivi è un fenomeno tipico dei contesti di metà ciclo, e ogni ciclo è diverso. L'incertezza che aleggia sulla ripresa disomogenea dalla recessione innescata dalla pandemia richiede flessibilità e un'attenta selezione di settori e titoli. Nei portafogli multi asset poniamo enfasi sulle opportunità bottom-up all'interno delle classi di attivi capaci di sovraperformare in quanto beneficiarie della crescita in atto nonché dei cambiamenti dirompenti di lungo termine.

Posizionamento sulle classi di attivo

Di seguito riepiloghiamo come stiamo posizionando i nostri portafogli multi-asset alla luce delle nostre previsioni economiche mondiali.

RISCHIO COMPLESSIVO



Riteniamo di essere a metà del ciclo economico e, a fronte di questo giudizio, siamo sovrappesati sul rischio nei portafogli, privilegiando in generale le azioni rispetto ad altri attivi rischiosi sulla base delle valutazioni relative. Dopo il robusto rally dell'anno passato, poniamo l'accento sulla flessibilità tattica nonché sulla selezione di settori e titoli.

AZIONI



Siamo sovrappesati sull'azionario, focalizzandoci sulle imprese che verosimilmente beneficeranno dei cambiamenti dirompenti di lungo termine sospinti dalla tecnologia, da fattori geopolitici e legati agli ESG. Dal punto di vista geografico, prediligiamo Stati Uniti, Giappone e i mercati emergenti asiatici, dove si trovano molte delle suddette imprese. Nell'individuare i principali temi d'investimento e nella selezione dei singoli nomi, prestiamo grande attenzione agli aspetti legati ai fattori ESG.

TASSI



Sulla duration prevediamo di mantenerci prossimi alla base, con un modesto sottopeso rispetto ai nostri benchmark. Ci attendiamo che i tassi restino confinati in una banda di oscillazione ristretta nel prossimo futuro in quanto le banche centrali sono inclini a seguire un percorso lento verso una politica più restrittiva, benché al momento i livelli dei rendimenti siano probabilmente all'estremo inferiore del range. Ciò detto, prevediamo di regolare il posizionamento in chiave tattica al mutare dei livelli di mercato e siamo consci del potenziale beneficio di diversificazione offerto dalla duration nel contesto di portafoglio.

CREDITO



Sul credito abbiamo un posizionamento di sovrappeso in modo selettivo, ponendo enfasi sulla selezione bottom-up degli emittenti. Continuiamo a privilegiare il credito legato all'immobiliare alla luce del robusto quadro dei fondamentali ma ravvisiamo opportunità selezionate nei mercati emergenti e nel credito societario nonostante gli spread compressi.

ATTIVI REALI



Il nostro giudizio di base continua ad essere che il recente incremento dell'inflazione sia transitorio tuttavia, a fronte degli squilibri di domanda/offerta e delle politiche di stimolo, il rischio di rialzo dell'inflazione è aumentato. Concentriamo l'esposizione agli attivi reali sui metalli industriali e sui fondi immobiliari, che dovrebbero beneficiare delle riaperture delle economie in corso. Sui TIPS al momento abbiamo un posizionamento neutrale in quanto i livelli di inflazione di pareggio implicita sono prossimi all'obiettivo di lungo termine delle banche centrali.

VALUTE



Il Dollaro americano appare costoso rispetto alla maggior parte delle valute dei mercati sviluppati ed emergenti e pertanto nei portafogli siamo sottopesati sul biglietto verde. Molte valute dei mercati emergenti appaiono particolarmente interessanti dal punto di vista delle valutazioni ma le sfide in atto sul fronte del COVID in quelle economie impongono cautela.

I rendimenti passati non sono una garanzia né un indicatore attendibile dei risultati futuri.

Tutti gli investimenti comportano rischi e possono subire perdite di valore. L'investimento nel **mercato obbligazionario** è soggetto a taluni rischi, tra cui il rischio di mercato, di tasso d'interesse, di emittente, di credito, di inflazione e di liquidità. Il valore della maggior parte delle obbligazioni e delle strategie obbligazionarie varia in funzione delle fluttuazioni dei tassi d'interesse. Le obbligazioni e le strategie obbligazionarie con duration più lunga tendono a evidenziare una maggiore sensibilità e volatilità rispetto a quelle con duration più breve. Di norma, i prezzi delle obbligazioni diminuiscono in caso di aumento dei tassi d'interesse e i contesti di bassi tassi d'interesse fanno aumentare tale rischio. Le riduzioni di capacità delle controparti obbligazionarie possono contribuire al calo della liquidità del mercato e all'aumento della volatilità dei prezzi. Al momento del rimborso gli investimenti obbligazionari possono avere un valore superiore o inferiore al costo iniziale. **Le obbligazioni indicizzate all'inflazione** di emittenti governativi sono titoli a reddito fisso la cui quota capitale viene modificata periodicamente in funzione del tasso di inflazione; il valore di tali titoli diminuisce in caso di aumento dei tassi d'interesse reali. I **TIPS** sono obbligazioni indicizzate all'inflazione emesse dal governo statunitense. Il valore delle **azioni** può diminuire a causa delle condizioni di mercato, economiche e industriali sia reali che percepite. **Gli MBS e gli ABS** possono essere sensibili alle fluttuazioni dei tassi d'interesse o esposti al rischio di rimborso anticipato. Sebbene di norma beneficiano di garanzie private, pubbliche o emesse da agenzie federali, non è possibile assicurare che i garanti facciano fronte ai loro obblighi. **I fondi immobiliari** sono soggetti a rischi, come quelli di risultati deludenti ottenuti dal gestore, di cambiamenti sfavorevoli della legislazione tributaria e della mancanza dei requisiti necessari al trasferimento esentasse dei redditi. **I titoli ad alto rendimento e a basso rating** comportano rischi maggiori rispetto ai titoli con un rating più elevato. I portafogli che investono in tali titoli sono esposti a livelli più elevati di rischio di credito e di liquidità rispetto ai portafogli che non detengono tali strumenti. L'investimento in **titoli domiciliati all'estero e/o denominati in valute estere** può comportare elevati rischi dovuti alle fluttuazioni valutarie, nonché rischi economici e politici che possono risultare più accentuati nei mercati emergenti. I **tassi di cambio** possono registrare fluttuazioni significative nel breve periodo e possono ridurre i rendimenti di un portafoglio. Le **materie prime** sono caratterizzate da un rischio maggiore, in termini di rischio di mercato, politico, regolamentare e connesso a eventi naturali e possono non essere idonee per tutti gli investitori. La **diversificazione** non garantisce l'assenza di perdite.

L'investimento socialmente responsabile ha carattere qualitativo e soggettivo e non vi è alcuna garanzia che i criteri utilizzati o i giudizi espressi da PIMCO rifletteranno le convinzioni o i valori di un particolare investitore. Le informazioni sulle pratiche responsabili vengono ottenute mediante dati forniti su base volontaria o da parte di terzi che potrebbero non essere accurati o completi; PIMCO fa affidamento su tali informazioni per valutare l'impegno di un'azienda in termini di pratiche responsabili o implementazione delle stesse. Le norme in materia di pratiche responsabili sono diverse nei vari paesi. Non è possibile assicurare che le tecniche e le strategie d'investimento socialmente responsabile consentano di conseguire risultati positivi.

Non sussiste alcuna garanzia che le suddette strategie di investimento si rivelino efficaci in tutte le condizioni di mercato o che siano idonee a tutti gli investitori. Ciascun investitore è tenuto a valutare la propria capacità di investimento a lungo termine, in particolare nei periodi di flessione del mercato. Si consiglia agli investitori di rivolgersi al proprio professionista degli investimenti prima di prendere qualsiasi decisione di investimento.

Le previsioni, le stime e talune informazioni contenute nel presente documento sono basate su ricerche proprietarie e non devono essere considerate alla stregua di una consulenza di investimento, di un'offerta o di una sollecitazione, né di un acquisto o una vendita di qualsiasi strumento finanziario. Le previsioni e le stime presentano alcuni limiti intrinseci e, a differenza dei dati effettivi di performance, non riflettono le transazioni effettive, i vincoli di liquidità, le commissioni e/o altri costi. Inoltre, i riferimenti a risultati futuri non vanno interpretati come una stima o una promessa di risultati che il portafoglio di un cliente potrebbe conseguire.

I termini **"economici"** e **"ricchi"** come qui utilizzati si riferiscono generalmente a una classe di attività o attività che si ritiene essere sostanzialmente sottovalutata o overpriced rispetto alla media storica, nonché alle aspettative future del gestore degli investimenti. Non vi è garanzia di risultati futuri o che una valutazione di una sicurezza garantisca un profitto o protegga da una perdita.

Il presente documento riporta le opinioni correnti del gestore, che possono essere soggette a variazioni senza preavviso. Questo materiale viene distribuito unicamente a scopo informativo e non deve essere considerato alla stregua di una consulenza d'investimento o di una raccomandazione in favore di particolari titoli, strategie o prodotti d'investimento. Le informazioni contenute nel presente documento sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non si rilascia alcuna garanzia in merito.

PIMCO in generale fornisce servizi a investitori istituzionali, intermediari finanziari e istituzioni qualificate. Si consiglia agli investitori individuali di rivolgersi al proprio consulente finanziario per valutare le opzioni d'investimento più adeguate alla propria situazione finanziaria. Questa non è un'offerta rivolta ad alcun soggetto in qualsiasi giurisdizione in cui ciò sia illegale o vietato. **I PIMCO Europe GmbH (società n. 192083, Seidlstr.24-24a, 80335 Monaco, Germania) e la filiale italiana di PIMCO Europe GmbH (società n. 10005170963)** sono autorizzate e regolamentate dall'Autorità di vigilanza finanziaria federale tedesca (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Francoforte sul Meno) in Germania ai sensi della Sezione 32 della Legge bancaria tedesca (KWG). La filiale italiana è inoltre soggetta alla supervisione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) ai sensi del Testo Unico della Finanza italiano e della relativa normativa di attuazione. PIMCO Europe GmbH non fornisce servizi di investimento direttamente a clienti al dettaglio. Nessuna parte della presente pubblicazione può essere riprodotta in alcuna forma o citata in altre pubblicazioni senza espressa autorizzazione scritta. PIMCO è un marchio depositato di Allianz Asset Management of America L.P. negli Stati Uniti e nel resto del mondo. ©2021, PIMCO.