

Un approccio bilanciato: portafogli resilienti in un panorama in evoluzione

AUTORI



Erin Browne
Gestore
Asset allocation



Emmanuel Sharef
Gestore
Asset Allocation
e Multi Asset Reali

Le strategie azionarie sistematiche e la diversificazione disciplinata possono aiutare i portafogli multi-asset a conseguire valida performance in mercati imprevedibili.

SINTESI

- Una allocazione disciplinata e bilanciata in attivi e aree geografiche diversificati può aiutare a contrastare gli aspetti emotivi (come la paura o l'eccesso di fiducia) e favorire risultati d'investimento più regolari a lungo termine.
- L'investimento azionario sistematico, che utilizza esposizioni multifattoriali diversificate (value, quality, growth e momentum) può offrire fonti durevoli di potenziale extra rendimento e aiutare i portafogli a far fronte agli shock delle politiche e alla volatilità di mercato.
- Nei portafogli multi-asset, le prospettive globali depongono a favore di esposizioni azionarie diversificate nelle varie regioni, obbligazionario britannico e australiano sulle scadenze più lunghe e credito cartolarizzato americano di alta qualità.

Negli ultimi mesi i mercati sono stati sull'ottovolante in risposta a cambiamenti nella politica commerciale, shock geopolitici, preoccupazioni sulla sostenibilità dei bilanci pubblici, sfide all'indipendenza delle banche centrali, progressi tecnologici e sorprese sul fronte degli utili in entrambe le direzioni. Nonostante il gran trambusto, azionario e obbligazionario in gran parte del mondo oggi sono vicini ai livelli di inizio anno.

È la conferma di una valida lezione nel campo degli investimenti: anche se si può essere tentati di reagire sull'onda delle notizie o pensando di saper prevedere gli esiti delle politiche, in tempi di incertezza, provare ad anticipare i mercati e prendere decisioni sulla spinta dell'emotività non fa altro che amplificare i rischi.

Crediamo che gli interessi degli investitori multi-asset siano meglio soddisfatti mantenendo bilanciamento e disciplina:

analizzando ed allocando in attivi, regioni e fattori di rischio diversificati e cogliendo in modo sistematico il premio al rischio (vale a dire remunerazione per il rischio di investimento) insito nella struttura dei diversi mercati e delle varie classi di attivo.

Nell'azionario, ad esempio, fattori come value, quality, growth e momentum storicamente hanno sovraperformato gli indici generali di mercato in una gamma di contesti.

Nell'obbligazionario si possono conseguire rendimenti regolari superiori al benchmark in diversi modi: puntando sul carry (vale a dire sul rendimento derivante da un range di caratteristiche delle obbligazioni), fornendo liquidità al mercato, mirando a premi al rischio associati a situazioni e mercati complessi, valutando e selezionando con cura gli investimenti nel credito. Tutti questi premi al rischio sono "sempre attivi" e possono fornire un cuscinetto per i rendimenti di portafoglio in mercati volatili.

UN APPROCCIO BILANCIATO AIUTA A MITIGARE L'EMOTIVITÀ

In mercati volatili o incerti, l'emotività può accentuarsi: paura, avidità, eccesso di fiducia, pensare di saperne di più degli altri, affidarsi alle esperienze recenti o seguire la massa sono tutti aspetti che possono condurre gli investitori a passi falsi che costano caro. Per esempio:

- **Affidarsi alle esperienze recenti** può indurre gli investitori a basare le proprie decisioni sull'inflazione e sulla turbolenza di mercato registrate durante la pandemia, sebbene il contesto attuale sia decisamente diverso.
- **L'eccesso di fiducia e pensare di saperne di più degli altri** può portare a posizionarsi per un determinato scenario di base nonostante si disponga di dati inadeguati e a scartare altre possibili evoluzioni, positive o negative.
- **Paura e avidità** possono spingere a modificare l'allocazione, a liquidare investimenti o posizionarsi su attivi o settori al momento sbagliato, e persino ad abbandonare strategie e piani ben studiati stabiliti in precedenza.

Un'allocazione diversificata e bilanciata è una delle modalità più semplici per far fronte all'emotività. Nell'esempio più lineare di un portafoglio composto per il 60% da azionario e per il 40% da obbligazionario, in caso di flessione dell'azionario il portafoglio risulta sottopesato su questa classe di attivo e aggiungendo rischio azionario, in modo controciclico, si ripristina il rapporto 60/40.

Allo stesso modo, nel nostro precedente *Asset Allocation Outlook "Correlazione negativa, allocazioni diversificate"* abbiamo illustrato come i gestori attivi possono modificare i loro target di esposizione azionaria/obbligazionaria sulla base delle evoluzioni della volatilità di mercato e delle correlazioni. Le stesse considerazioni valgono per altre fonti di diversificazione come classi di attivo, regioni e fattori.

Sui mercati globali le diverse regioni presentano un'ampia gamma di trend di rischio e rendimento. Questo contesto può accrescere i benefici di diversificazione all'interno delle classi di attivo, sfruttando posizioni globali nell'azionario e nell'obbligazionario a vantaggio degli investitori.

Mantenere un portafoglio diversificato e bilanciato non è in contrasto con decisioni tattiche di asset allocation, vale a dire entrare o uscire in modo mirato da determinate posizioni sulla base di specifici sviluppi. Tuttavia crediamo che le esposizioni tattiche vadano dimensionate in modo ragionato sulla base delle convinzioni e del potenziale trade-off rischio/rendimento. In periodi di elevata incertezza sulle politiche, come quest'anno, la remunerazione da movimenti tattici può essere più volatile.

SFRUTTARE I FATTORI AZIONARI PER PUNTARE A RENDIMENTI SUPERIORI AL BENCHMARK

Nell'ambito di una strategia bilanciata e diversificata, gli investitori possono adottare molti approcci per puntare a rendimenti attrattivi con gestione del rischio. I premi al rischio azionari legati a fattori come quality, value, momentum e growth sono ben conosciuti e storicamente hanno offerto fonti durevoli di extra rendimento a lungo termine.

L'approccio di PIMCO agli investimenti sulla base dei fattori azionari si distingue per alcuni importanti aspetti:

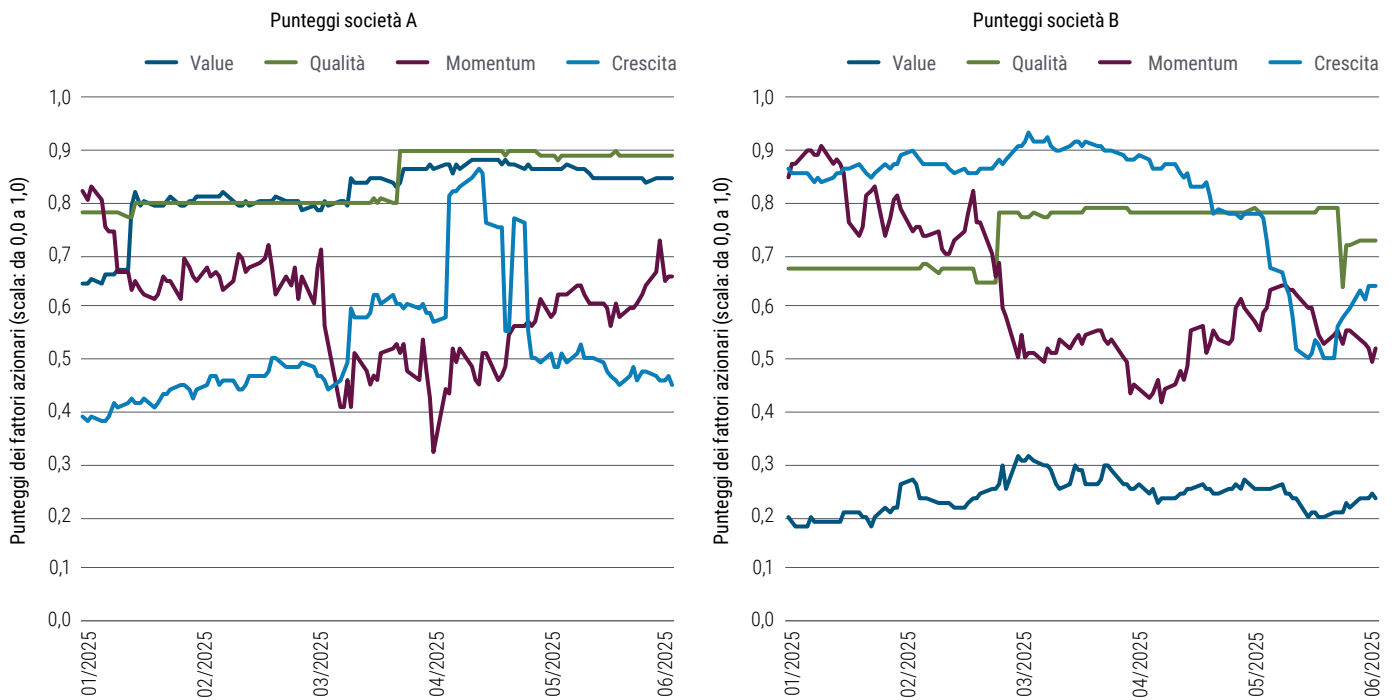
- Impieghiamo definizioni multiple per ciascuno di questi fattori, inglobando, ove possibile, ulteriori dati sui fondamentali o di fonti alternative.
- Combiniamo i punteggi dei singoli fattori in un punteggio aggregato per ciascun titolo, il che consente maggiore trasparenza.
- Ottimizziamo i portafogli fattoriali con simulazioni "sotto sforzo" (es. stress test) in modo da calibrare in modo opportuno i rischi, compresi gli orientamenti su Paesi, regioni e settori, oltre al tracking error e ai vincoli di liquidità.

La finalità di questo approccio è, anche in questo caso, ottenere bilanciamento e diversificazione su molteplici fonti di alfa per assicurare che nessun fattore assuma un peso sproporzionato rispetto agli altri e conseguire guadagni da orientamenti a Paesi e settori con punteggi fattoriali più alti.

Rispetto a metodi a un solo fattore, l'approccio pluridimensionale di PIMCO può ottenere portafogli più resilienti con performance più regolare in quanto viene mitigata la propensione dei singoli fattori ad andare incontro a considerevoli ribassi (comuni per il fattore momentum) o lunghi periodi di inaridimento della performance (come accade per il fattore value).

Anche se PIMCO adotta un approccio quantitativo, non si tratta di una strategia dai meccanismi oscuri in quanto i punteggi dei singoli fattori per ogni titolo azionario in portafoglio sono trasparenti e facilmente comprensibili (cfr. Figura 1). L'approccio quantitativo serve a gestire i rischi di bias comportamentali e dell'emotività, impostando la necessaria disciplina per fronteggiare con successo scenari inusuali, come quelli di quest'anno.

Figura 1 – I punteggi dei fattori azionari in PIMCO: due esempi illustrativi riferiti al 2025



Fonte: elaborazioni di PIMCO al 9 giugno 2025. I punteggi sono su una scala da 0,0 a 1,0. Esempi illustrativi di punteggi dei fattori azionari impiegati da PIMCO, rilevati giornalmente, riferiti ai valori da inizio anno di due società americane del settore tecnologico. La società A ha un bilancio solido, è focalizzata sul mercato interno, scambia con valutazioni convenienti, e ha registrato miglioramenti di crescita (growth) e rapida ripresa di slancio (momentum) dopo gli annunci di dazi americani. La società B presentava valutazioni costose e una maggiore esposizione internazionale, pertanto le previsioni di crescita e il suo slancio hanno risentito del contesto di incertezza sul fronte commerciale.

Gli ultimi mesi dimostrano come i fattori azionari possano rispondere a cambiamenti nelle politiche. I dazi incidono sulle varie imprese in modi molto diversi a seconda del loro domicilio e della loro esposizione agli scambi internazionali. Le imprese possono trovarsi alle prese anche con effetti di secondo livello dei dazi se i loro fornitori o clienti risentono di aumenti dei prezzi o carenze dovuti ai dazi.

Dopo gli annunci di dazi americani il 2 aprile 2025, i mercati azionari hanno registrato ribassi generalizzati e indiscriminati, generando chiare opportunità per investitori come PIMCO per riposizionare i portafogli e cogliere premi al rischio:

- Servendosi delle previsioni aggiornate sugli utili delle singole imprese, frutto delle analisi bottom-up a livello globale dei propri analisti, per rafforzare il **fattore growth**.
- Cogliendo i **segnali di momentum** attraverso l'analisi dei movimenti di prezzo delle società con operatività transfrontaliera e delle loro filiere, compresi i fornitori e i clienti domestici che probabilmente assorbiranno le pressioni sui costi.

- Individuando **società sottovalutate**, evidenziando quelle i cui prezzi sono scesi più delle omologhe e operando le opportune correzioni per tenere conto delle differenze settoriali e regionali.
- Focalizzandosi su **esposizione di qualità**, puntando su società resilienti destinate a sovraperformare se cambiamenti delle politiche o altri sviluppi innescassero una contrazione economica.

In questo anno volatile, il nostro approccio azionario sistematico, combinato con dati sul ciclo economico e il riconoscimento dei bias (in particolare, l'home country bias), ha contribuito al sottopeso di PIMCO sull'azionario americano rispetto a quello del resto del mondo, anziché inseguire i noti rendimenti delle mega-cap statunitensi dell'ultimo decennio. Il nostro impianto quantitativo ci ha aiutati a evitare eccessi di reazione o di scambi nella turbolenza di mercato. Mantenere la rotta e il bilanciamento è il frutto di decisioni d'investimento basate sulle informazioni, non dell'inerzia, in un contesto di significativa incertezza.

Le successive pause e giravolte sui dazi e l'associata volatilità di mercato evidenziano come la capacità di cogliere i premi al rischio per i fattori azionari possa essere cruciale per gli investimenti nel panorama di persistente incertezza sulle politiche.

VIEW DI ASSET ALLOCATION: BILANCIAMENTO NELL'INCERTEZZA

Gli orientamenti su Paesi e settori che emergono da un approccio sistematico al premio al rischio sono uno degli input che confluiscono nel processo di lunga data dei forum di PIMCO. Il dibattito rigoroso fra professionisti degli investimenti di tutto il mondo che avviene in questi forum che si tengono con cadenza regolare (i Cyclical e il Secular Forum) alimenta sia le nostre previsioni macroeconomiche top-down che il posizionamento degli investimenti bottom-up. (Per le nostre previsioni a breve termine, si rimanda alle ultime Prospettive Cicliche "Cercare la stabilità" e per l'analisi dei trend sull'orizzonte dei prossimi cinque anni al nostro Secular Outlook "L'era della frammentazione").

Le conoscenze frutto delle nostre analisi sui fattori e sui mercati azionari basate sui dati concorrono a circostanziare ai forum le discussioni sul ciclo economico e le allocazioni implicite di alto livello. Le analisi abbracciano inoltre parametri economici quantitativi e indicatori del ciclo economico, indagini interne e fonti di dati ad alta frequenza.

Gli effetti dei cambiamenti nella politica commerciale e fiscale non sono ancora chiari nei dati macro e le politiche stesse registrano rapide evoluzioni. Tuttavia, è evidente che

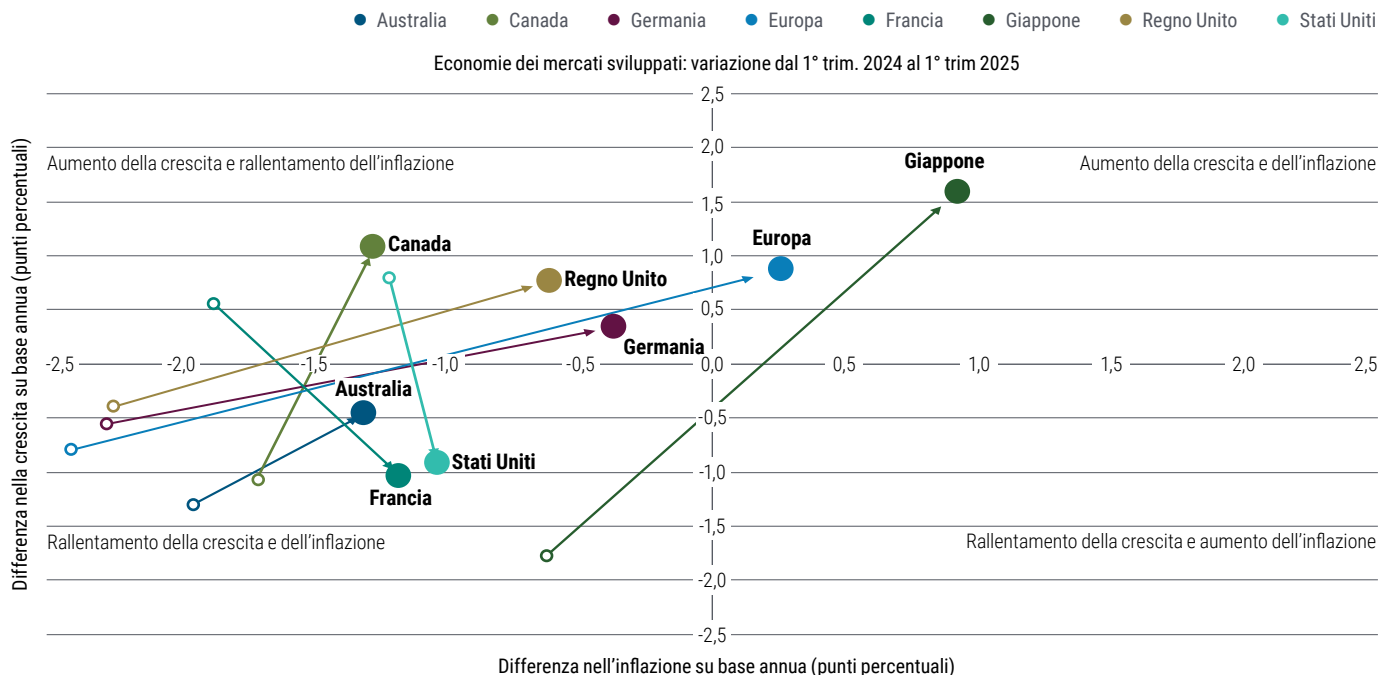
l'eccezionalismo americano stia venendo meno: i nostri strumenti di monitoraggio e analisi del ciclo economico indicano un rallentamento del ritmo di crescita che contrasta con la riaccelerazione che sta avvenendo in gran parte delle economie dei mercati sviluppati (cfr. Figura 2).

Per il posizionamento azionario, questo quadro macro (in linea con il modello fattoriale) suggerisce un'esposizione più neutra agli Stati Uniti e una maggiore focalizzazione su Europa e Asia, dove le valutazioni appaiono più interessanti. In Europa, la prospettiva di una politica di bilancio espansiva e di maggior coordinamento nelle politiche ha già cominciato a dare slancio al mercato azionario locale.

Crediamo inoltre che alcuni temi azionari di più lungo termine restino validi. Ad esempio, la tecnologia dell'IA avanza con velocità e aumentano le applicazioni nel mondo reale che possono accrescere la produttività nel tempo. Ciò detto, l'IA richiede ancora grandi investimenti che non hanno rallentato nonostante la concorrenza di efficienti modelli cinesi.

L'IA determina anche un notevole aumento della domanda di energia, che a sua volta stimola la ricerca di tecnologie rinnovabili efficienti e convenienti e alimenta guadagni per utility innovative.

Figura 2 – La traiettoria di crescita e inflazione negli Stati Uniti potrebbe essere più sfidante che in altri mercati sviluppati



Fonte: dati Haver Analytics ed elaborazioni PIMCO al 9 giugno 2025. Questo grafico è basato sui dati del PIL e dell'indice dei prezzi al consumo di ciascun Paese o regione. La variazione a 1 anno in ciascuna serie è indicata da un punto colorato lungo i due assi. È altresì indicata (da un pallino con interno non colorato) la posizione di ciascun Paese lo scorso anno.

Nell'obbligazionario, i rendimenti più alti rendono l'obbligazionario di alta qualità sempre più interessante. I Treasury a più lunga scadenza risentono tuttavia di volatilità per il potenziale di aumento dei deficit pubblici. Fortunatamente, i tassi più alti e i rendimenti reali positivi a livello globale consentono una maggiore diversificazione delle allocazioni in obbligazionario a più lunga scadenza verso altre regioni come Regno Unito e Australia, dove l'inflazione è relativamente contenuta e c'è limitata necessità di emissioni di debito sovrano per finanziare aumenti della spesa pubblica.

Gli spread del credito societario rispetto a obbligazioni sovrane con analoga scadenza sono tuttora ridotti e in molti casi non offrono un'adeguata remunerazione del rischio, a nostro avviso. Per questo prediligiamo tuttora il credito cartolarizzato di alta qualità, in segmenti quali quelli dei mutui e del credito al consumo americano. Gli MBS agency americani restano attrattivi, con spread superiori anche all'obbligazionario societario investment grade.

La crescente dispersione fra le valute ha accresciuto le opportunità per conseguire rendimento interessante e manteniamo posizioni in valute stabili, a più alta remunerazione, come ulteriore fonte di performance.

Nonostante il suo recente indebolimento, è improbabile che il Dollaro perda il suo status di valuta di riserva globale nel prossimo futuro. Sono tuttavia possibili ribassi del biglietto verde americano, sia sul breve che sul lungo periodo. Con il ribilanciamento ai margini dei portafogli globali verso allocazioni più diversificate negli attivi rischiosi, potrebbe proseguire un graduale allontanamento dal biglietto verde americano.

Infine, gli investitori avversi al rischio possono sfruttare periodi di relativa calma sui mercati per aggiungere coperture convenienti o posizioni di trend-following, che si sommano alla mitigazione dei rischi di ribasso degli approcci attivi, per migliorare il profilo di rischio/rendimento del portafoglio.

In conclusione: focalizzarsi sui principi che resistono nel tempo

L'incertezza legata alle politiche americane verosimilmente resterà elevata per un qualche tempo. Aniché spendere energie (e budget di rischio in portafoglio) nel tentativo di prevedere esiti precisi o anticipare variazioni nei modelli di correlazione fra classi di attivo, crediamo che gli investitori debbano restare focalizzati su quei principi d'investimento che restano validi nel tempo, al di là dei cambiamenti: diversificazione, bilanciamento, qualità, flessibilità, solide esposizioni a molteplici fonti di potenziale rendimento e oculata gestione del rischio. Perché nel tempo, di una cosa si può essere certi: i cambiamenti sono una costante.

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. 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. Gli **MBS agency americani** emessi da Ginnie Mae (GNMA) beneficiano della piena garanzia del governo degli Stati Uniti. I titoli emessi da Freddie Mac (FHLMC) e Fannie Mae (FNMA) assicurano il rimborso tempestivo del capitale e degli interessi da parte dell'agenzia emittente, ma non beneficiano della piena garanzia del governo degli Stati Uniti.

Le affermazioni relative alle tendenze dei mercati finanziari o alle strategie di portafoglio sono basate sulle condizioni di mercato correnti, che sono soggette a variazioni. Non sussiste alcuna garanzia che le 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. Le prospettive e le strategie possono variare senza preavviso.

Il presente materiale riporta le opinioni attuali degli autori, 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 Europe Ltd (società n. 2604517, 11 Baker Street, Londra W1U 3AH, Regno Unito) è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA) (12 Endeavour Square, Londra E20 1JN) nel Regno Unito. I servizi forniti da PIMCO Europe Ltd non sono disponibili per gli investitori retail, che non devono fare affidamento su questa comunicazione ma contattare il proprio consulente finanziario. Poiché i servizi e i prodotti di PIMCO Europe Ltd sono forniti esclusivamente a clienti professionali, la loro adeguatezza è sempre confermata. **PIMCO Europe GmbH (società n. 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Monaco, Germania)** è autorizzata e regolamentata dall'Autorità di vigilanza finanziaria federale tedesca (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Francoforte sul Meno) in Germania ai sensi dell'articolo 15 della Legge tedesca in materia di intermediari finanziari (WpIG). **La filiale italiana di PIMCO Europe GmbH (società n. 10005170963, via Turati nn. 25/27 (angolo via Cavalieri n. 4), 20121 Milano, Italia), la filiale irlandese di PIMCO Europe GmbH (società n. 909462, 57B Harcourt Street Dublino D02 F721, Irlanda), la filiale inglese di PIMCO Europe GmbH (società n. FC037712, 11 Baker Street, Londra W1U 3AH, Regno Unito), la filiale spagnola di PIMCO Europe GmbH (N.I.F. W2765338E, Paseo de la Castellana 43, Oficina 05-111, 28046 Madrid, Spagna), la filiale francese di PIMCO Europe GmbH (società n. 918745621 R.C.S. Paris, 50-52 Boulevard Haussmann, 75009 Parigi, Francia) e PIMCO Europe GmbH (DIFC Branch) (società n. 9613, Unit GD-GB-00-15-BC-05-0, Livello 15, Gate Building, Dubai International Financial Centre, United Arab Emirates)** sono inoltre regolamentate da: (1) **Filiale italiana: Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)** (Via Giovanni Battista Martini, 3 - 00198 Roma) ai sensi dell'articolo 27 del Testo Unico Finanziario; (2) **Filiale irlandese: Central Bank of Ireland** (New Wapping Street, North Wall Quay, Dublino 1 D01 F7X3) ai sensi del Regolamento 43 dei Regolamenti dell'Unione europea (Mercati degli strumenti finanziari) 2017, e successive modifiche; (3) **Filiale inglese: Financial Conduct Authority (FCA)** (12 Endeavour Square, Londra E20 1JN); (4) **Filiale spagnola: Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)** (Calle Edison, 4, 28006 Madrid) in conformità con gli obblighi previsti dagli articoli 168 e da 203 a 224, nonché con gli obblighi del Titolo V, Sezione I della legge spagnola sui mercati finanziari (LMF) e degli articoli 111, 114 e 117 del Decreto Reale 217/2008, rispettivamente; (5) **Filiale francese: ACPR/Banque de France** (4 Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09) in conformità con l'Art. 35 della Direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari e con la vigilanza di ACPR e AMF e (6) **filiale DIFC: regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority (DFSA)** (Livello 13, West Wing, The Gate, DIFC) in conformità con l'Art. 48 della Legge Regolamentare 2004. I servizi offerti da PIMCO Europe GmbH sono destinati unicamente a clienti professionali come da definizione contenuta alla Sezione 67, comma 2, della Legge sulla negoziazione di titoli tedesca (WpHG) e non sono disponibili per gli investitori individuali, i quali non devono fare affidamento sulla presente comunicazione. Secondo l'Art. 56 del Regolamento (UE) 565/2017, una società di investimento ha il diritto di presumere che i clienti professionali possiedano le conoscenze e l'esperienza necessarie per comprendere i rischi associati ai servizi di investimento o alle transazioni pertinenti. Poiché i servizi e i prodotti di PIMCO Europe GmbH sono forniti esclusivamente a clienti professionali, l'adeguatezza di tali servizi è sempre confermata. **PIMCO (Schweiz) GmbH (registrata in Svizzera, società n. CH-020.4.038.582-2, Brandschenkestrasse 41 Zurigo 8002, Svizzera)**. Secondo la legge svizzera sugli investimenti collettivi del 23 giugno 2006 ("CISA"), una società d'investimento ha il diritto di presumere che i clienti professionali possiedano le conoscenze e l'esperienza necessarie per comprendere i rischi associati ai relativi servizi o transazioni di investimento. Poiché i servizi e i prodotti di PIMCO (Schweiz) GmbH vengono forniti esclusivamente a clienti professionali, la loro adeguatezza è sempre confermata. I servizi forniti da PIMCO (Schweiz) GmbH non sono disponibili per gli investitori retail, che non dovrebbero fare affidamento su questa comunicazione ma contattare il proprio consulente finanziario. ©2025 PIMCO