

Outlook 2021

Occorre una maggior diversificazione all'interno dei portafogli poiché la pandemia prolunga la fase di incertezza

it.allianzgi.com

Dicembre 2020

Se da un lato gli investitori possono approcciarsi al 2021 con ottimismo, in vista della messa sul mercato di un vaccino efficace contro la Covid-19, dall'altro l'andamento della ripresa economica resta incerto. È necessario diversificare in un'ampia gamma di strumenti, non solo in aree geografiche, settori e strategie che di recente hanno evidenziato un buon andamento.

Outlook globale 2021

La fase di profonda recessione è alle spalle, ma per tornare alla traiettoria di crescita pre-coronavirus potrebbero occorrere anni

L'economia globale si è ripresa dalla profonda recessione dovuta alla pandemia, malgrado alcuni Paesi debbano fare i conti con un aumento dei contagi e nuovi lockdown. In aggiunta ai settori che hanno prosperato durante la crisi, gli investitori potrebbero voler individuare nuove fonti di potenziale rendimento che possano beneficiare di come evolverà la ripresa.

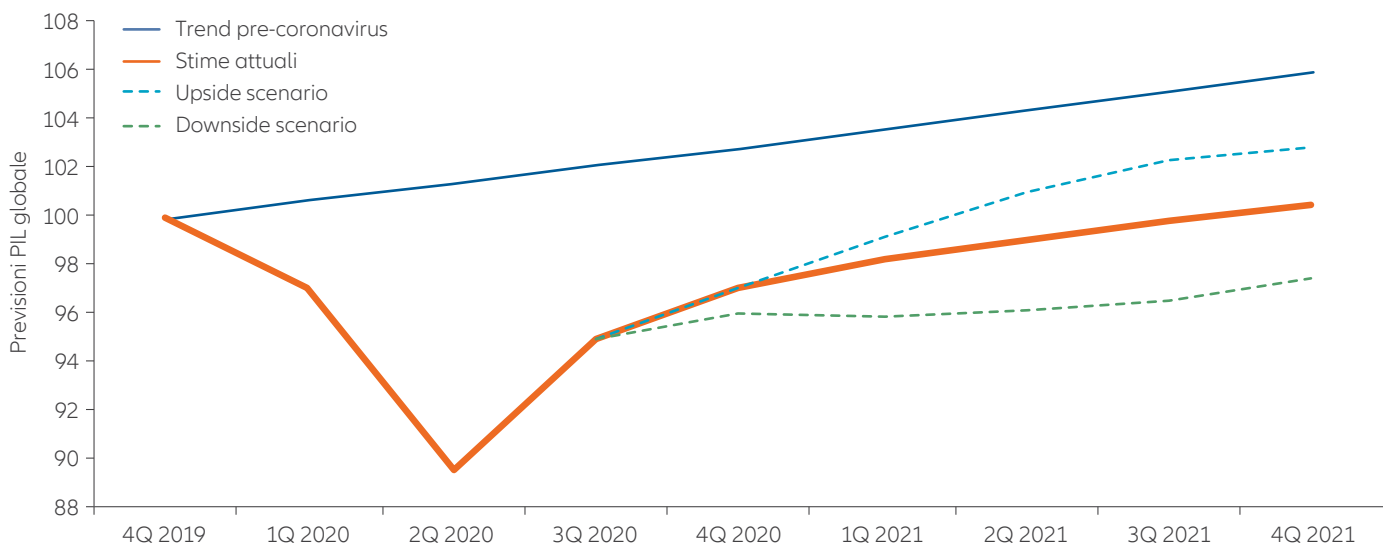
Molto dipenderà dal successo nello sviluppo di vaccini e terapie farmacologiche efficaci. I nuovi vaccini sembrano promettenti, ma continueremo a monitorare i principali dati economici in cerca di indicazioni sul momentum, e ci aspettiamo inoltre forti differenze nella performance a livello di area geografica. In caso di contenimento della pandemia, tra le aree interessanti potrebbero rientrare le azioni europee e asiatiche, i settori value e le obbligazioni corporate. Per gli investitori istituzionali, i private market offrono potenziali opportunità: le infrastrutture in particolare potrebbero beneficiare di maggiori investimenti, anche grazie a misure di stimolo volte a stimolare l'attività economica. Vi è inoltre un numero crescente di opportunità per sostenere una ripresa sostenibile e resiliente dell'economia post-coronavirus, attraverso strumenti che consentono di affrontare il cambiamento climatico e altre questioni chiave. Qualora non si riuscisse a tenere sotto controllo la Covid-19, tuttavia, è probabile che l'attività economica globale raggiunga i livelli pre-coronavirus solo a fine 2021. Per tornare alla traiettoria di crescita economica pre-coronavirus potrebbero occorrere anni. L'incertezza è riflessa dall'inusuale dispersione delle stime di crescita dell'OCSE (cfr. Grafico 1), con scenari per il 2021 che oscillano dal 7% al -2%.

Messaggi chiave

- Nel 2021 è probabile una stabilizzazione della ripresa dalla recessione innescata dalla Covid-19 - ma il tasso di crescita globale, stimato al 5%, potrebbe essere più elevato in caso di successo di nuovi promettenti vaccini sviluppati a livello globale.
- Gli investitori potranno risentire degli effetti dei considerevoli stimoli monetari e fiscali - come le valutazioni elevate di numerose delle principali asset class - e si renderà necessaria un'attenta selezione a livello di titoli ed aree geografiche.
- In un mercato azionario caratterizzato dall'incertezza, occorre ricercare un posizionamento equilibrato: le azioni di Europa e Asia potrebbero offrire maggior valore rispetto ai titoli statunitensi, i "vincitori" del 2020, e non si esclude che i titoli value* inizino a recuperare terreno rispetto a quelli growth*.
- La pandemia di Covid-19 ha rimarcato l'importanza degli investimenti sostenibili; partnership pubblico/privato, focus sull'impact investing e allineamento agli Obiettivi di sviluppo sostenibile dell'ONU possono aiutare gli investitori a realizzare cambiamenti significativi nella vita reale, in un momento in cui i diversi Paesi sono impegnati a fronteggiare importanti problematiche a livello economico ed ambientale.
- Le obbligazioni governative USA a lunga scadenza potrebbero rivelarsi meno attraenti se la curva dei rendimenti si irripidirà come previsto; il debito asiatico e i bond indicizzati all'inflazione offrono opportunità interessanti.

Grafico 1: La ripresa non ha una forma "a V" – probabilmente assomiglia di più a una "radice quadrata invertita"

Stime PIL globale (trimestrali dal 2019, indicizzate a 100)



Fonte: Allianz Global Investors, OCSE. Dati a settembre 2020.

Per affrontare il coronavirus i Paesi hanno fatto ricorso ad ampie misure di stimolo, ma nel lungo periodo potrebbero esserci pesanti conseguenze

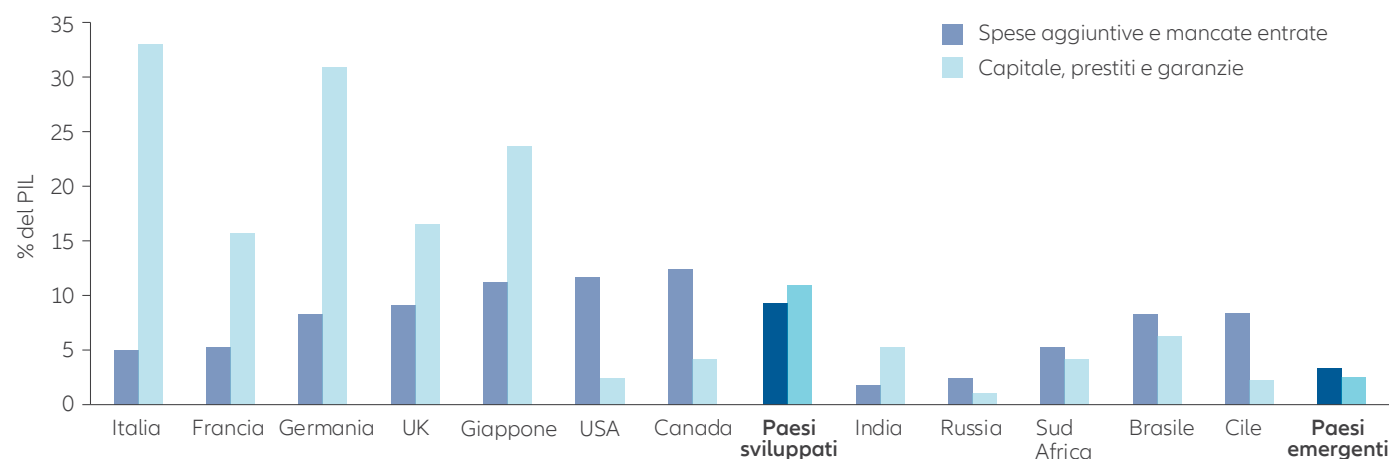
In risposta alla recente recessione governi e banche centrali hanno varato ampi pacchetti di stimoli monetari e fiscali (cfr. Grafico 2). Nonostante tali misure di sostegno fossero necessarie e utili, potrebbero comportare degli effetti indesiderati per gli investitori nel lungo periodo, tra cui:

– **Prezzi elevati degli asset in alcuni mercati.** La liquidità in eccesso derivante dagli stimoli monetari (essenzialmente troppo denaro in circolazione rispetto all'attività economica) ha fatto salire i prezzi degli asset, anche di quelli che apparivano già sopravvalutati. Crediamo che tale trend sia particolarmente evidente nei titoli governativi e nelle azioni USA, mentre al di fuori degli Stati Uniti le valutazioni azionarie sembrano più moderate.

- **Indebitamento elevato.** Il livello di indebitamento è elevato tanto nel settore pubblico quanto in quello privato. In presenza di un significativo indebolimento della ripresa, le società potrebbero avere difficoltà a sostenere l'onere del debito e quindi si assisterebbe a un aumento del rischio di default. Inoltre, le aziende deboli che rinnovano prestiti bancari a costi contenuti possono trasformarsi in "società zombie", caratterizzate da bassa produttività, indebitamento elevato e alto rischio di default in caso di normalizzazione dei tassi.
- **Crescente volatilità dell'inflazione.** Aumentano i rischi di un rialzo dei prezzi di beni e servizi nel medio periodo, a causa sia dell'eccesso di liquidità ascrivibile agli stimoli monetari, sia degli shock sul fronte dell'offerta dovuti alle chiusure nell'ambito della pandemia e ai conflitti commerciali in atto. La prosecuzione della tendenza alla deglobalizzazione (i Paesi cercano di raggiungere l'autosufficienza quantomeno per i beni di prima necessità)

Grafico 2: Consistente risposta fiscale alla crisi da Covid-19

Misure annunciate in percentuale del PIL



Fonte: IMF Fiscal Monitor. Dati a settembre 2020. Le medie per gruppi di Paesi sono ponderate per il PIL in dollari USA adeguato a parità di potere di acquisto. Paesi sviluppati: comprende Italia, Francia, Germania, Regno Unito, Giappone, USA e Canada più altre economie avanzate come definite dal FMI. Paesi emergenti: mercati emergenti ed economie a reddito medio; il gruppo comprende India, Russia, Sudafrica, Brasile e Cile, nonché altre economie emergenti come definite dal FMI.

potrebbe frenare la crescita economica a lungo termine, e di conseguenza la crescita della produttività. A parità di condizioni, nei prossimi anni potremmo quindi assistere ad una maggiore volatilità dei prezzi a livello globale.

Quattro temi di investimento per il 2021

1 Financial repression e ingente indebitamento governativo potrebbero far salire i rendimenti a lungo termine

Visto l'impegno delle banche centrali a sostenere l'economia nel quadro della pandemia di Covid-19, ci aspettiamo che i tassi a breve restino estremamente bassi nel prossimo futuro. Si tratta essenzialmente del ripresentarsi delle politiche di financial repression (tassi bassi, flussi di capitali limitati e altre normative) attuate dalle autorità monetarie dopo le crisi finanziarie per aiutare le economie a ridurre l'indebitamento. A nostro parere i continui interventi delle banche centrali sono necessari, ma potrebbero comunque comportare un rialzo dell'inflazione e altre problematiche (come evidenziato in precedenza) a medio-lungo termine. Inoltre, nei prossimi trimestri i mercati obbligazionari saranno ancora inondati dall'abbondante offerta di titoli sovrani, conseguenza diretta di politiche fiscali estremamente espansive.

Quali sono le implicazioni per gli investitori?

- Quanto detto supporta le nostre previsioni di una maggior inclinazione della curva dei rendimenti USA, vale a dire di un incremento del differenziale di rendimento tra le obbligazioni a lunga e a breve scadenza (prezzo e rendimento delle obbligazioni si muovono in direzioni opposte). L'irripidimento della curva può avvenire in vari modi, ma crediamo che lo scenario più probabile sia un rialzo dei rendimenti delle obbligazioni a lunga scadenza a fronte di rendimenti dei titoli a breve pressoché invariati.
- Lo steepening della curva è supportato anche dalle scarse attese che le banche centrali seguano l'esempio della Bank of Japan nella scelta di controllare la curva dei rendimenti con bond di duration differenti, non solo nel segmento a breve ma anche in quello a lunga scadenza.
- Gli investitori potrebbero considerare i bond indicizzati all'inflazione, compresi i TIPS negli USA e i Gilt nel Regno Unito. Tali titoli dovrebbero essere tra i beneficiari diretti dell'aumento delle attese inflazionistiche poiché

sono pensati per contribuire a proteggere gli investitori dall'inflazione.

- Anche l'oro potrebbe essere favorito da politiche monetarie espansive. In ottica storica vi è una stretta connessione tra prezzi dell'oro elevati e contesti caratterizzati da rendimenti modesti o in calo; spesso infatti gli investitori acquistano oro quando ritengono che gli altri asset "sicuri" non offrano opportunità migliori.

2 Le azioni potrebbero beneficiare di notizie positive sul fronte coronavirus, ma equilibrio e selettività sono fondamentali

Nel quadro degli sconvolgimenti causati dalla Covid-19 e dei conseguenti lockdown, alcune aree geografiche e alcune asset class hanno evidenziato un andamento piuttosto positivo, in particolare le large cap tecnologiche USA e i rivenditori online. Gli sviluppi positivi nella lotta al coronavirus potrebbero sostenere una gamma più ampia di titoli e aree geografiche in aggiunta ai "vincitori" del periodo della pandemia.

Un importante passo avanti in tal senso è stato l'annuncio di trial promettenti sui vaccini verso fine 2020. In ogni caso, non è ancora chiaro quanto tempo ci vorrà per la commercializzazione dei vaccini e quante persone accetteranno di vaccinarsi. Sino ad allora è probabile che molte aree geografiche debbano fronteggiare ondate periodiche di contagi. Pertanto, in attesa dell'adozione su vasta scala di vaccini e cure efficaci, le prospettive di crescita resteranno incerte e la spesa nel settore privato (compresi consumi e investimenti privati) potrebbe risentirne.

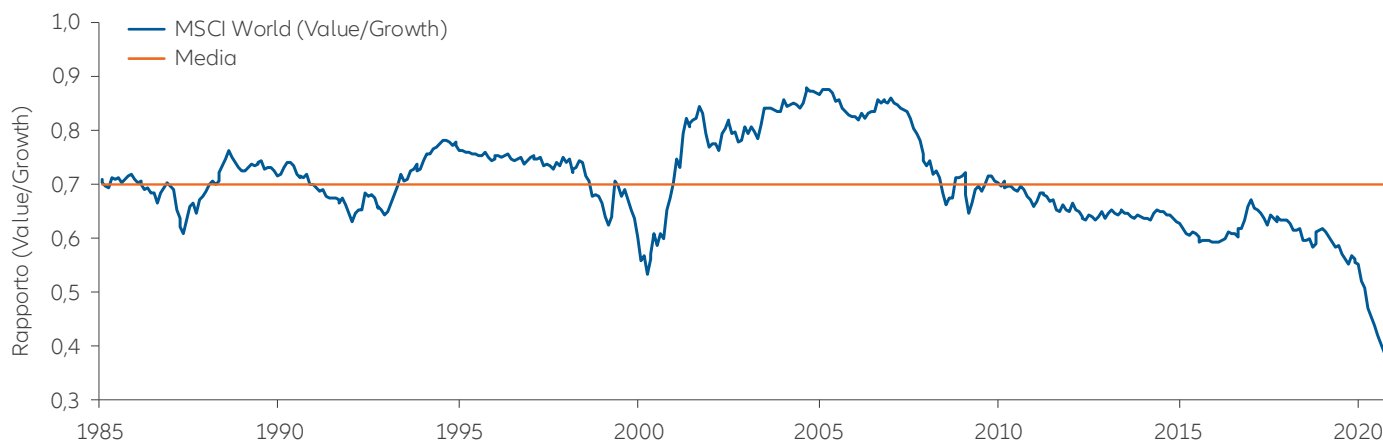
Le azioni potrebbero risentire di un deterioramento dei dati economici sul ciclo, in particolare in caso di disconnessione tra i prezzi degli asset e la salute dell'economia sottostante.

Quali sono le implicazioni per gli investitori?

- Alla luce delle numerose incognite per i mercati, gli investitori dovrebbero considerare l'investimento in un portafoglio azionario bilanciato, piuttosto che ricercare una semplice strategia direzionale che indichi come investire.
- Ad esempio, se nel 2021 si riuscirà davvero a tenere sotto controllo la pandemia, ci aspettiamo una sovraperformance dei titoli value ciclici (p.e. industriali e finanziari). Se invece la Covid-19 si confermerà una grave

Grafico 3: I titoli value risultano molto a sconto rispetto a quelli growth

Valutazione relativa del MSCI World Value/Growth (1985-2020)



Fonte: Refinitiv Datastream, Allianz Global Investors. Dati a ottobre 2020. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

Grafico 4: Il dollaro USA si è svalutato nel 2020 nel quadro della ripresa dell'economia globale

Andamento dollaro USA ponderato per l'interscambio (2015-2020)



Fonte: Bloomberg, Allianz Global Investors. Dati a ottobre 2020.

minaccia, i vincitori del 2020 (come le società tecnologiche) potrebbero distinguersi in positivo anche nel 2021.

- Le prospettive per il 2021 per i titoli value (che di norma presentano valutazioni relativamente più basse) potrebbero essere ancora migliori di quelle per i titoli growth (solitamente caratterizzati da valutazioni e crescita dei ricavi superiori). Come mostra il grafico 3, le società value sono molto più convenienti rispetto alla media storica. Al contempo, è ancora troppo presto per dire come evolverà la situazione in ambito azionario, poiché non abbiamo individuato alcun catalizzatore che potrebbe favorire la chiusura del gap value/growth.
- Molti temi growth sono tuttora interessanti, in particolare le aree high-tech come intelligenza artificiale e cybersecurity. Rappresentano cambiamenti di lungo periodo già in atto prima della pandemia. Immaginatole come correnti più profonde che gli investitori potrebbero voler cavalcare mentre navigano nelle acque burrascose in superficie.

3 È sempre più probabile un indebolimento del dollaro americano, che favorirebbe i mercati non-USA

Nel quadro dell'accelerazione della ripresa economica globale si è assistito ad una flessione del dollaro rispetto ad altre divise (cfr. Grafico 4). Mentre alcuni economisti vedono un'inversione di tendenza all'orizzonte – essenzialmente perché l'incertezza circa la Covid-19 sostiene i "beni rifugio" come l'USD – noi siamo leggermente più inclini a credere che il dollaro si svaluterà per diverse ragioni, tra cui:

- Sopravvalutazione a livello storico.
- Allentamento più aggressivo della politica monetaria negli USA rispetto ad altri Paesi (confermato anche dalla decisione della Federal Reserve di passare ad un target di inflazione media). Una politica espansiva tende a indebolire la valuta nazionale.
- Assenza di segnali di stress nei finanziamenti in USD, diversamente da quanto accaduto a inizio 2020 quando le società e i Paesi hanno faticato a ottenere dollari.

Quali sono le implicazioni per gli investitori?

- Un dollaro più debole potrebbe essere positivo per alcune

grandi aziende statunitensi che generano gran parte dei ricavi all'estero, poiché accrescerebbe la capacità degli altri Paesi di acquistare merci USA.

- Più probabilmente un dollaro debole indica che secondo il mercato le prospettive delle altre economie sono migliori di quelle degli USA. Potrebbe essere un segnale positivo per i mercati esteri, in particolare per l'Europa, sottovalutata rispetto agli USA.
- Anche le azioni dei Paesi emergenti che godono di surplus della bilancia delle partite correnti – vale a dire che beneficiano delle esportazioni nette – tendono a sovraperformare l'azionario dei mercati avanzati nelle fasi di debolezza del dollaro.
- Storicamente in presenza di un dollaro debole gli spread creditizi sui mercati emergenti (l'extra-rendimento rispetto a obbligazioni statunitensi analoghe) si sono contratti in seguito all'aumento di valore dei bond. Potrebbe essere un fattore positivo per il debito emergente nel 2021. Crediamo che gli investitori dovrebbero prendere in considerazione le obbligazioni asiatiche di qualità.
- La svalutazione del dollaro potrebbe anche sostenere l'inflazione negli USA, un'eventualità che confermerebbe le nostre attese di irripidimento della curva dei rendimenti e renderebbe più interessanti i TIPS.

4 L'investimento sostenibile offre la visibilità di lungo periodo di cui gli investitori hanno bisogno

La pandemia di coronavirus ha messo in luce le vulnerabilità dell'economia globale e dei sistemi su cui facciamo affidamento. Sempre più spesso gli investitori dovranno adottare un approccio selettivo sia a livello settoriale che di singoli titoli, invece di fare affidamento sulla performance del mercato nel complesso. I fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) possono contribuire a individuare i principali rischi a livello globale e a testare la resilienza di società e sistemi.

La pandemia di Covid-19 ha inoltre obbligato molti investitori a premere il tasto "reset" e a ricalibrare le proprie priorità; le autorità fiscali e monetarie, i governi e gli investitori stessi

infatti hanno dovuto esaminare gli impatti sociali dell'attività economica. Sempre più investitori vorranno impiegare il capitale in modo sostenibile e cercheranno idee originali per contribuire alla realizzazione di cambiamenti tangibili nella vita reale in relazione a problematiche quali ad esempio il cambiamento climatico.

A tal fine gli investitori potrebbero scegliere soluzioni in linea con i 17 Obiettivi di sviluppo sostenibile dell'ONU (SDG) che intendono promuovere una maggior cooperazione tra Paesi, organizzazioni, società e singoli individui per risolvere importanti problematiche in tema di sviluppo. Secondo un report dell'ONU del 2017 il gap di finanziamento degli SDG nei Paesi avanzati si attestava a circa USD 2.500 miliardi l'anno, pertanto è fondamentale reperire nuove soluzioni di investimento per i Paesi e i settori dove i finanziamenti sono più carenti. Ad esempio si può ricorrere a partnership pubblico/privato, in cui le parti hanno obiettivi simili e si assumono differenti responsabilità. Il settore della finanza per lo sviluppo (development finance) - in cui capitali e know-how da fonti pubbliche o filantropiche sono impiegati per mobilitare l'investimento privato nello sviluppo sostenibile - può rivestire un ruolo strategico in quest'ambito.

Ad esempio, data l'ingente spesa tuttora necessaria a riportare determinate aree dell'economia sulla traiettoria di crescita pre-pandemia, alcuni governi considerano l'opportunità di rimodernare l'infrastruttura esistente, come nel caso delle reti elettriche. Tale obiettivo può essere raggiunto mediante progetti sociali, ambientali e nelle rinnovabili, che contribuiranno al benessere e alla prosperità delle generazioni future.

L'investimento sostenibile tuttavia non solo ha un impatto positivo, ma ha offerto anche solide performance agli investitori. Come mostra il grafico 5, circa due terzi dei gestori ESG attivi nel database eVestment (che monitora gli asset manager istituzionali) hanno sovraperformato il benchmark azionario globale negli scorsi tre anni, compreso il 2020, un periodo estremamente volatile per le azioni.

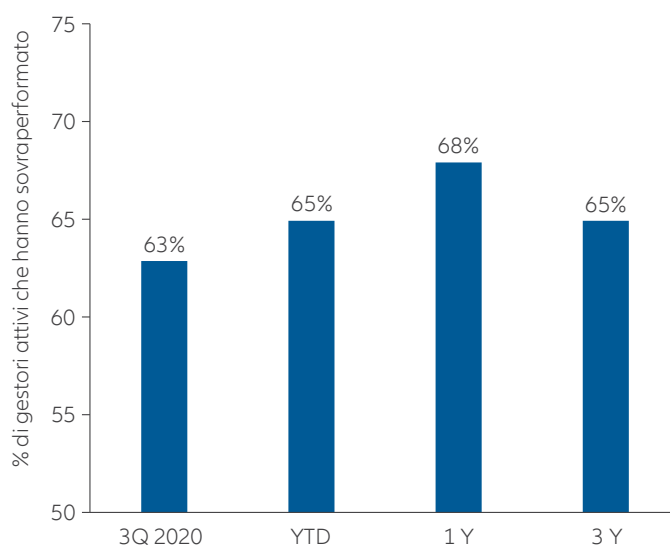
Quali sono le implicazioni per gli investitori?

Gli investitori intenzionati ad allocare capitali in modo sostenibile hanno molte opzioni a disposizione, in particolare nel quadro della ripresa mondiale dalla pandemia di Covid-19.

- **Analisi dei fattori ESG.** La corporate governance sarà fondamentale ora che le aziende private devono affrontare una pesante recessione; le società ben gestite con una solida struttura di governance potrebbero essere meglio posizionate rispetto alle concorrenti.

Grafico 5: La maggior parte dei gestori ESG attivi globali ha sovraperformato il benchmark azionario globale negli ultimi 3 anni

Percentuale di gestori attivi nel database eVestment Global Equity ESG che ha sovraperformato l'MSCI All Country World Index (fino al terzo trimestre 2020)



Fonte: eVestment. Dati a settembre 2020. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Le barre rappresentano la % di gestori attivi nel database eVestment Global ESG che ha sovraperformato l'MSCI ACWI Index in ciascun periodo di riferimento. Le strategie di investimento ESG (Environmental, Social and Governance), rispondenti a criteri sociali, ambientali e di governance, tengono in considerazione fattori informativi aggiuntivi rispetto a quelli finanziari tradizionali nella selezione dei titoli e nell'esposizione, che possono determinare performance degli investimenti corrispondenti diverse da altre strategie o indici di mercato.

- **Ricerca di investimenti allineati ai temi SDG.** Consideriamo ad esempio l'area della sicurezza alimentare, che ha attirato l'attenzione durante la pandemia a causa degli sconvolgimenti alla filiera alimentare e al numero inaspettatamente alto di persone bisognose di assistenza. Le società fanno progressi incoraggianti in relazione alla produzione, alla lavorazione e alla distribuzione degli alimenti e sono alla ricerca di capitali provenienti dagli investitori.
- **Ingresso nei private markets.** Gli investitori istituzionali possono entrare nei mercati privati per generare alpha finanziario e al contempo raggiungere traguardi in ambito sociale, p.e. investendo nella riqualificazione delle aree urbane, nelle infrastrutture digitali avanzate, nell'edilizia sociale o nel miglioramento dell'istruzione e dei servizi sanitari.

* Value e growth sono termini con i quali si indicano due tipologie di titoli e cioè quelli che hanno un potenziale elevato di crescita (growth) e quindi un rapporto prezzo su utili (price/earnings ratio) molto alto e quelli che, al contrario, hanno un determinato valore intrinseco (value), in quanto sottovalutati dal mercato e dunque caratterizzati da un p/e molto basso. I primi sono generalmente più volatili e maggiormente soggetti a variazioni di prezzo consistenti, anche in un arco temporale assai ridotto. I secondi, invece, vantano una maggiore stabilità di prezzo nel tempo.

Le informazioni contenute in questo documento sono a scopo meramente illustrativo e non devono essere considerate alla stregua di previsioni, ricerche o consigli di investimento, né di una raccomandazione ad adottare alcuna strategia di investimento.

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. 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 ma non sono state verificate da terze parti indipendenti. Per questo motivo l'accuratezza e la completezza di tali dati non sono garantite e nessuna responsabilità è assunta circa eventuali danni o perdite derivanti dall'uso delle informazioni fornite. 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 Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (www.bafin.de). 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.

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