

OUTLOOK 2022

ENZO CORSELLO
COUNTRY HEAD ITALY
ALLIANZ GLOBAL INVESTORS

Azionario su, ma meno che nel 2021



Come si presenta il 2022?

«Nel 2021 avevamo sottolineato come fosse importante, in un periodo di reflazione, essere molto esposti alle azioni e a tutte quelle asset class legate al ciclo e con un profilo di rischio-rendimento elevato. L'indicazione di allocare in un portafoglio almeno il 70% in equity e il 30% in obbligazioni è risultata una scelta vincente. L'anno nuovo inizia sotto la stessa egida, con una preferenza marcata per l'asset class equity rispetto al fixed income, ma con un'esposizione massima consigliata intorno al 55-60%, in presenza di un mercato obbligazionario che dovrebbe offrire ritorni vicini allo zero, ma che conserva un forte potere decorrelante e di diversificazione. Nel 2022, ci attendiamo che la volatilità sarà una compagna di viaggio per tutti i 12 mesi, così come abbiamo già visto palesarsi nell'ultimo trimestre del 2021. Crescita in rallentamento rispetto all'anno precedente, seppure sopra il trend storico, riduzione degli stimoli fiscali e monetari e dinamica inflazionistica ancora troppo pronunciata sono i tre fattori che suggeriscono maggiore prudenza nelle decisioni di investimento. A essi vanno aggiunti un livello di valutazione dell'equity ricco e un forte posizionamento degli investitori in questa asset class».

Il ritorno a doppia cifra del 2021 viene quindi lasciato alle spalle?

«Sì. Per la componente azionaria ci attendiamo, ragionevolmente, ritorni a singola cifra, nell'intorno del 6-7%. Quella obbligazionaria dovrà essere caratterizzata da una short duration e privilegiare la liquidità come strumento di risk management. Sostanzialmente, consigliamo un posizionamento flessibile, che tende ad alleggerire l'equity nei momenti di rimbalzo e accumularlo nei ribassi del mercato, utilizzando il cash a disposizione».

Quale allocazione suggerite per la componente azionaria?

«Nella costruzione del portafoglio, una curva dei rendimenti piatta, anche se non è molto favorevole per l'equity, ha un'implicazione positiva per gli investimenti, perché garantisce la decorrelazione dalla componente obbligazionaria. Il picco della crescita degli utili è atteso per il primo quarto del prossimo anno. A oggi, i dati delle aziende mostrano margini elevati (per l'S&P 500, l'Ebit margin del terzo trimestre 2021 è stato il 15,3%), grazie alla capacità di scaricare a valle l'aumento dei costi di produzione. In sostanza, l'hedge migliore, in un contesto dove l'inflazione non va sopra il

6%, rimane l'asset class azionaria. Per il 2022, non ci aspettiamo la stessa dispersione registrata nel 2021, con Usa e Cina che hanno evidenziato una divergenza di circa 40 punti percentuali. In termini geografici preferiamo l'Asia, Giappone compreso, con la Cina che pensiamo possa chiudere la sottoperformance dell'anno passato, e siamo leggermente sovrappeso in Europa. Per quanto riguarda gli stili di investimento, guardiamo alle società quality e ai settori growth-defensive, come il farmaceutico, e alla tecnologia Garp (growth at reasonable price), senza però dimenticarci dei value ciclici, come i finanziari».

Che cosa rende l'Asia interessante?

«Consideriamo la Cina il paese trainante per la regione, che presenta, da un punto di vista bottom-up, aree interessanti come la Corea, Taiwan e Hong Kong. Il Giappone, insieme alla "Terra di mezzo", fa la parte del leone, grazie a uno yen debole che dovrebbe favorire i titoli legati alle esportazioni. Sull'Asia abbiamo una strategia, che si chiama Oriental income, che potrebbe cogliere appieno queste dinamiche».

Qual è l'esposizione da voi suggerita per la componente obbligazionaria, tenendo conto anche delle attese legate all'inflazione?

«Suggeriremmo, indicativamente, il 15-20% in short duration, di cui il 10% in liquidità con scadenza inferiore all'anno e il rimanente 5-10% da uno a tre anni. All'interno di questa allocazione, tenendo conto della dinamica inflazionistica, privilegiamo gli strumenti a tasso variabile (floating rate), aggiungendo alla liquidità anche una quota di inflation hedge, visto che le curve di break even hanno, al margine, spazio per un leggero apprezzamento. Non siamo, comunque, molto inclini a sovraesporci agli inflation-linked, perché hanno una duration anche superiore ai 10 anni e, con una possibile risalita dei rendimenti nelle scadenze lunghe

("steepening"), risulterebbero vulnerabili. Per aumentare la decorrelazione, consigliamo inoltre di utilizzare i floating rate in dollari, i governativi cinesi e liquidità in yen. Un po' di duration deve essere però presente nel portafoglio, perché il movimento di ribasso sui tassi è secolare. A questo proposito, Allianz Global Investors ha un prodotto con duration molto lunga, l'Agi Green Bond, che dovrebbe anche beneficiare del sustainability premium, ovvero del restringimento dello spread per le emissioni sostenibili, che riteniamo interessante. Infine, consideriamo i prodotti a spread come componente imprescindibile per dare un po' di rendimento al portafoglio obbligazionario: dai corporate high yield, ai bond emergenti, dai subordinati bancari alle convertibili».

Nel vostro outlook di portafoglio, avete introdotto anche quattro temi. Di che cosa si tratta?

«Il primo è il "lower for longer", in cui affrontiamo la questione di come si debba navigare in un mondo di tassi bassi, dove la scelta obbligata per contrastare rendimenti in picchiata è guardare all'equity e/o ai private market. Il secondo è la sostenibilità, trasversale a tutte le asset class, ma che, mutuando le parole di Mark Carney (ex governatore della Boe), deve distinguere tra valori e valore. I valori afferiscono al volere lasciare in eredità ai nostri figli un mondo migliore, il valore è quello che i risparmiatori devono ricercare negli investimenti in base ai criteri Esg. Allianz Global Investors è in prima linea nell'adottare queste politiche che sono fonte di ritorno e di resilienza dei portafogli, soprattutto in uno scenario di probabile volatilità in aumento. Il terzo tema riguarda la Cina come asset class a sé stante, sia sul versante obbligazionario, con rendimenti reali positivi e decorrelati, sia per l'azionario, con valutazioni contenute, politiche di stimolo fiscale monetario e con il catalyst del XX Congresso del Pcc alle porte, un appuntamento di grande interesse per il Paese.

Infine, il quarto tema è la innovation and disruption, da intendere come momento di rottura per favorire evoluzione e sviluppo. Essa è prevalentemente associata alla tecnologia ma, per quanto ci riguarda, investe più ambiti: dall'agricoltura alla salute e all'alimentazione, dalla transizione energetica alle smart city. Gli investimenti tematici sono per noi rilevanti e ci tengo a sottolineare che il nostro approccio, a tale proposito, è caratterizzato da un processo strutturato, con solide basi di analisi, perché in borsa non si comperano storie, ma asset che hanno un valore, che bisogna sapere calcolare e stimare. E anche all'interno della porzione di portafoglio investita in strumenti tematici è essenziale che vi sia una diversificazione delle aree cui si è esposti, tenendo sempre presenti le valutazioni e la decorrelazione, per non trovarsi con esposizioni al rischio eccessive concentrate in un singolo ambito».

Che cosa potrebbe andare storto nei prossimi mesi?

«O un errore di politica monetaria da parte della Fed, a fronte di una dinamica inflazionistica marcata, o la decelerazione dell'impulso di crescita accompagnata da un ulteriore deterioramento del "credit impulse", fattore quest'ultimo che spiega, tra l'altro, gran parte del movimento dell'equity. Se ciò dovesse succedere, potremmo trovarci in una situazione simile a quella del 2018, quando le banche centrali decisero di continuare il restringimento delle politiche monetarie con una crescita che stava andando sotto trend. Allora il mercato iniziò a scontare una recessione, che fu scongiurata dal cambio di rotta delle politiche degli stessi istituti centrali. Guardando alla situazione odierna, tutto ciò che implica più di tre rialzi dei tassi, sia nel 2022, sia nel 2023, per un totale di 150 punti base, o aumenti degli stessi da 25 a 50 bps, o un maggiore restringimento monetario (assottigliando, per esempio più aggressivamente gli acquisti), indicherebbe un serio peggioramento dello scenario».

Nessuna preoccupazione legata alla variante Omicron?

«L'esperienza ci insegna che la crescita economica che si perde per il lockdown non viene eliminata, ma semplicemente traslata in avanti. Certo, qualsiasi deviazione dal percorso che riporta alla normalità pre-Covid, potrebbe però ricreare quei colli di bottiglia che renderebbero ancora più strutturale e fastidiosa la dinamica dell'inflazione».

