



NEUBERGER BERMAN

# Asset Allocation Committee Outlook 3Q21

## Surfare in equilibrio tra le onde increspate

A partire dallo scorso novembre, i mercati hanno cavalcato le onde di un rialzo dei rendimenti dei Treasury e delle azioni cicliche, value e small cap, surfando in equilibrio con entrambi i piedi in punta della tavola. Ma quando nel secondo trimestre hanno iniziato a soffiare venti contrari e il bollettino meteo della Federal Reserve statunitense è stato finalmente diffuso, le onde si sono increspate. Il Comitato di Asset Allocation si attende che queste condizioni persistano, ma la view a 12 mesi conferma che le onde della riapertura economica rimangono cavalcabili e che la potenziale volatilità rappresenta un'opportunità per aumentare il rischio di portafoglio.

NEUBERGER	BERMAN
-----------	--------

## I MEMBRI DEL COMITATO DI ASSET ALLOCATION

Il Comitato di Asset Allocation di Neuberger Berman si riunisce ogni trimestre. Ciascun membro presenta le prospettive, per i successivi 12 mesi, per ogni asset class di competenza. Il dibattito e le discussioni contribuiscono a perfezionare l'outlook di mercato. L'AAC affronta temi che coprono l'intera gamma di investimenti e mercati a livello globale, riunendo competenze specializzate in ciascun settore e area geografica. L'AAC è composto da membri che vantano, in media, 26 anni di esperienza nel campo degli investimenti.

### I MEMBRI DEL COMITATO DI ASSET ALLOCATION

**Joseph V. Amato**

Co-Chair, President and Chief Investment Officer

**Erik L. Knutzen, CFA, CAIA**

Co-Chair, Chief Investment Officer—Multi-Asset Class

**Ashok Bhatia, CFA**

Deputy Chief Investment Officer—Fixed Income

**Thanos Bardas, PhD**

Co-Head of Global Investment Grade Fixed Income

**Timothy F. Creedon, CFA**

Director of Global Equity Research

**Alan H. Dorsey, CFA**

Chief Investment Officer of Neuberger Berman Trust Company

**Tokufumi Kato**

Senior Portfolio Manager—Multi-Asset Class

**Hakan Kaya**

Senior Portfolio Manager—Quantitative and Multi-Asset Class

**David G. Kupperman, PhD**

Co-Head, NB Alternative Investment Management

**Ugo Lancioni**

Head of Global Currency

**Suzanne Peck**

Head of Investments—Private Wealth Management

**Raheel Siddiqui**

Senior Research Analyst—Global Equity Research

**Robert Surgent**

Senior Portfolio Manager—Multi-Asset Class

**Brad Tank**

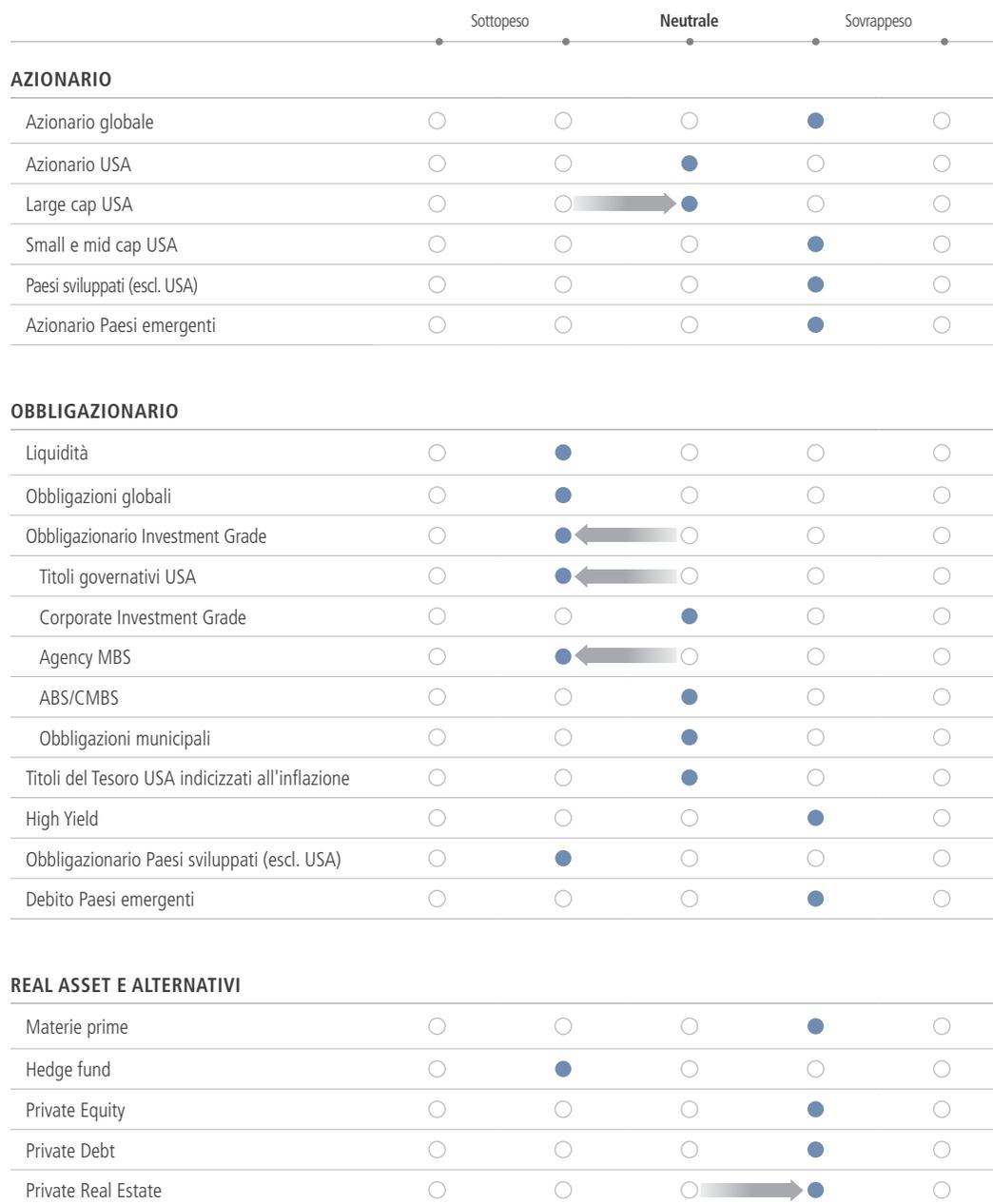
Chief Investment Officer—Fixed Income

**Anthony D. Tutrone**

Global Head of Alternatives

## View di mercato

In base alle prospettive a 12 mesi per ciascuna



Al 3Q2021. Le opinioni qui riportate riflettono la view sull'asset allocation tattica di breve periodo e si basano su un portafoglio di riferimento ipotetico. Le opinioni non devono essere considerate una raccomandazione o un consiglio di investimento o un suggerimento di intraprendere o astenersi da iniziative di investimento. Si raccomanda di leggere il disclaimer alla fine di questa pubblicazione, che includono informazioni aggiuntive riguardanti il Comitato di Asset Allocation e le opinioni espresse.

## Focus regionale

Obbligazioni, azioni e valute



“La volatilità è in aumento mentre i mercati iniziano ad aggiornare le aspettative di un ridimensionamento del programma di acquisto di titoli da parte della Fed verso la fine dell’anno. È probabile che il quadro diverrà più agitato, con un andamento altalenante”

**Ashok Bhatia** | Deputy Chief Investment Officer – Fixed Income

Al 3Q 2021. Le opinioni qui riportate riflettono la view sull’asset allocation tattica di breve periodo e si basano su un portafoglio di riferimento ipotetico. Le opinioni non devono essere considerate una raccomandazione o un consiglio di investimento o un suggerimento di intraprendere o astenersi da iniziative di investimento. Si raccomanda di leggere il disclaimer alla fine di questa pubblicazione, che includono informazioni aggiuntive riguardanti il Comitato di Asset Allocation e le opinioni espresse.



“Secondo il Comitato, lo scenario che ha caratterizzato i mesi di maggio e giugno si ripeterà di qui a fine 2021: una forte volatilità del clima di fiducia e dei prezzi di mercato, causata da una nuova tensione nei messaggi delle banche centrali, che potrebbe creare diverse opportunità di aumentare il rischio di portafoglio in sintonia con le nostre view di medio termine, a favore della crescita.”

**Erik L. Knutzen, CFA, CAIA**

Chief Investment Officer—Multi-Asset Class

### Surfare in equilibrio tra le onde increspate

Dallo scorso novembre, i mercati hanno cavalcato le onde di un rialzo dei rendimenti dei Treasury e delle azioni cicliche, value e small cap, surfando tranquillamente in equilibrio con entrambi i piedi in punta della tavola. Una simile manovra, nota come “hang ten”, è possibile solo su una superficie liscia dell’onda. Nel secondo trimestre, però, i dati dell’economia e dell’inflazione hanno iniziato a soffiare nella direzione opposta: la crescita dei rendimenti ha subito una battuta d’arresto e le azioni hanno recuperato la loro stabilità. Gli investitori speravano che il bollettino meteo della Federal Reserve statunitense (Fed) avrebbe sistemato le cose, ma il 16 giugno, quando è stato finalmente diffuso, le onde si sono increspate. Con l’approssimarsi della probabile decisione della Fed di ridimensionare il programma di acquisto di titoli verso la fine dell’anno (“tapering”), secondo il Comitato di Asset Allocation (“AAC” o “Comitato”) le acque rimarranno agitate. Detto questo, su un orizzonte temporale di 12 mesi riteniamo che le onde della riapertura economica rimangano cavalcabili e che gli investitori saranno in grado di sfruttare la potenziale volatilità per aumentare il rischio di portafoglio. D’ora in poi difficilmente ci saranno ancora le condizioni giuste per stare attaccati con entrambi i piedi sulla punta della tavola, per rimanere in equilibrio sarà necessario tenere i piedi ben piantati al centro.

A fine marzo, l’AAC aveva individuato come principale preoccupazione per gli investitori “la recente spinta al rialzo dei rendimenti dei Treasury e ciò che questo implica per l’inflazione e l’andamento generale della politica delle banche centrali”. Nel secondo trimestre, quei timori hanno toccato picchi febbrili.

Secondo le stime del Fondo monetario internazionale, a cavallo tra settembre 2020 ed aprile 2021 il supporto fiscale collegato alla pandemia è aumentato di un terzo, superando di poco quota 16.000 miliardi di dollari. Queste misure hanno contribuito ad alimentare una forte crescita, poiché le economie hanno potuto avviare una fase di ripresa dopo lo shock pandemico: in aprile, gli indici PMI hanno iniziato a registrare un aumento in tutte le regioni del mondo, in alcuni casi toccando i massimi storici. Come diretta conseguenza,

negli Stati Uniti l’inflazione dei prezzi al consumo è cresciuta, su base annua, del 4,2% nel mese di aprile e del 5% in maggio. Sempre negli Stati Uniti, la spesa al consumo personale di prima necessità, il parametro preferito dalla Federal Reserve per misurare l’inflazione, è cresciuta del 3,1% negli ultimi 12 mesi, ben più dell’obiettivo di lungo termine del 2% fissato dalla banca centrale.

Ma anziché dare un ulteriore impulso alla traiettoria rialzista dei rendimenti dei Treasury, in atto già da nove mesi, questo inaspettato aumento dell’inflazione sembra aver bruscamente interrotto quel trend. Se la cosa appare controintuitiva, il motivo va ricercato secondo noi nella complessità dell’attuale quadro dei mercati e nella forte influenza esercitata dalle banche centrali sui prezzi attraverso le iniezioni di liquidità.

### La Fed cambia il suo messaggio

Fino alla riunione della Fed di metà giugno (e anche dopo) è infuriato il dibattito sulla corretta interpretazione dell'attuale andamento dell'inflazione: è un trend che rispecchia fattori "transitori" (ad esempio l'abbassamento della base di partenza conseguente alla crisi pandemica; l'esplosione, associata alla riapertura delle economie, della domanda per beni e servizi rimasta inespressa; le momentanee difficoltà sul fronte delle assunzioni) oppure ci troviamo di fronte a un cambiamento "strutturale" del quadro di crescita e inflazione?

Nell'ambito del dibattito, numerosi operatori di mercato si sono irritati davanti al messaggio coordinato e intransigente delle banche centrali in favore della tesi accomodante, secondo cui il fenomeno sarebbe "transitorio". Ma anziché posizionarsi per far fronte a un'esplosione incontrollata dell'inflazione, quegli stessi investitori si sono limitati a modificare leggermente le esposizioni in vista della riapertura delle economie, con acquisti marginali di Treasury e azioni difensive. Il ragionamento alla base di tutto questo è stato: se l'inflazione dovesse diventare un problema, la Fed sarebbe costretta a irrigidire la politica prima del previsto, soffocando la ripresa e di fatto spingendoci di colpo da un contesto di inizio ciclo a un quadro di metà ciclo.

In occasione della riunione di giugno, il messaggio della Fed è cambiato. La banca centrale ha rivisto al rialzo le previsioni d'inflazione per il 2022 mentre il suo Presidente, Jerome Powell, ha riconosciuto che "l'inflazione potrebbe finire per rivelarsi più alta e più duratura del previsto". I membri del FOMC (Federal Open Market Committee) si attendono un rinvio del primo rialzo al 2023. E per

quanto riguarda il ridimensionamento del programma di acquisto di titoli, Powell ha confermato che la Fed ha "parlato di volerne discutere".

### Rotazioni sotto la superficie denotano sfiducia nella crescita

Ecco un indizio dei timori del mercato.

La reazione dei mercati alla riunione è stata apparentemente calma. I rendimenti dei Treasury hanno subito un'impennata per tornare subito ai livelli precedenti. L'indice S&P 500 ha ceduto meno del 2% per poi recuperare il terreno perduto nei giorni seguenti. E le condizioni finanziarie sono rimaste nel complesso estremamente accomodanti. La Fed probabilmente concluderà di avere ottenuto esattamente il risultato desiderato: rassicurarci di tenere sott'occhio l'inflazione, evitando di spaventarci con messaggi di irrigidimento.

Ma dietro alle apparenze, le correnti di risacca sono state molto forti. I dubbi degli operatori di mercato, che avevano iniziato a manifestarsi a maggio, si sono intensificati. I tassi d'inflazione di breakeven, vale a dire la differenza fra i rendimenti dei Treasury nominali e quelli indicizzati all'inflazione, nonché uno dei principali indicatori delle aspettative d'inflazione dei mercati, dopo essere scesi per un mese hanno registrato un ulteriore cedimento. Le curve dei rendimenti si sono appiattite mentre i tassi d'interesse forward a lunga scadenza hanno subito una flessione. Gli investitori azionari hanno operato una netta rotazione dalle azioni cicliche e value a quelle difensive e growth.

## L'INFLAZIONE USA REGISTRA UN'IMPENNATA TOCCANDO I PICCHI POST-CRISI FINANZIARIA

Tasso d'inflazione annuo dell'indice dei prezzi al consumo USA, tutte le categorie



Fonte: Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti. Dati al 7 luglio 2021.

## APRILE E MAGGIO: LE ASPETTATIVE SU INFLAZIONE E AZIONI CICLICHE VENGONO SPAZZATE VIA



Fonte: FactSet. Dati al 23 giugno 2021. A titolo puramente illustrativo. Nessuna delle informazioni qui contenute costituisce una previsione del futuro andamento economico o dei mercati. A causa di diversi fattori, gli eventi effettivi, che includono le caratteristiche del quadro economico o di mercato, potrebbero scostarsi in misura significativa da eventuali opinioni espresse. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

L’AAC, però, ritiene che a livello di fondamentali il quadro non abbia subito grandi variazioni.

Se mai, il cambiamento ha interessato la cornice, vale a dire i dubbi degli investitori sulla natura dell’inflazione – transitoria o strutturale? – e sulle possibili misure che le banche centrali potrebbero adottare per contrastarla: al momento tutto lascia pensare che l’inflazione si rivelerà più veloce del previsto, i falchi solleveranno la cresta, le manovre di tapering si riveleranno deleterie e la fase d’inizio ciclo cederà il passo a quella intermedia.

A nostro avviso, però, sono altrettanto convincenti le tesi opposte: i dati economici potrebbero raffreddarsi o gli investitori potrebbero notare che i vertici della Fed sono più accomodanti di quanto non lasci intendere il gruppo allargato dei suoi membri e il “dot plot” della banca centrale. E infatti, nella settimana successiva alla riunione di giugno, i vertici della Fed hanno esortato gli investitori a spostare l’attenzione dall’eventualità di un rialzo dei tassi nel 2023 o dai discorsi di tapering e rivolgerla piuttosto alla natura accomodante degli attuali programmi della banca.

### Sfruttare la potenziale volatilità per sostenere le view favorevoli alla crescita

Secondo il Comitato, quello scenario si ripeterà di qui a fine 2021: una forte volatilità del clima di fiducia e dei prezzi di mercato, causata da

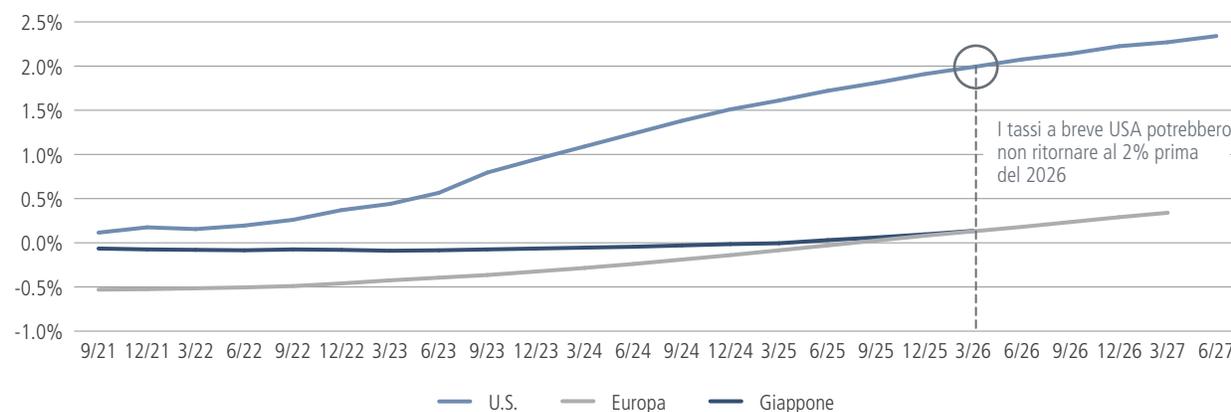
una nuova incertezza nei messaggi delle banche centrali, potrebbe creare diverse opportunità di aumentare il rischio di portafoglio in sintonia con le nostre view di medio termine.

In chiave tattica, quindi, abbiamo utilizzato il clima di sfiducia nella crescita, chiaramente presente dietro le apparenze del mercato nei mesi di maggio e giugno, per aprire posizioni allineate a quelle view, che invece continuano a guardare con favore alla crescita. In effetti, se le view del Comitato sono mutate rispetto all’ultimo trimestre, è stato proprio in direzione di una sempre maggiore predilezione per l’azionario e gli asset rischiosi.

Nell’obbligazionario investment grade abbiamo rivisto al ribasso la nostra view, sulla scia di un calo dei rendimenti e di una compressione degli spread. Manteniamo viceversa una view neutrale sui TIPS (Treasury Inflation Protected Securities). Nell’high yield manteniamo una view sovrappesata, preferendo i tassi variabili offerti dai loan e dalle CLO (Collateralized Loan Obligation) alle obbligazioni a tasso fisso. Tuttavia, la maggior parte dei membri del Comitato ha fatto notare che in una soluzione multi-asset prediligerebbe un’esposizione all’azionario piuttosto che a una compressione degli spread nel credito.

## I MERCATI DEI TASSI SCONTANO UNA STAGNAZIONE SECOLARE

Tassi d'interesse swap a un anno USD Libor, Euribor ed Euroyen Tibor



Fonte: Bloomberg. Dati al 7 giugno 2021. A titolo puramente illustrativo. Nessuna delle informazioni qui contenute costituisce una previsione del futuro andamento economico o dei mercati. A causa di diversi fattori, gli eventi effettivi, che includono le caratteristiche del quadro economico o di mercato, potrebbero scostarsi in misura significativa da eventuali opinioni espresse. **I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.**

Sulla stessa falsariga, l'AAC ha rivisto ad una posizione neutrale l'azionario delle large cap statunitensi, modificando al rialzo la propria view e rispecchiando una prospettiva generalmente positiva sulle azioni, in particolare rispetto all'obbligazionario investment grade. Questa decisione ovviamente comporta un aumento del rischio netto complessivo, ma la maggiore esposizione alle principali società growth e difensive che dominano il segmento large cap degli Stati Uniti mira anche a bilanciare le nostre view sovrappesate nelle small e mid cap, la nostra preferenza per azioni value e cicliche e le nostre view procicliche a livello geografico. Fuori degli Stati Uniti, restano confermate le view sovrappesate per l'azionario dei mercati sviluppati ed emergenti, come pure per il debito dei mercati emergenti. Riteniamo che il recente rialzo del dollaro statunitense sia una reazione al tono leggermente meno accomodante della Fed che probabilmente verrà meno con il passare del tempo, sostenendo i mercati non statunitensi.

Le materie prime sono più sensibili ai picchi inflazionistici a breve termine anziché alle traiettorie di crescita a medio termine. Ecco perché dopo sei mesi di ottime performance, l'AAC sta riconsiderando la propria view sovrappesata, senza tuttavia modificarla, ritenendo che alcune vulnerabilità del settore agricolo siano compensate da un maggiore potenziale di rialzo nei settori dell'energia e dei metalli industriali.

Ad ogni modo, l'AAC sa che le probabilità di un aumento della volatilità sono molto elevate poiché la diffusione di nuovi dati e nuovi messaggi della Fed influenzeranno, ora in un senso, ora nell'altro, l'interpretazione del quadro inflazionistico e delle politiche della banca centrale.

Per descrivere il contesto attuale, i surfisti userebbero il termine "onde blown-out", cioè onde cavalcabili, ma al limite del mare grosso e quindi particolarmente difficili. Surfare "a dieci dita" sull'onda prevedibile e liscia spinta dalla reflazione ha lasciato il posto alla necessità di una posizione più bilanciata, più salda per tenersi in equilibrio quando i venti inizieranno a soffiare al contrario.

Questo concetto emerge chiaramente dalla nostra revisione al rialzo della view sulle large cap statunitensi, paragonabile a un riportarsi saldamente nel mezzo della tavola da surf per cavalcare l'onda degli asset rischiosi. Emerge anche la nostra idea che i prossimi sei mesi potrebbero richiedere operazioni tattiche più frequenti, con parametri di rischio più rigidi per la liquidazione delle posizioni.

E manteniamo le nostre view tuttora sovrappesate su private equity e private debt, dove la qualità e la crescita degli utili giustificano l'elevato livello delle valutazioni attuali e dove l'aggiunta di valore è possibile migliorando l'operatività aziendale e commerciale, lontano dalla volatilità dei mercati quotati. Inoltre, il Comitato esprime una view sovrappesata nell'immobiliare privato, rispecchiando il miglioramento dei fondamentali di questo segmento in concomitanza con la riapertura delle economie, nonché la sua sensibilità positiva all'inflazione. Il Comitato ha osservato che anche i REIT dovrebbero beneficiare di queste dinamiche.

### **Le nubi della stagnazione secolare si stagliano minacciose all'orizzonte**

Pur ritenendo che il clima di sfiducia nella crescita a medio termine sia eccessivo, l'AAC ritiene che valga la pena mantenere uno sguardo sull'orizzonte temporale di 12 mesi, su cui riteniamo si addensino nubi ancora più scure.

Continuando la metafora del surf, ci si chiede se la pandemia sia stata solo una forte tempesta che, una volta alle spalle, lascerà di nuovo il posto alle acque calme di una fase espansiva prolungata e moderata, come quella successiva alla crisi finanziaria, o se il passaggio abbia avuto un impatto tale da amplificare la marea della crescita e rimodellare i fondali, trasformandoli in generatori di onde costanti.

I mercati finanziari sembrano riluttanti a scontare un grande cambiamento rispetto al passato. Negli Stati Uniti, i tassi d'inflazione relativi ai prossimi 5 e 10 anni sono ritornati sotto quota 2,5%. Cosa ancor più sorprendente, gli swap dei tassi d'interesse forward a un

anno suggeriscono che i tassi statunitensi faranno probabilmente fatica a superare il 2% prima del 2026, anno in cui i tassi dell'Eurozona e del Giappone ancora si collocheranno di poco al di sopra dello zero.

Tutto questo è coerente con le stime di consenso, secondo cui la crescita globale rallenterà, passando dal 6% di quest'anno a meno del 3,5% entro il 2023, mentre la crescita statunitense passerà dal 6,6% al 2,3%, quella dell'Eurozona si attesterà al 2% e quella cinese al 5,5%. Per quanto riguarda Stati Uniti ed Europa, i tassi sono solo leggermente superiori alla media degli ultimi 20 anni. Per quanto riguarda la Cina, invece, si tratta di una notevole flessione. Tutto questo nonostante i 16.000 miliardi di dollari in stimoli fiscali erogati in tutto il mondo per contrastare le ripercussioni economiche della pandemia: in realtà, nonostante i componenti a più lunga scadenza dei pacchetti di spesa degli Stati Uniti, riteniamo che la scadenza delle misure di stimolo genereranno con ogni probabilità un impulso fiscale negativo, forse addirittura già dalla metà dell'anno prossimo. Inoltre, l'aumento della pressione fiscale, necessario per pagare tutte queste misure, potrebbe iniziare a pesare sulla crescita e sugli utili societari.

Per questi motivi, sebbene eventuali prove di evidenti effetti moltiplicatori sull'inflazione dei salari possano persuaderci a modificare la nostra view, l'AAC anticipa un ritorno a condizioni simili a quelle successive alla crisi finanziaria entro il 2023-24. Questo potrebbe iniziare a influenzare le nostre view a 12 mesi per le diverse asset class di qui ai primi mesi del 2022. Al momento, però, ci stiamo stabilizzando sulla tavola da surf in attesa di cavalcare la prossima onda di riapertura post pandemia.

## APPROFONDIMENTO: IL RALLY DI INIZIO CICLO È GIÀ FINITO?

Sebbene la view di consenso espressa dal Comitato per i prossimi 12 mesi sia indubbiamente favorevole all'azionario rispetto all'obbligazionario, alcuni membri si sono chiesti se il rally delle azioni value, dei settori ciclici e degli asset sensibili all'inflazione non sia forse giunto al capolinea. È interessante ad esempio notare che un terzo dei votanti si sia espresso in favore delle azioni growth e non di quelle value. Un membro del Fixed Income Team ha chiesto una revisione al ribasso delle nostre view su TIPS (Treasury Inflation Protected Securities) e materie prime.

La loro tesi in favore di un'esposizione maggiormente orientata ai titoli growth-difensivi è il prodotto di una serie di fattori: valutazioni relative, l'aspettativa di un aumento delle incertezze e della volatilità nell'economia e nei mercati e, da ultimo, l'intenzione di prepararsi per quando gli investitori inizieranno a scontare un rallentamento dal 2023 in avanti. Un membro del Comitato ha inoltre fatto notare il peso opprimente del clima attuale che prevede una stagnazione secolare profondamente radicata, un eccesso di liquidità da parte delle banche centrali e un panorama societario dove pullulano le aziende zombie: "Le operazioni che puntano sulla reflazione dovrebbero andare bene per moltissimi motivi, eppure finora hanno sottoperformato le aspettative, nonostante i forti stimoli fiscali e monetari... e poi i rendimenti dei Treasury crollano non appena ne hanno l'occasione."

In questo quadro, la view prevalente attribuisce il calo dei rendimenti dei Treasury alle coperture short adottate dagli investitori che da inizio anno si sono posizionati in modo aggressivo per un

irripidimento della curva. Chi sostiene questa view si attende una moderata ripresa del rally ciclico una volta che gli operatori di mercato avranno metabolizzato il messaggio della Fed, vale a dire che non devono temere né un'inflazione fuori controllo, né una stretta prematura.

Come ha fatto osservare un membro dell'AAC, anche se i mercati azionari spesso registrano un'ondata di avversione al rischio due o tre mesi dopo un picco dei rendimenti dei Treasury, giustificando quindi l'ipotesi di un periodo di volatilità nell'immediato, una rotazione completa delle posizioni da cicliche e value a difensive e growth tende di solito a manifestarsi in un momento del ciclo di molto successivo a quello in cui ci troviamo in questo momento. Dopo la crisi finanziaria del 2008-2009, ad esempio, non si verificò fino al 2011.

Un simile andamento sarebbe giustificato dall'attuale ripresa degli utili societari. Secondo le nostre stime, quest'anno le società dell'S&P 500 registreranno utili per azione pari 205 dollari, con una crescita del 47% rispetto al dato dell'anno scorso. Inoltre, le probabilità che le valutazioni si mantengano invariate o addirittura aumentino è attualmente maggiore rispetto a due mesi fa, poiché i nuovi messaggi inviati dalla Fed potrebbero di fatto fissare un limite massimo ai rendimenti dei Treasury nel futuro immediato.

Di qui a fine anno, la volatilità potrebbe aumentare. Pertanto, il consenso dell'AAC vede un maggiore potenziale di rialzo per le operazioni che puntano sulla ripresa.

### DOPO LA CRISI FINANZIARIA DEL 2008-2009, LE AZIONI CICLICHE HANNO SOVRAPERFORMATO FINO AL 2011



Fonte: FactSet. Dati al 23 giugno 2021. La serie 2009-2011 inizia il 2 marzo 2009; la serie 2020-2021 inizia il 1° aprile 2020. A titolo puramente illustrativo. Nessuna delle informazioni qui contenute costituisce una previsione del futuro andamento economico o dei mercati. A causa di diversi fattori, gli eventi effettivi, che includono le caratteristiche del quadro economico o di mercato, potrebbero scostarsi in misura significativa da eventuali opinioni espresse. **I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.**

## OBBLIGAZIONARIO

### Obbligazionario investment grade ▼

- Il Comitato ha rivisto al ribasso la sua view generale, da neutrale a sottopesata.
- Il nuovo messaggio della Federal Reserve, leggermente meno accomodante, sembra aver consolidato il mercato bidirezionale nei titoli di Stato, fissando di fatto un limite massimo per i rendimenti, almeno per il momento. Tuttavia, una valutazione relativa è resa più difficile dopo alcune correzioni in alcune parti dei mercati azionari.

### Debito dei Paesi sviluppati (escl. USA) ◀▶

- Il Comitato ha mantenuto la propria view sottopesata.
- Pur non avendo raggiunto le valutazioni estreme del 2020, le curve dei rendimenti rimangono schiacciate e piatte. Rileviamo un maggior valore nei mercati dell'high yield e dell'azionario.

### High Yield ◀▶

- Il Comitato ha mantenuto la propria view sovrappesata.
- Un contesto di tassi bassi e una gestione conservativa dei bilanci aziendali sosterranno i mercati del credito in generale.
- Rileviamo tuttora un certo valore tra gli emittenti di qualità più elevata, in particolare nei "fallen angel" che hanno il potenziale per diventare "rising star" nei prossimi 12-24 mesi; esprimiamo inoltre una preferenza per i tassi variabili attraverso i loan e le CLO (Collateralized Loan Obligations).
- In seguito alla correzione di alcuni segmenti del mercato azionario, tuttavia, la nostra view sull'high yield e sull'obbligazionario in generale è un po' meno positiva in ottica relative value.

### Debito dei Paesi emergenti ◀▶

- Il Comitato ha mantenuto la propria view sovrappesata.
- Questa è una parte del mercato obbligazionario la cui valutazione relativa è migliorata negli ultimi mesi, grazie soprattutto sia al rafforzamento del dollaro, sia all'inversione di numerose operazioni procicliche e basate sulla tesi della reflazione e della ripresa.
- Riteniamo queste recenti rotazioni esagerate ed è per questo che in ambito obbligazionario il debito dei mercati emergenti rappresenta il nostro principale sovrappeso.

## AZIONARIO GLOBALE

### Azionario USA ▲

- Il Comitato ha mantenuto la view sovrappesata sulle small e mid cap statunitensi e ha rivisto al rialzo la view sulle large cap statunitensi da sottopesata a neutrale.
- L'AAC ritiene giustificato privilegiare le small cap di maggiore qualità a fronte del progressivo rafforzamento della ripresa economica e ritiene questa view ancor più fondata dopo la recente flessione delle valutazioni degli asset esposti alla reflazione e alla ripresa.
- Nel segmento delle large cap statunitensi, l'AAC conferma la propria preferenza per le azioni cicliche e value.
- La recente flessione delle valutazioni degli asset esposti alla reflazione e alla ripresa spiega in parte la revisione al rialzo e la maggiore esposizione ai titoli difensivi e growth, una decisione che contribuisce a bilanciare la nostra view leggermente più convinta sull'azionario in generale.

### Azioni di Paesi sviluppati (escl. USA) ◀▶

- Il Comitato ha mantenuto la propria view sovrappesata.
- Le azioni europee e giapponesi rimangono relativamente convenienti e sono anche più esposte al commercio globale e alla ripresa dell'economia in generale.
- Le valutazioni relative sono migliorate ulteriormente grazie sia al rafforzamento del dollaro, sia alla recente inversione di numerose operazioni procicliche e basate sulla tesi della reflazione e della ripresa, che a nostro avviso sono state eccessive.
- Ai margini di quanto affermato, l'AAC favorisce il Giappone, dove grandi cambiamenti nell'atteggiamento dei management aziendali rispetto al valore per gli azionisti generano opportunità significative.

### Azioni dei mercati emergenti ◀▶

- Il Comitato ha mantenuto la propria view sovrappesata.
- I mercati emergenti sono notevolmente esposti al commercio globale e alla ripresa dell'economia in generale.
- La Cina e l'Asia si distinguono più in generale come fonti di un'esposizione di alta qualità alla ripresa dell'economia globale.
- Le valutazioni relative sono migliorate ulteriormente grazie sia al rafforzamento del dollaro, sia alla recente inversione di numerose operazioni procicliche e basate sulla tesi della reflazione e della ripresa, che a nostro avviso sono state eccessive.

## REAL ASSET E ALTERNATIVI

### Materie prime ◀▶

- Il Comitato ha mantenuto la propria view sovrappesata.
- Le materie prime potrebbero offrire l'esposizione all'ulteriore espansione della domanda rimasta inespressa, sebbene in alcuni segmenti di questa asset class, in particolare nel settore agricolo, le valutazioni sembrano congrue mentre in altri, ad esempio il legname, hanno già attraversato una mean reversion.
- L'oro e altri metalli preziosi potrebbero fungere da bene rifugio durante eventuali periodi di volatilità, oltre che da copertura contro la svalutazione delle valute, sebbene la prudenza sia d'obbligo, visto il recente apprezzamento del dollaro USA.

### Hedge Fund e Liquid Alternative ◀▶

- Il Comitato ha mantenuto la propria view sottopesata.
- Dopo aver fornito un indispensabile contributo stabilizzante per i portafogli durante i momenti peggiori della crisi del coronavirus, le principali strategie liquid alternative passano ora in secondo piano mentre la ripresa va consolidandosi.
- Le opportunità si stanno moltiplicando nei segmenti merger arbitrage e distressed.
- Alcune strategie decorrelate, ad esempio le strategie insurance-linked, potrebbero tuttora offrire un utile elemento di diversificazione durante la fase di volatilità prevista per i prossimi mesi.

### Private equity ◀▶

- Il Comitato ha mantenuto la propria view sovrappesata.
- Sono pochissime le transazioni concluse che riguardano società particolarmente esposte al rischio di coronavirus, il che significa che le operazioni in corso si concentrano principalmente su aziende solide.
- Questo solleva alcuni timori in relazione alle valutazioni, ma i miglioramenti operativi che il private equity è in grado di apportare potrebbero essere un efficace strumento per mitigare tale rischio; la creazione di valore lontano dalla volatilità dei mercati quotati può inoltre conferire una certa stabilità al portafoglio con il progressivo maturare del ciclo.

### Private debt ◀▶

- Il Comitato ha mantenuto la propria view sovrappesata.
- Sebbene alcuni portafogli possano essere esposti a legacy asset su cui influisce la crisi legata al coronavirus, quelli focalizzati su asset di maggiore qualità hanno registrato performance positive e sono perfettamente posizionati per beneficiare delle attuali condizioni favorevoli, e offrire esposizione ai tassi variabili.
- Le valutazioni elevate e l'ulteriore ammorbidimento dei covenant (già poco rigidi) hanno reso ancora più conveniente prendere denaro in prestito. Ecco perché la selezione del credito riveste grande importanza.

### Private Real Estate ▲

- Il Comitato ha rivisto al rialzo la sua view su questo segmento portandola a sovrappesata.
- La riapertura delle economie sta eliminando un considerevole ostacolo per questa asset class e le vigorose dinamiche di crescita economica dovrebbero fornire una spinta a settori chiave dell'immobiliare, come i data center, i magazzini, gli immobili industriali e quelli residenziali plurifamiliari.
- La sensibilità del settore all'andamento dell'inflazione lo rende interessante e la crisi del coronavirus ha creato opportunità per generare valore in settori come gli immobili a uso ufficio e residenziale.

### Valute

#### USD ◀▶

- L'AAC ha mantenuto la propria view di sottopeso.
- La valuta risulta tuttora sopravvalutata, se misurata in base alla parità del potere d'acquisto (PPA) e rischia di essere penalizzata dalle politiche monetarie accomodanti, dalla compressione dei differenziali dei tassi con il resto del mondo e dal deficit gemello degli Stati Uniti.
- Tuttavia, il dollaro potrebbe trarre vantaggio da una ripresa di stampo americano e, nelle prime fasi, incertezza o volatilità potenziale potrebbero causare rialzi del dollaro di breve durata, come quello osservato di recente in risposta ai toni leggermente meno accomodanti assunti dalla Federal Reserve.

**Euro ◀▶**

- L'AAC ha confermato la propria view neutrale.
- L'euro tende a essere positivamente esposto all'attività economica globale, in particolare rispetto al dollaro USA; trae inoltre vantaggio dal consistente saldo positivo delle partite correnti e dai limiti dell'orientamento accomodante della Banca centrale europea.
- Tuttavia, la view rimane marginale poiché la Banca centrale europea, che già segue politiche accomodanti, difficilmente tollererà ulteriori minacce al proprio obiettivo di inflazione dovuto a una valuta troppo forte.

**JPY ◀▶**

- L'AAC ha mantenuto la propria view di sovrappeso.
- Sia la PPA che i tassi di cambio reali suggeriscono che lo yen sia sottovalutato, i rendimenti estremamente bassi a livello globale rendono meno scoraggianti i bassi tassi giapponesi e gli investimenti esteri con copertura hanno toccato i livelli più interessanti sull'arco di diversi anni, per gli investitori in yen.
- La possibilità di un aumento della volatilità di qui a fine anno potrebbe riportare il JPY alla ribalta come valuta rifugio.

**GBP ◀▶**

- L'AAC ha confermato la propria view neutrale.
- Il budget del Regno Unito è per quest'anno a favore della crescita, il programma di vaccinazione del Paese è stato un successo, la Banca d'Inghilterra ha adottato un orientamento relativamente restrittivo e la sterlina britannica sembra tuttora sottovalutata se misurata in base alla PPA.
- La view si mantiene marginale dato il posizionamento lungo degli operatori di mercato nel GBP, l'aumento dei contagi dalla nuova variante di coronavirus, la probabilità che l'iniziale successo delle campagne vaccinali fosse solo temporaneo e il rischio di una prematura stretta fiscale.

**CHF ◀▶**

- L'AAC ha mantenuto la propria view di sottopeso.
- Il franco svizzero è ancora molto sopravvalutato in termini di PPA, gli operatori di mercato mantengono un posizionamento molto lungo e la risultante forza della moneta mette in serie difficoltà la banca centrale, costringendola a tenersi attiva sui mercati valutari.

Il presente materiale viene presentato a scopo esclusivamente informativo e nulla in esso costituisce consulenza di investimento, legale, contabile o fiscale né una raccomandazione ad acquistare, vendere o detenere un titolo. Il presente materiale è di natura generale e non è rivolto ad alcuna categoria di investitori. Non va pertanto considerato come comunicazione personalizzata né come raccomandazione, consiglio di investimento o suggerimento di intraprendere o astenersi da iniziative di investimento. Neuberger Berman non fornisce questo materiale in qualità di fiduciario e ha un interesse finanziario nella vendita dei propri prodotti e servizi. Neuberger Berman e i suoi dipendenti non forniscono consulenza legale o fiscale. È necessario rivolgersi al proprio commercialista, al consulente fiscale e/o legale per avere suggerimenti sulle proprie circostanze specifiche. Le informazioni sono ottenute da fonti ritenute affidabili; tuttavia non si rilascia alcuna dichiarazione o garanzia relativamente alla loro esattezza, completezza o affidabilità. Tutte le informazioni sono aggiornate alla data del presente materiale e soggette a modifica senza preavviso. Eventuali pareri o opinioni espressi potrebbero non riflettere quelli della Società nel suo complesso. I prodotti e i servizi di Neuberger Berman possono non essere disponibili in tutte le giurisdizioni o per tutte le tipologie di clienti. Gli investimenti comportano rischi, tra cui la possibile perdita del capitale iniziale. Gli investimenti in hedge fund e in fondi di private equity sono speculativi e implicano un livello di rischio più elevato rispetto agli investimenti più tradizionali. Gli investimenti in hedge fund e in fondi di private equity sono rivolti a investitori sofisticati. Gli indici non sono gestiti e non è possibile investire direttamente in essi. **I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.**

Le opinioni qui espresse comprendono in genere quelle del Comitato di Asset Allocation di Neuberger Berman, composto da professionisti di molteplici discipline, tra cui strateghi e gestori di portafoglio per i settori azionario e obbligazionario. Il Comitato di Asset Allocation rivede e definisce modelli di asset allocation a lungo termine, stabilisce le asset class allocation tattiche a breve termine preferite, esamina, su richiesta, le asset allocation per grandi mandati diversificati e formula raccomandazioni per asset allocation di clienti specifici. Le opinioni e le raccomandazioni del Comitato di Asset Allocation potrebbero non riflettere le opinioni della società nel suo complesso e i consulenti e gestori di portafoglio di Neuberger Berman potrebbero consigliare o assumere posizioni contrarie alle opinioni e alle raccomandazioni del Comitato di Asset Allocation. Le opinioni del Comitato di Asset Allocation non costituiscono una previsione o proiezione di eventi futuri o del futuro andamento del mercato. Il presente materiale può contenere stime, prospettive, proiezioni e altre "dichiarazioni previsionali". A causa di diversi fattori, gli eventi effettivi o l'andamento dei mercati potrebbe differire in misura significativa da eventuali opinioni espresse.

La durata e le caratteristiche dei cicli economici/di mercato passati e dei relativi andamenti, ivi compresi i mercati rialzisti o ribassisti, non costituiscono un'indicazione della durata e delle caratteristiche dell'andamento o dei cicli economici/di mercato attuali o futuri. Nessuna delle informazioni qui contenute costituisce una previsione o proiezione di eventi futuri o del futuro andamento del mercato. A causa di diversi fattori, gli eventi effettivi o l'andamento dei

mercati potrebbero differire in misura significativa da eventuali opinioni espresse o da risultati storici.

Il valore di un titolo obbligazionario può variare sulla base dei tassi d'interesse, delle condizioni di mercato, della qualità del credito e di altri fattori. In caso di vendita prima della scadenza è possibile registrare una perdita o un profitto. Naturalmente, i titoli sono soggetti al rischio di credito dell'emittente. Se vendute prima della scadenza, le obbligazioni municipali sono soggette a profitti/perdite in base al livello dei tassi d'interesse, delle condizioni di mercato e della qualità del credito dell'emittente. I profitti possono essere soggetti a un'imposta minima alternativa (AMT) e /o a imposte statali o locali, in base alla residenza dell'investitore. Le obbligazioni ad alto rendimento, note anche come "junk bond", sono considerate speculative e comportano un rischio di default superiore rispetto alle obbligazioni investment-grade. Il loro valore di mercato tende a essere più volatile rispetto ai titoli investment-grade e potrebbe variare in base ai tassi d'interesse, alle condizioni di mercato, alla qualità del credito, agli eventi politici, alla svalutazione delle valute e ad altri fattori. Le obbligazioni high yield non sono adatte a tutti gli investitori e i rischi di tali titoli devono essere valutati alla luce dei rendimenti potenziali. Neuberger Berman e i suoi dipendenti non forniscono consulenza legale o fiscale. Per stabilire la possibilità di inserire investimenti esentasse nel proprio portafoglio, è necessario contattare un consulente fiscale. I titoli di Stato e i Treasury Bill sono garantiti dalla credibilità e dal credito del governo degli Stati Uniti, per quanto riguarda il versamento tempestivo di capitale e interessi. Investire in azioni (anche delle maggiori aziende) comporta tutti i rischi legati agli investimenti nel settore azionario, incluso il rischio che il loro valore possa diminuire a causa di condizioni generali economiche o di mercato. Le azioni small e mid-cap sono più vulnerabili ai rischi finanziari e di altra natura rispetto ai titoli di aziende più grandi. Vengono anche scambiati con minore frequenza e con volumi inferiori rispetto alle azioni di aziende di dimensioni maggiori, per cui il loro prezzo di mercato tende a essere più volatile. Gli investimenti in titoli esteri comportano rischi maggiori rispetto agli investimenti in titoli di emittenti statunitensi, tra cui le fluttuazioni del tasso di cambio, i tassi d'interesse, la potenziale instabilità politica, le restrizioni applicate agli investitori stranieri, una regolamentazione e una liquidità di mercato inferiori. L'acquisto o la vendita di materie prime viene in genere realizzata tramite contratti future oppure opzioni su future che comportano rischi significativi, come la volatilità dei prezzi, un indebitamento elevato e l'illiquidità.

Il presente materiale viene pubblicato, fatte salve le restrizioni giurisdizionali, tramite varie controllate e affiliate globali di Neuberger Berman Group LLC. Per informazioni sulle entità specifiche e sulle limitazioni e restrizioni a livello giurisdizionale visitare il sito [www.nb.com/disclosure-global-communications](http://www.nb.com/disclosure-global-communications).

Il nome e il logo "Neuberger Berman" sono marchi di servizio registrati di Neuberger Berman Group LLC.



## SEDE CENTRALE GLOBALE

---

New York  
800.223.6448

## SEDI CENTRALI REGIONALI

---

Hong Kong  
+852 3664 8800  
  
Londra  
+44 20 3214 9000  
  
Tokyo  
+81 3 5218 1930

## CENTRI DI INVESTIMENTO

---

Atlanta	Milano
Bermuda	New York
Boston	Parigi
Buenos Aires	San Francisco
Chicago	Shanghai
Dallas	Singapore
Hong Kong	L'Aia
Londra	Tokyo
Los Angeles	Toronto

## UFFICI

---

### AMERICHE

Atlanta  
Avon  
Bermuda  
Bogota  
Boston  
Buenos Aires  
Chicago  
Dallas  
Los Angeles  
New York  
San Francisco  
San Paolo  
Tampa  
Toronto  
West Palm Beach  
Wilmington

### EUROPA, MEDIO ORIENTE E AFRICA

Dubai  
Dublino  
Francoforte  
Londra  
Lussemburgo  
Madrid  
Milano  
Parigi  
Roma  
Stoccolma  
L'Aia  
Zurigo

### ASIA PACIFICO

Pechino  
Hong Kong  
Melbourne  
Seul  
Shanghai  
Singapore  
Sydney  
Taipei  
Tokyo

## IL TEAM ITALIANO

---

Via San Damiano, 9  
20122 - Milano  
+39 02 7641 5811  
info-italy@nb.com

NEUBERGER	BERMAN
-----------	--------

**Neuberger Berman**  
1290 Avenue of the Americas  
New York, NY 10104-0001

[www.nb.com](http://www.nb.com)