



LE MIGLIORI IDEE PER IL 2024

RIPENSARE RESILIENZA E RISCHIO

Riservato agli investitori professionali.
Tutti gli investimenti comportano un rischio, inclusa
la possibile perdita di capitale.

INDICE

- 02 **INTRODUZIONE**
- 03 **PGIM Private Capital**
OPPORTUNITÀ CHE EMERGONO DAL RALLENTAMENTO DELLE ATTIVITÀ DI FUSIONE E ACQUISIZIONE
- 05 **PGIM Real Estate**
SFRUTTARE LA PREVISTA RIPRESA DELLA CRESCITA DELLE LOCAZIONI
- 08 **Montana Capital Partners**
PERCHÉ IL MERCATO SECONDARIO DEL PE RIMANE INTERESSANTE
- 10 **Jennison Associates**
INTELLIGENZA ARTIFICIALE (IA): LA GRANDE ONDATA
- 13 **PGIM Fixed Income**
SCOPRIRE IL VALORE NEL CREDITO CARTOLARIZZATO DI ALTA QUALITÀ
- 15 **PGIM Quantitative Solutions**
PERCHÉ UNA GESTIONE QUANTITATIVA PER IL FUTURO
- 19 **PGIM Wadhvani**
UN ANNO DI SORPRESE MACROECONOMICHE E COSA POTREBBE ASPETTARCI

INTRODUZIONE

Il 2023 è iniziato con un acceso dibattito sulla recessione e una crisi bancaria quasi catastrofica, ma poi si è concluso con una notevole stabilità relativa, almeno in ambito finanziario. Una crescita economica più vigorosa del previsto nonostante i tassi d'interesse più elevati, insieme all'innovazione tecnologica nell'ambito dell'IA, ha permesso agli attivi di rischio di superare questa fase.

Allo stesso tempo, le banche centrali di tutto il mondo hanno iniziato a rallentare la loro lotta aggressiva contro l'inflazione, aggiungendo ulteriore ottimismo sulla stabilità dei mercati finanziari e dell'economia in generale.

Questa resilienza fa sperare agli investitori che l'andamento favorevole prosegua, ma ogni anno porta con sé una nuova serie di sfide e il 2024 sicuramente non sarà diverso.

- La Fed potrebbe aver anche terminato la sua politica restrittiva, ma cosa possiamo dire su un eventuale atterraggio morbido? Sebbene gli allarmi di recessione negli Stati Uniti nel 2023 si siano rivelati prematuri, è probabile che gli investitori devano abituarsi a un contesto di tassi più alti più a lungo e valutarne le conseguenze per trovare le opportunità nelle varie asset class.
- Una scelta per il futuro: indipendentemente dall'esito, quella che sarà sicuramente una sfida molto combattuta avrà alla fine delle implicazioni per la spesa, le tasse e la regolamentazione.
- L'IA e tutto ciò che comporta: il fenomeno dell'IA ha conquistato l'immaginazione globale per tutto ciò che la tecnologia potrebbe consentire, ma ci sono anche aspetti meno ovvi del mercato, come i centri dati e i fornitori di cloud, che sono stati trascurati e che potrebbero offrire opportunità.
- Fattori geopolitici preoccupanti: dall'Ucraina al Medio Oriente e alla Cina, le considerazioni geopolitiche stanno diventando un fattore sempre più importante per gli investimenti e i flussi di capitale.

Il percorso tumultuoso e inaspettato del 2023 sottolinea ancora una volta l'importanza di valutare l'impatto che un mondo in rapida evoluzione avrà sul modo in cui i gestori patrimoniali e gli investitori costruiscono i loro portafogli. Un contesto di tassi d'interesse e inflazione potenzialmente più alti, la crescita dei mercati privati e i rischi idiosincratici che attribuiscono un nuovo significato alla resilienza hanno tutti importanti conseguenze per i mercati finanziari e le strategie di asset allocation.

Nell'ultima edizione delle Migliori idee annuali di PGIM, approfondiamo questi e altri argomenti di interesse per i nostri clienti. Come sempre, le idee qui presentate non intendono prevedere il futuro, ma piuttosto far luce sulle tematiche in cui riteniamo che gli investitori troveranno opportunità promettenti, sostenute dalle approfondite competenze e dall'esperienza specialistica di PGIM.

OPPORTUNITÀ CHE EMERGO DAL RALLENTAMENTO DELLE ATTIVITÀ DI FUSIONE E ACQUISIZIONE

Il 2023 è stato un anno lento per le attività di fusione e acquisizione. Secondo alcune stime, il volume delle operazioni globali di M&A è diminuito di circa il 14% rispetto all'anno precedente: si tratta di un calo relativamente modesto, dal momento che i mercati finanziari e l'economia in generale hanno risentito dell'aumento dei tassi d'interesse.¹ Tuttavia, l'incertezza economica non fa altro che mettere in risalto i vantaggi dell'allocatione ai prestiti diretti e al debito mezzanino. Gli investitori troveranno che il contesto attuale rappresenta un punto d'ingresso interessante e probabilmente si presenteranno maggiori opportunità con la ripresa delle attività di fusione e acquisizione e di rifinanziamento.

Il prestito diretto e il mezzanino rappresentano una valida tipologia d'investimento in tutti le fasi del ciclo economico, poiché offrono maggiore flessibilità e minore volatilità rispetto ai mercati del credito pubblico, oltre a un dialogo diretto con le società che permette di aiutare i team direttivi ad affrontare diversi contesti economici. Si tratta di caratteristiche particolarmente interessanti nel ciclo attuale. Dal punto di vista di un mutuatario, il prestito diretto e il mezzanino sono alternative più interessanti in un periodo in cui la capacità del debito senior si è esaurita e i tassi più alti hanno colmato il divario di prezzo con altre opzioni di finanziamento. Nel contesto attuale, le aziende sono alla ricerca di pazienza e flessibilità, creando un vantaggio competitivo

per le società che sviluppano solide relazioni con i proprietari. Quando prevalgono le turbolenze e l'incertezza, il credito privato è un'opzione attraente sia per i mutuatari che per i responsabili dell'asset allocation.

Guardando oltre le notizie sull'assenza di grandi operazioni di LBO, gli investitori possono trovare opportunità nei prestiti diretti e nelle soluzioni mezzanine, concepite per far fronte a un mercato di M&A meno affollato grazie a una minore dipendenza dalle operazioni sponsorizzate e a una maggiore attenzione al middle market, dove l'attività di M&A è risultata più resiliente. Anche la diversificazione geografica è un aspetto importante da prendere in considerazione, date le diverse dinamiche tra l'attività operativa nelle diverse regioni. Avere un approccio selettivo, stretti rapporti con i mutuatari e una rete regionale con competenze locali può aiutare i fornitori di prestiti diretti e mezzanini a creare soluzioni di debito resilienti.

Anthony Ma, Vicepresidente del Gruppo Direct Lending di PGIM Private Capital, ha dichiarato: "Abbiamo sviluppato la nostra strategia per combattere questo contesto di mercato grazie alla diversificazione in termini di tipi di operazioni che superano i nostri criteri di selezione".

Il rallentamento delle operazioni di fusione e acquisizione nel 2023 rappresenta un ottimo punto d'ingresso per gli investitori che dispongono di liquidità. Ora che i tassi d'interesse si stabilizzano

¹ Boston Consulting Group, M&A Is Looking Up After Bottoming Out (agosto 2023) <https://www.bcg.com/publications/2023/m-and-a-outlook-looking-up-after-bottoming-out>

in una tendenza che prevede valori più alti più lungo e il contesto economico diventa più difficile, i mercati del debito devono affrontare una ricalibrazione. Sul lato sponsorizzato ci sarà una maggiore pressione per uscire, che probabilmente stimolerà più attività nel 2024 rispetto all'anno precedente.

Abbiamo sviluppato la nostra strategia per combattere questo contesto di mercato grazie alla diversificazione in termini di tipologie di operazioni che superano i nostri criteri di selezione.

**Anthony Ma, Vicepresidente
del Gruppo Direct Lending di PGIM Private Capital**

Il mercato dei prestiti diretti ha già iniziato a mostrare segnali di adeguamento alle nuove prospettive sui tassi con la diminuzione dei multipli EV. Nel frattempo, data la rapidità con cui i tassi d'interesse sono saliti, i finanziatori riscontrano maggiori difficoltà tra le società nei loro portafogli e stanno quindi diventando più disciplinati quanto alla sottoscrizione di credito. Probabilmente la ripresa dei flussi delle operazioni coinciderà con una disciplina di sottoscrizione più rigorosa anche sul lato mezzanino, gettando le basi per un mercato che assomiglia di più agli anni successivi alla grande crisi finanziaria (GFC), quando la leva finanziaria e le valutazioni erano in calo, un contesto favorevole per erogare finanziamenti.

Eric Seward, Managing Director e Co-Managing Partner di PGIM Capital Partners, ha dichiarato: "In questi mercati difficili i mutuatari si orientano con difficoltà, ma l'incertezza complessiva tende a creare forti opportunità per gli investitori mezzanini e per i nostri LP".

Le importanti scadenze del 2024 e del 2025 suggeriscono che i mercati del debito societario saranno più attivi nei prossimi anni, creando un potenziale effetto di spostamento verso il credito privato, che ha conquistato una quota più ampia del mercato per quanto riguarda le operazioni sponsorizzate. Al contempo, le grandi banche si sono ritirate dai mercati dei prestiti dopo la GFC e questo vuoto è stato colmato dal credito privato. Anche le banche regionali sono sotto pressione a causa dei ribassi delle valutazioni degli attivi esistenti.

Quest'anno, circa un quarto dei prestiti con leva finanziaria dovrà essere rifinanziato e i tassi sono aumentati drasticamente dall'ultima volta che molti mutuatari si sono rivolti ai mercati del credito. I finanziatori di mezzanino che lavorano con aziende sane ma con bilanci in difficoltà possono offrire un'opzione di rifinanziamento più paziente per le aziende che incontrano problemi esclusivamente a causa di un costo di interesse più elevato. La maggior parte di queste situazioni si manifesterà pienamente se si intensificheranno le difficoltà macroeconomiche.

Con l'avvicinarsi delle scadenze principali e l'aumento dei tassi d'interesse, le società stanno cambiando il modo in cui considerano le proprie strutture di capitale per il futuro. Il prestito diretto e il mezzanino sono opzioni ben posizionate per sfruttare la domanda di soluzioni di debito flessibili in questo contesto. Con la ripartenza del mercato delle fusioni e acquisizioni, si presenteranno ulteriori opportunità per i responsabili dell'asset allocation che desiderano distribuire capitali nei mercati del credito privato. Gli investitori beneficeranno della collaborazione con gestori patrimoniali che possono offrire diversificazione al di là dei flussi di operazioni sponsorizzati e scoprire operazioni che altrimenti passerebbero inosservate.

Seward ha dichiarato: "Abbiamo investito in questa asset class in molti cicli economici e geopolitici diversi e abbiamo perseguito rendimenti costanti per gli investitori. La maggior parte degli investitori cerca la diversificazione del rapporto rischio/rendimento e un reperimento unico. Penso che questi attributi per noi costituiscano dei vantaggi competitivi".

[MAGGIORI INFORMAZIONI SU PGIM.COM/PRIVATE-CAPITAL](https://www.pgim.com/private-capital) →

SFRUTTARE LA PREVISTA RIPRESA DELLA CRESCITA DELLE LOCAZIONI

Il fatto che gli esperti di previsioni abbiano rivisto al ribasso i rischi di recessione, in particolare per gli Stati Uniti, e che si parli sempre più spesso del cosiddetto “atterraggio morbido” è una vera sorpresa. Per il settore immobiliare, ciò indica una prospettiva di investimento migliore del previsto, con l’opportunità di beneficiare di una prevista ripresa della crescita degli affitti.

Ciò nonostante, i rischi permangono in quanto le prospettive sono comunque più deboli del previsto. Le previsioni di crescita sui posti di lavoro rimangono modesti, mentre i tassi d’interesse sono destinati a rimanere su livelli più alti rispetto agli ultimi anni. Di fronte a questa incertezza, gli investitori sarebbero giustificati a rimanere concentrati sui settori che, fino ad oggi, hanno offerto flussi di reddito resilienti, che resistono meglio rispetto al contesto economico. Per la maggioranza degli operatori, ciò significa continuare a investire massicciamente sia nel settore logistico che in quello multifamiliare, ossia in quei comparti i cui valori continuano a dimostrare una resilienza simile a quella dei precedenti periodi di crisi (Figura 1).

Per gli investitori, tuttavia, vi è il problema che quando inizia una fase di ripresa immobiliare, questi settori in generale non sovraperformano al rialzo. La loro resilienza è più incentrata sulla minore volatilità ciclica, sia al ribasso che al rialzo di un ciclo immobiliare.

Diventa quindi importante anche la collocazione geografica.

La dipendenza delle città dalla crescita del lavoro indica resilienza

Il fatto che il contesto macroeconomico in uno scenario di tassi d’interesse in aumento abbia dimostrato una certa resilienza economica non deve sorprendere se si considera il ruolo che la crescita dei posti di lavoro svolge a sostegno dell’attività economica nel tempo. Le economie sono generalmente meno cicliche quando la storia della crescita economica è trainata più dai posti di lavoro che dalla produttività.

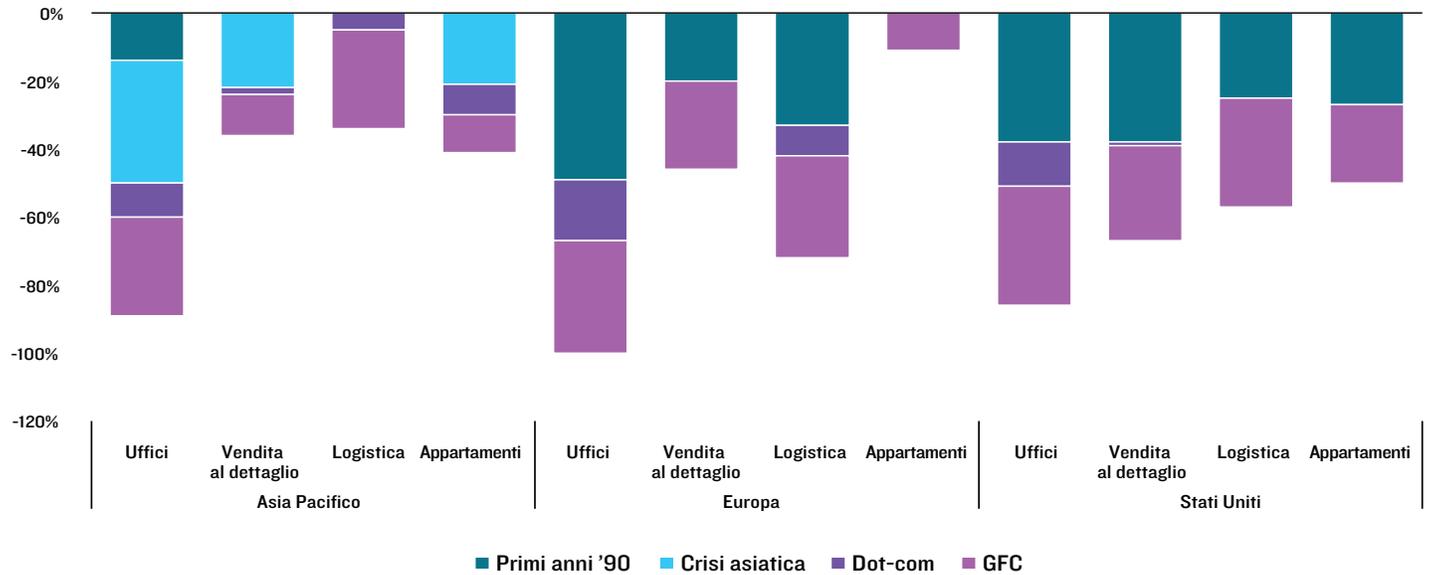
Ad esempio, nella Figura 2 elenchiamo una gamma di città statunitensi e analizziamo la performance delle economie delle città rispetto all’intera economia statunitense durante le fasi di ribasso e di ripresa.

In particolare, sottraendo la crescita del PIL di ogni città dalla media nazionale negli anni di crescita negativa nazionale e nell’anno immediatamente successivo, possiamo calcolare un punteggio medio che indica quali città statunitensi offrono prestazioni migliori (sono più resilienti) o peggiori (sono meno resilienti) rispetto all’economia nazionale.

Possiamo constatare che sono le città in cui la maggior parte della crescita economica è dovuta alla crescita dell’occupazione (anziché alla crescita della produttività) ad avere prestazioni relativamente migliori e ad essere più resilienti al ciclo economico nazionale, rispetto alle città più dipendenti dalla crescita della produttività. In altre parole, scopriamo che più l’economia di una città dipende dai posti di lavoro, più è resiliente. Vediamo che questa correlazione tra le previsioni di crescita dei posti di lavoro e la resilienza si applica in tutto il mondo.

Figura 1: l'attenzione al settore non è una novità

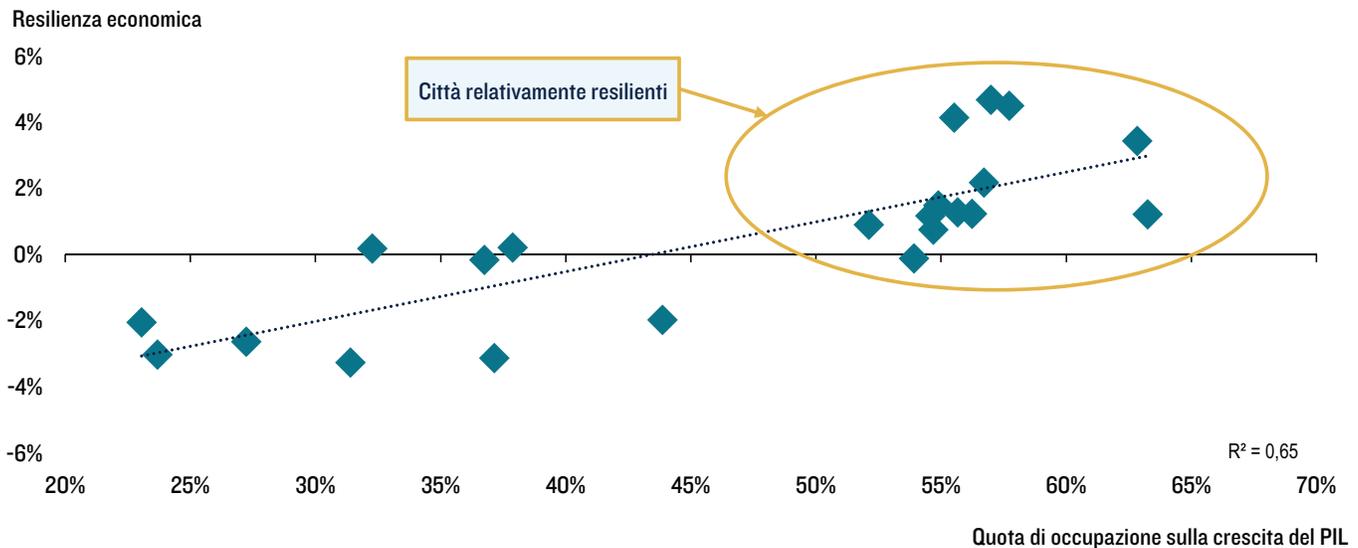
Valori nominali del capitale immobiliare dal massimo al minimo, settori principali, durante le precedenti crisi



Fonti: CoStar, PMA, Cushman & Wakefield, JLL, CBRE, PGIM Real Estate. A dicembre 2023.

Figura 2: resilienza economica* e quota di impiego della crescita del PIL reale

[Varie città degli Stati Uniti, 1991-1992, 2001-2003, 2009-2011, 2020-2021, (%)]



*Nota: calcolata come la media della crescita del PIL reale cittadino rispetto alla crescita del PIL nazionale, quando la crescita del PIL nazionale è stata negativa e nel primo anno di crescita positiva. I valori negativi indicano una crescita più debole di quella nazionale degli Stati Uniti.

Fonti: Oxford Economics, PGIM Real Estate. A dicembre 2023.

L'intersezione di città e settori nella scoperta di opportunità

Per gli investitori ciò significa che, sebbene il ruolo dei settori continui ad essere importante, poiché protegge gli investitori nelle fasi di ribasso, questo concetto funziona anche investendo in città che non solo dipendono dalla crescita dell'occupazione, ma hanno anche una prospettiva di crescita dell'occupazione più solida, promettendo una crescita al rialzo.

Fin qui il ragionamento sembra logico. Per le principali città di tutto il mondo, questa storia di resilienza porta a interessanti opportunità di investimento in mercati come San Francisco e Dallas negli Stati Uniti, Amsterdam, Stoccolma e Londra in Europa, Sydney e Melbourne in Australia e possibilmente Tokyo in Giappone, dove forti previsioni di crescita dei posti

di lavoro si affiancano ad economie cittadine fortemente orientate al lavoro.

Tuttavia, non si può considerare solo la crescita dei posti di lavoro. Gli investitori devono tenere conto anche dell'offerta. Sebbene vi siano aree con uno sviluppo relativamente elevato, come la logistica nell'area metropolitana di Tokyo e Seoul o il multifamiliare nella Sunbelt degli Stati Uniti, non bisogna dimenticare le pressioni sull'offerta nel mercato degli uffici, vista la tendenza a lavorare da remoto; le pipeline di offerta rimangono infatti al di sotto delle medie registrate nell'ultimo ciclo. Ciò favorisce la crescita dei canoni di locazione anche quando la crescita dei posti di lavoro è più debole del previsto.

[SCOPRI DI PIÙ SU PGIM.COM/REAL-ESTATE](https://www.pgim.com/real-estate) →

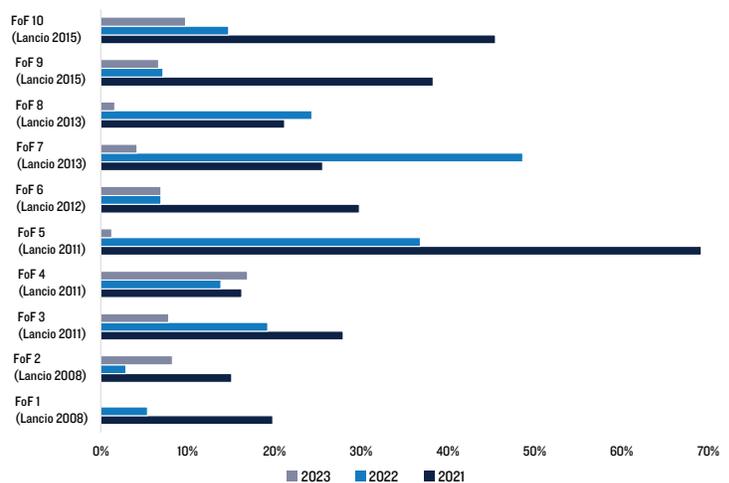
PERCHÉ IL MERCATO SECONDARIO DEL PE RIMANE INTERESSANTE

Il private equity è intrinsecamente un'asset class illiquida, dove il denaro è bloccato in strutture chiuse per periodi prolungati, dal momento dell'investimento fino all'eventuale vendita delle partecipazioni in portafoglio. Per affrontare questa sfida di liquidità, gli investitori spesso impiegano una strategia basata sulla diversificazione. Impegnandosi costantemente in un portafoglio di fondi nel tempo, possono prevedere un flusso continuo di distribuzioni da utilizzare per coprire i richiami di capitale. Questo approccio aiuta a mitigare l'impatto dei fondi con performance deludenti, poiché quelli con performance migliori possono compensare le carenze di liquidità. Inoltre, la tempistica e l'entità dei richiami e delle distribuzioni di capitale tendono a bilanciarsi, riducendo al minimo i rischi idiosincratici, nella stessa maniera in cui la diversificazione opera nel mercato azionario dei titoli quotati.

Tuttavia, l'analogia con il mercato dei titoli quotati si estende anche agli aspetti sistematici del portafoglio che resistono agli sforzi di diversificazione. Quando la marea cala, le navi affondano tutte insieme. Nonostante i dati disponibili limitati, vi sono indicazioni che attualmente nel panorama del private equity si stia verificando questo fenomeno.

Ad esempio, Burgiss, un autorevole fornitore di dati sui limited partner (LP), ha suggerito che il 2023 potrebbe produrre i più significativi disavanzi di flusso di cassa nella storia del settore. Allo stesso modo, quando esaminiamo i nostri fondi di fondi ("FoF"), che rappresentano portafogli diversificati di fondi di private equity, è evidente che le distribuzioni sono diminuite significativamente nel 2023 rispetto agli anni precedenti.

Figura 1: distribuzioni per fondo di fondi (% della dimensione del fondo)

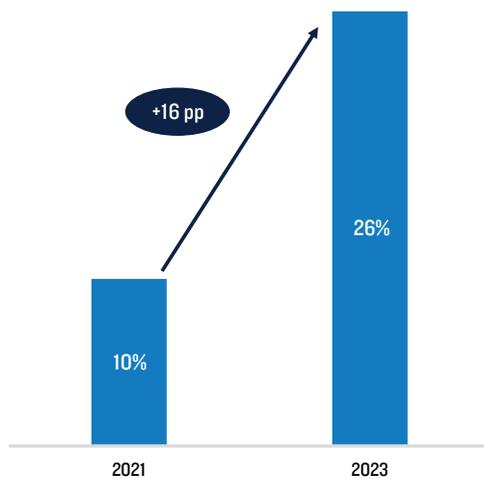


Nota: distribuzioni in relazione alle dimensioni del fondo per i FoF nel portafoglio di mcp per gli anni 2021-2023. Le distribuzioni del 2023 sono state aumentate del 7%, in quanto i dati sono stati ottenuti il 6 dicembre 2023. Fonte: mcp 2023.

Come si può vedere nel grafico, le distribuzioni mediane relative agli impegni tra i 10 FoF del nostro campione sono scese dal 27% del 2021 al 14% del 2022 e nel 2023 sono state solo del 7%. Questo notevole calo ha sorpreso molti investitori, costringendoli a reagire a queste circostanze mutevoli. Dal momento che non

Figura 2: i timori sulla liquidità sono diventati il principale fattore trainante del coinvolgimento del mercato secondario

Quota degli investitori che considerano il fabbisogno di liquidità come fattore principale



“ Riteniamo che vi siano ottimi fattori favorevoli nel mercato secondario, grazie alle esigenze di liquidità degli investitori istituzionali, e ci aspettiamo che i gestori di fondi secondari possano beneficiare di un interessante flusso di operazioni nel breve termine.

“ Stiamo attivamente cercando di vendere gli investimenti insieme ai gestori nei casi in cui non faremo re-up per generare liquidità sufficiente per i nuovi investimenti.

“ I titoli convertibili offrono un ottimo percorso di uscita per i GP, in quanto nelle fasi di ribasso vi sono sempre problemi di liquidità e questi titoli possono generare opportunità vantaggiose per tutti.

Note: risultati del sondaggio annuale per gli investitori di mcp, che raccoglie le opinioni degli investitori istituzionali, come banche, gestori patrimoniali, fondi pensione, compagnie assicurative e fondi sovrani (classificati nel rapporto come “investitori istituzionali”), nonché importanti family office e fondazioni/fondi di dotazione (“family office e fondazioni”).

Fonte: sondaggio annuale per gli investitori 2023 di MCP: Il Private Equity sotto i riflettori: come i principali investitori affrontano il rallentamento. mcp 2023.

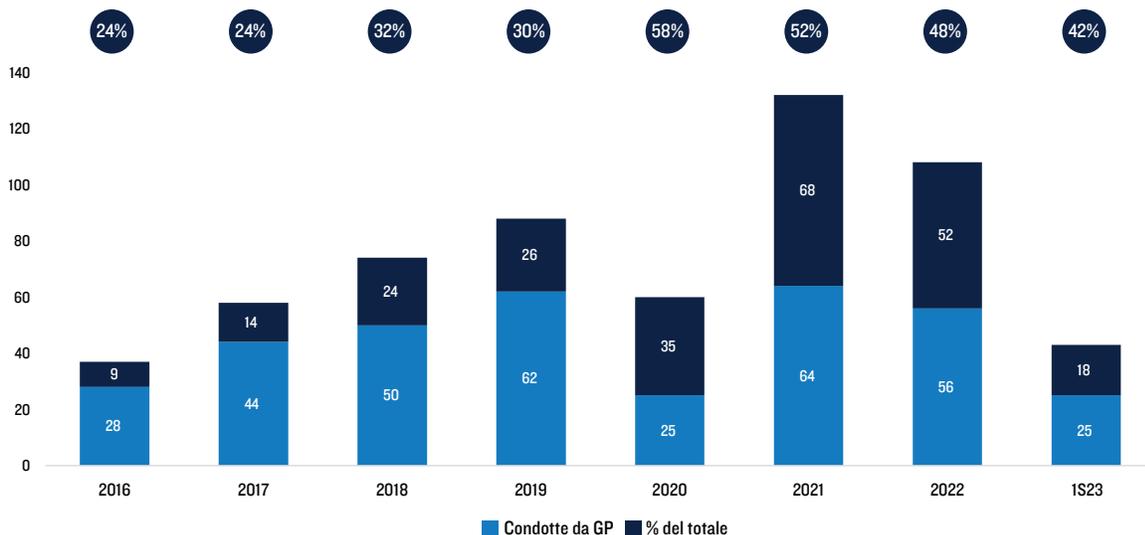
possono obbligare i gestori di fondi a vendere gli investimenti sottostanti, la loro unica alternativa è quella di iniziare a vendere le proprie partecipazioni nel fondo.

Nel sondaggio annuale per gli investitori di mcp (Montana Capital Partners), più di un quarto degli investitori ha dichiarato di aver preso in considerazione la possibilità di vendere alcune delle proprie posizioni di private equity per motivi di liquidità, segnando un aumento del 160% rispetto al 2021.

Questa ricerca di liquidità ha riacceso l'interesse nel segmento dei LP dei mercati secondari. Nell'ultimo decennio, le transazioni degli LP sono diminuite costantemente a favore di quelle condotte dai general partner (“GP”), in cui i gestori di fondi sottostanti hanno avviato opzioni di liquidità in varie forme; questa tendenza ha iniziato però a invertirsi dal 2021. Nel 2020 e nel 2021, le transazioni condotte dai GP hanno dominato il mercato, ma nel 2022 e nel 2023 quelle condotte dai LP sono diventate prevalenti, come evidenziato nel grafico seguente.

Figura 3: sostenuto dai fattori macroeconomici, il mercato secondario continua ad essere attraente

Suddivisione tra operazioni condotte da LP/GP (in mld USD)



Fonti: analisi del mercato secondario globale 2023 di Jefferies (luglio 2023).

SCOPRI DI PIÙ SU [MONTANA-CAPITAL-PARTNERS.EU](https://www.montana-capital-partners.eu) →



JENNISON ASSOCIATES

INTELLIGENZA ARTIFICIALE (IA): LA GRANDE ONDATA

Riteniamo che i recenti progressi nell'intelligenza artificiale (IA) favoriranno una trasformazione tecnologica che sarà importante e duratura tanto quanto l'avvento di Internet e del mobile computing. Nei prossimi anni, prevediamo che i casi d'uso e le applicazioni generative dell'IA si diffonderanno dai fornitori di tecnologia e gli sviluppatori a un'ampia gamma di settori. Le società possono utilizzare questi strumenti per elaborare i dati in modi sempre più sofisticati, che potrebbero contribuire ad aumentare il posizionamento competitivo, migliorare il time-to-market e semplificare il servizio clienti. A nostro avviso, per le aziende ben posizionate, ben gestite e flessibili, la portata e la profondità dell'opportunità sono straordinarie.

È comprensibile che alcuni investitori sminuiscano l'importanza dell'IA considerandola una moda tecnologica, soprattutto perché l'IA generativa non pensa, ma in realtà utilizza dati, statistiche e algoritmi per fare una previsione. Noi invece riteniamo che la rivoluzione dell'IA sia reale e sia appena iniziata. La domanda dei componenti infrastrutturali necessari per supportare i modelli di IA generativa è già aumentata e ci aspettiamo che l'impatto completo dell'IA generativa sarà come un'ondata che travolgerà tutta l'economia. Per sfruttare questa opportunità, gli investitori hanno bisogno di una profonda comprensione dell'ecosistema dell'IA, del suo stato attuale, e delle implicazioni complete del suo sviluppo futuro.

CHE COS'È L'IA GENERATIVA?

L'intelligenza artificiale generativa (IA generativa) è un sottoinsieme della tecnologia dell'IA che può creare contenuti nuovi e unici, tra cui testo, immagini, video, musica e codici informatici. Questi contenuti sono spesso indistinguibili da quelli creati dagli esseri umani. I sistemi di IA tradizionali o predittivi sono invece prevalentemente deterministici e basati su regole. Sono eccellenti nel seguire linee guida esplicite per svolgere le attività, ma l'IA tradizionale non ha la capacità di produrre risultati creativi o "nuovi".

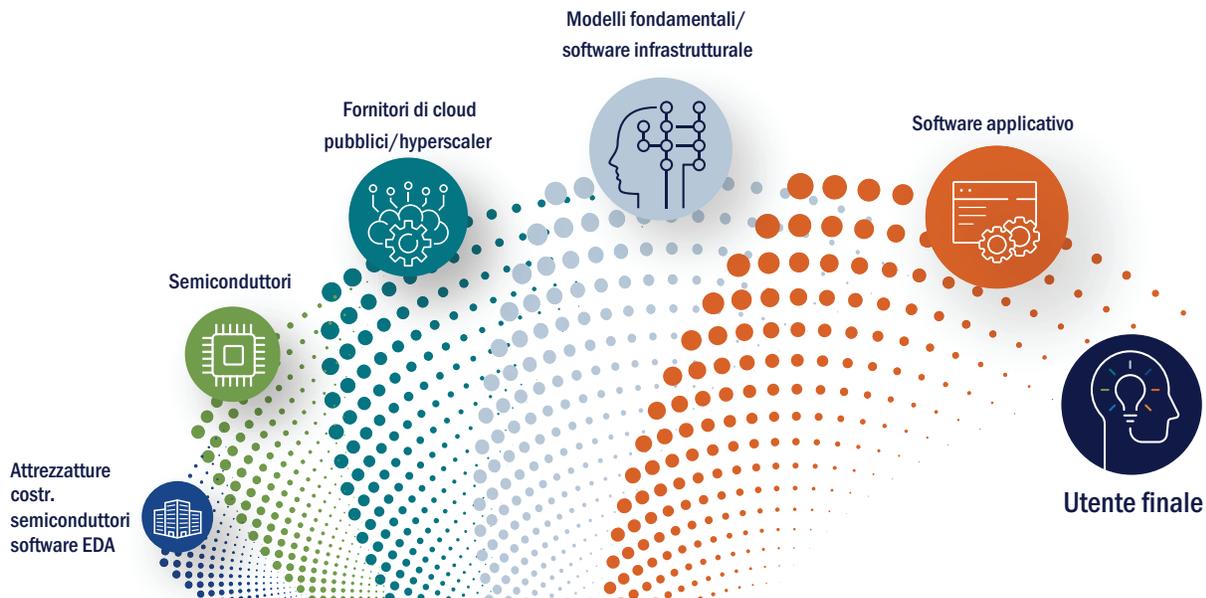
L'IA generativa ha raggiunto un'importante svolta a novembre 2022, quando OpenAI ha rilasciato pubblicamente un modello linguistico di grandi dimensioni (Large Language Model, LLM), ChatGPT-3.5, che ha offerto la potenza dell'IA generativa agli utenti comuni.

LE OPPORTUNITÀ DI INVESTIMENTO NELL'IA DI OGGI

Semiconduttori, apparecchiature per la produzione di semiconduttori e software EDA

Riteniamo che uno dei modi più tangibili per investire nell'IA generativa oggi sia attraverso i semiconduttori e l'infrastruttura necessari per supportare l'addestramento dei modelli di IA e l'esecuzione di applicazioni scalate abilitate per l'IA. Le unità

L'ondata dell'IA si sta diffondendo nell'economia



Le informazioni sono fornite solo a scopo illustrativo e formativo e non devono essere considerate consigli di investimento. Fonte: Jennison. Esplora l'infografica su <https://jennison.com/catch-great-ai-wave>.

di elaborazione grafica (Graphic processing units, GPU) sono la tecnologia di base che combina semiconduttori all'avanguardia e software personalizzato per elaborare più calcoli contemporaneamente.

Il crescente utilizzo dei semiconduttori ha stimolato la domanda delle aziende che producono apparecchiature per semiconduttori, cioè che creano il sofisticato hardware necessario per produrre i chip.

Le aziende di automazione della progettazione elettronica (Electronic Design Automation, EDA) scrivono il software che rende i chip più efficienti ed efficaci per svolgere attività personalizzate. L'importanza di questo software è cresciuta man mano che i chip sono diventati più piccoli e più complessi e richiedono una grande efficienza energetica.

Fornitori di cloud pubblici/hyperscaler

I fornitori di cloud iperscalabili offrono infrastrutture di cloud computing. Sembrano essere ben posizionati per soddisfare la crescente domanda di IA generativa da parte di aziende di piccole e medie dimensioni, che non possono permettersi di costruire, addestrare e gestire i propri modelli. Collaborano anche con grandi aziende che apprezzano la scalabilità e la flessibilità illimitate offerte dal cloud pubblico.

Modelli fondamentali e software infrastrutturale

I modelli fondamentali (o modelli di base) sono modelli di apprendimento automatico di grandi dimensioni addestrati su insiemi di dati estesi con conteggi di parametri che sono spesso nell'ordine di decine di miliardi. Si definiscono "fondamentali" perché possono essere adattati a un'ampia varietà di compiti/funzioni come l'istruzione, la creazione di immagini e la programmazione. I modelli fondamentali possono anche essere multimodali, cioè possono interpretare e generare più tipi di dati. Ad esempio, un modello multimodale

può registrare una teleconferenza, trascrivere l'audio in testo, rappresentare graficamente il tempo di conversazione di ciascun partecipante, elencare gli argomenti della discussione e calcolarne la durata durante la conferenza.

I software per infrastrutture includono gli strumenti e i sistemi di gestione dei dati utilizzati che gli sviluppatori software usano per creare le proprie applicazioni di IA generativa. Queste aziende forniscono la "conduttività tecnologica" che consente alle aziende di eseguire applicazioni e servizi, permettendo loro di utilizzare le funzioni di IA generativa e ottenere informazioni sui loro dati.

Software applicativo

Il software applicativo viene utilizzato da un utente finale per eseguire una serie specifica di attività e/o per risolvere un particolare problema.

Le applicazioni aziendali per l'IA generativa sono attualmente utilizzate in tutta l'economia e molte altre sono in fase di sviluppo. Le società di software stanno godendo di una maggiore produttività poiché gli ingegneri informatici sfruttano l'IA generativa per scrivere il codice. I reparti del servizio clienti gestiscono le chiamate in entrata, le e-mail e le richieste vocali attraverso un modello che si basa sulle linee guida e sulle conoscenze interne dell'azienda. I progettisti di prodotti potrebbero semplicemente descrivere ciò che desiderano creare e le applicazioni di IA generativa potrebbero generare opzioni che i progettisti possono esaminare e ulteriormente perfezionare.

Le grandi banche o compagnie assicurative utilizzano l'IA generativa per migliorare la sottoscrizione del rischio attraverso l'analisi di grandi insiemi di dati e modelli di consumo, concentrandosi sul rischio dei consumatori e sulle frodi. Le società di intrattenimento possono utilizzare l'IA generativa per comporre musica, scrivere

prime bozze di testi e creare immagini in movimento con dialoghi. In medicina, l'IA può scansionare i risultati dei test, diagnosticare malattie e raccomandare trattamenti. L'IA generativa può anche rilevare le inefficienze, accelerare la scoperta farmacologica (e generare nuove molecole) e migliorare la pianificazione e l'esecuzione delle sperimentazioni cliniche.

Per i singoli consumatori, crediamo che si verificherà un momento di trasformazione quando le applicazioni di IA generativa potranno interagire con gli strumenti degli utenti, come le applicazioni browser, calendario, e-mail, d'ufficio e di intrattenimento. Le applicazioni possono aiutare l'utente a completare attività personali o aziendali: redigere un promemoria, organizzare un foglio di calcolo o creare una presentazione. In ultima analisi, ciò renderà l'utente finale più produttivo, aumentando ulteriormente la domanda di IA generativa e dell'infrastruttura che la rende possibile, completando un circolo virtuoso e facendo ripartire l'ondata.

UNA TRASFORMAZIONE STORICA, UN'OPPORTUNITÀ STORICA

I cambiamenti strutturali a lungo termine nell'economia non avvengono ogni giorno: il nostro obiettivo è essere presenti quando accadono. Seguiamo la trasformazione dell'IA ben da vicino. In questa fase è difficile individuare le società che svilupperanno la prossima generazione di applicazioni di IA generativa per gli utenti finali. Nonostante i molti insuccessi che si verificheranno, confidiamo che le società che utilizzano correttamente l'IA generativa avranno vantaggi straordinari. Appliciamo il nostro approccio agli investimenti growth da oltre cinquant'anni e riteniamo che il nostro impegno verso i fondamentali, le nostre profonde risorse e la nostra esperienza d'investimento attraverso molteplici cicli di trasformazione economica ci rendano in grado di selezionare la prossima generazione di innovatori.

[SCOPRI DI PIÙ SU JENNISON.COM](https://www.jennison.com) →



SCOPRIRE IL VALORE NEL CREDITO CARTOLARIZZATO DI ALTA QUALITÀ

Dopo un anno di compressione degli spread e di extrarendimenti positivi, le prospettive per i prodotti cartolarizzati rimangono poco chiare a causa di varie tendenze trasversali. Gli spread e i rendimenti dei prodotti cartolarizzati di alta qualità sono comunque interessanti rispetto agli strumenti obbligazionari paragonabili e si prevede un anno promettente per gli investitori a lungo termine capaci di analizzare la dispersione del settore per identificarne le ampie opportunità di generazione di alfa.

Le difficoltà del mercato immobiliare commerciale sono state oggetto di forte interesse da parte della stampa, con particolare attenzione agli uffici, per cercare di valutare gli effetti negativi del rapido aumento dei tassi di interesse e della nuova era del lavoro da casa. Le valutazioni in tutto lo spettro dell'immobiliare commerciale sono diminuite, il finanziamento scarseggia e i volumi delle transazioni sono scesi; ma nonostante la probabilità di perdite in questo mercato, le recenti tendenze hanno creato un terreno fertile per nuove opportunità di investimento. La diminuzione delle valutazioni ha reso interessanti i CMBS di alta qualità, in particolare quelli con una prospettiva a lungo termine.

L'aumento dei tassi d'interesse ha prodotto un impatto a cascata sul mercato dell'immobiliare commerciale. Con i rialzi dei tassi, i proprietari di immobili indebitati a tasso variabile devono fare fronte a un aumento dei costi di finanziamento e alcuni mutuatari

scopriranno che le loro proprietà non genereranno un flusso di cassa sufficiente a coprire i costi di finanziamento. I prezzi d'acquisto per i nuovi investimenti di capitale devono quindi essere rivisti al ribasso affinché i proprietari raggiungano i rendimenti target. I mutuatari a tasso fisso potrebbero essere posizionati meglio, ma le valutazioni più basse e l'indebolimento dei fondamentali pongono comunque delle sfide di rifinanziamento.

Questa prospettiva incerta può giustificare un'allocazione ai CMBS di alta qualità, in particolare alle tranche senior che possono offrire rendimenti corretti per il rischio relativamente interessanti e una solida protezione strutturale del credito. È importante notare anche che il settore degli uffici, che senza dubbio ha affrontato un'intensa pressione per la transizione al lavoro a distanza, è solo uno della componenti dell'universo dell'immobiliare commerciale. I prestiti per gli uffici rappresentano circa il 16% del debito ipotecario totale in circolazione dell'immobiliare commerciale (CRE).¹

La tensione nel settore degli uffici ha messo sotto pressione anche le aree più difensive della struttura del capitale dei CMBS, aumentando così la proposta di valore per gli investitori obbligazionari.

I titoli conduit AAA, i cui spread si sono ampliati più di quelli dell'indice IG Corporate per la prima volta dalla crisi finanziaria globale, stanno iniziando a offrire valore. Questi titoli conduit

1. Mortgage Bankers Association, dati aggiornati al 2T 2023. <https://www.mba.org/news-and-research/newsroom/blog-post/2023-q2-databook>

diversificati di alta qualità sono destinati a beneficiare delle tensioni del credito nel pool sottostante di prestiti del CRE. Anche in uno scenario di insolvenza, gli investitori possono ottenere un rialzo dei prezzi a causa dei tassi elevati, dato che queste obbligazioni vengono scambiate alla pari.

Benché i prestiti conduit siano generalmente più deboli di quelli dei finanziatori tradizionali, questi titoli sono strutturalmente isolati dal rischio di credito e di estensione grazie al loro significativo miglioramento del credito e alla loro priorità di pagamento stabilita nelle clausole previste dall'operazione.

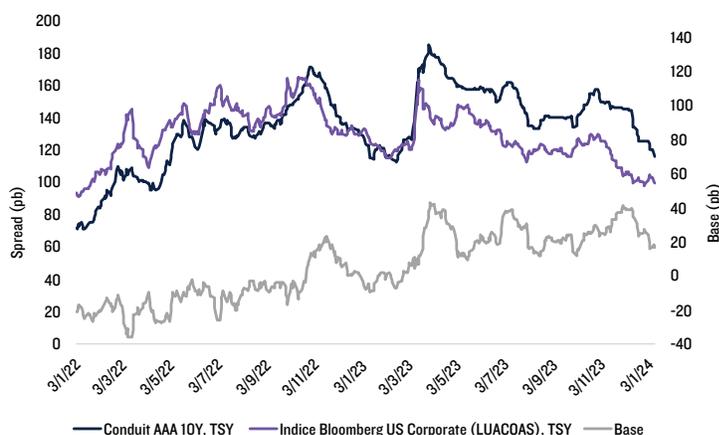
Inoltre, gli investitori in grado di eseguire una rigorosa sottoscrizione bottom-up possono trovare opportunità più a valle nella struttura del capitale. Una significativa revisione dei prezzi ha creato valore all'interno di determinati titoli con un singolo attivo e un singolo debitore (single asset, single borrower, SASB), che consentono agli investitori di puntare su settori e attività specifici. Gli investitori possono cogliere questo valore attraverso l'esposizione selettiva a tranche mezzanine e subordinate di immobili di prestigio che sono stati valutati nell'ipotesi di scenari peggiori.

Il contesto attuale presenta una serie di sfide per il mercato del CRE. Gli effetti dei tassi più elevati e delle condizioni di credito più restrittive sono destinati a manifestarsi lentamente data la natura dei canoni pluriennali nei settori degli uffici, della vendita al dettaglio e industriale. Nei settori industriale e multifamiliare, i prestiti emessi con le valutazioni ai massimi probabilmente saranno rifinanziati con difficoltà e le tranche mezzanine potrebbero rischiare perdite di capitale in caso di ulteriore erosione dei prezzi. La volatilità dei prezzi, le procedure di ristrutturazione per le situazioni di sofferenza e la negatività del mercato potrebbero continuare a condizionare il mercato del CRE, mentre i mutuatari si avvicinano velocemente alle scadenze.

Sebbene questo scenario abbia lasciato il segno sull'immobiliare commerciale, stanno emergendo occasioni in tutta la struttura del capitale CMBS e anche nel settore degli uffici, dove si stanno sviluppando aree di valore all'interno di proprietà e mercati selezionati che si prevede sopravviveranno all'attuale ciclo. Al contempo, i fondamentali nei settori industriale e multifamiliare sono generalmente solidi, le banche saranno incentivate a prorogare e modificare i prestiti in sofferenza e le politiche di onshoring e la spesa industriale possono contribuire a compensare un potenziale rallentamento delle nuove costruzioni.

In un contesto di indebolimento dei fondamentali creditizi, i fattori negativi nel mercato delle CLO probabilmente rimarranno, ma la bassa offerta e la forte domanda di nuove emissioni forniscono supporto tecnico per i prestiti sottostanti. Gli investitori possono anche aspettarsi un aumento dei titoli con rating CCC, poiché un contesto di tassi più alti più a lungo pesa sui mutuatari a tasso variabile. Anche se le tranche mezzanine del CLO si sono ampliate, devono ancora tenere conto delle potenziali perdite di prestiti. Il punto d'ingresso migliore deve ancora arrivare. Nel frattempo, le CLO con rating AAA e AA negli Stati Uniti e in Europa si distinguono come investimenti interessanti.

Punti base di Conduit AAA vs IG Corporates



Fonte: PGIM Fixed Income, indici JPM, indice Bloomberg al 10 gennaio 2024.

Un approccio tattico si rivelerà utile anche quando si analizza il mercato dei titoli garantiti da attività (asset-backed securities), dove hanno avuto luogo due situazioni molto diverse. La performance creditizia nelle cartolarizzazioni dei prestiti auto e del mercato sub-prime è peggiorata a causa dell'aumento dei costi di affitto, cibo e gas, che ha pesato sui consumatori nella fascia inferiore dello spettro del reddito. Allo stesso tempo, il credito ipotecario e la performance dei prestiti auto di prima qualità sono rimasti solidi, sostenuti dall'aumento dei prezzi delle case e dalla tenuta dei mercati azionari, che hanno favorito le fasce di reddito più alte. L'inasprimento delle normative bancarie può dare luogo a nuove opportunità di ABS sotto forma di vendite di attività o transazioni sul patrimonio di vigilanza relative a un significativo trasferimento di rischio.

Nel settore immobiliare, i solidi fondamentali dell'edilizia residenziale sono alla base degli investimenti nel credito ipotecario. I prezzi delle abitazioni si sono stabilizzati dopo aver inizialmente subito le pressioni derivanti dall'aumento dei tassi dei mutui. Anche se prezzi e tassi più alti probabilmente comprometteranno l'accessibilità e ridurranno la domanda, il mercato immobiliare residenziale rimane sotto pressione, con un'offerta inferiore alla media. I prezzi delle abitazioni sono quindi destinati a rimanere racchiusi in un certo intervallo. In un contesto caratterizzato da moderate variazioni nei prezzi delle abitazioni e da solide pratiche di sottoscrizione nell'ultimo decennio, gli investitori troveranno una prospettiva positiva per gli strumenti di credito ipotecario.

Adottando una visione olistica del mercato del credito cartolarizzato, gli investitori pazienti con una prospettiva a lungo termine potranno cogliere le opportunità man mano che emergeranno.

PER SAPERNE DI PIÙ, VISITA [PGIM.COM/FIXED-INCOME](https://www.pgim.com/fixed-income) →



PERCHÉ UNA GESTIONE QUANTITATIVA PER IL FUTURO

Da quando sono stati lanciati i primi fondi azionari quantitativi, più di 30 anni fa, la scomparsa dell'investimento sistematico è stata preannunciata molte volte. Più di recente i gestori quantitativi hanno dovuto affrontare "l'Inverno dei Quantitativi" ("Quant Winter"), iniziato nel 2018 e durato quasi tre anni. Molti pensavano che questo prolungato periodo di sottoperformance delle strategie sistematiche segnasse la fine del mondo dell'investimento quantitativo. Tuttavia, le strategie azionarie quantitative non sono solo vive e vegete, ma sono anche ottimamente posizionate per affrontare le sempre mutevoli preoccupazioni degli investitori odierni.

Nonostante l'importanza delle opportunità d'investimento che derivano dalla capacità degli analisti quantitativi di elaborare i dati in modo efficiente, ciò che distingue questi investimenti è la precisione con cui i gestori quantitativi applicano i dati per costruire i portafogli e gestire il rischio. L'esperienza nella costruzione di portafogli consente ai gestori quantitativi di costruire portafogli diversificati che mirano a mantenere promesse di alfa evitando al contempo rischi non compensati. Questa precisione può servire ai clienti in diverse modalità, dall'aggiunta di alfa costante nei mercati illiquidi più inefficienti, al ruolo di posizione core prevedibile che offre una solida esposizione beta con la capacità di aggiungere valore nella maggior parte delle situazioni di mercato. Sebbene il potenziale di rialzo possa essere più modesto rispetto a quello dei gestori attivi concentrati, l'applicazione coerente di questa strategia

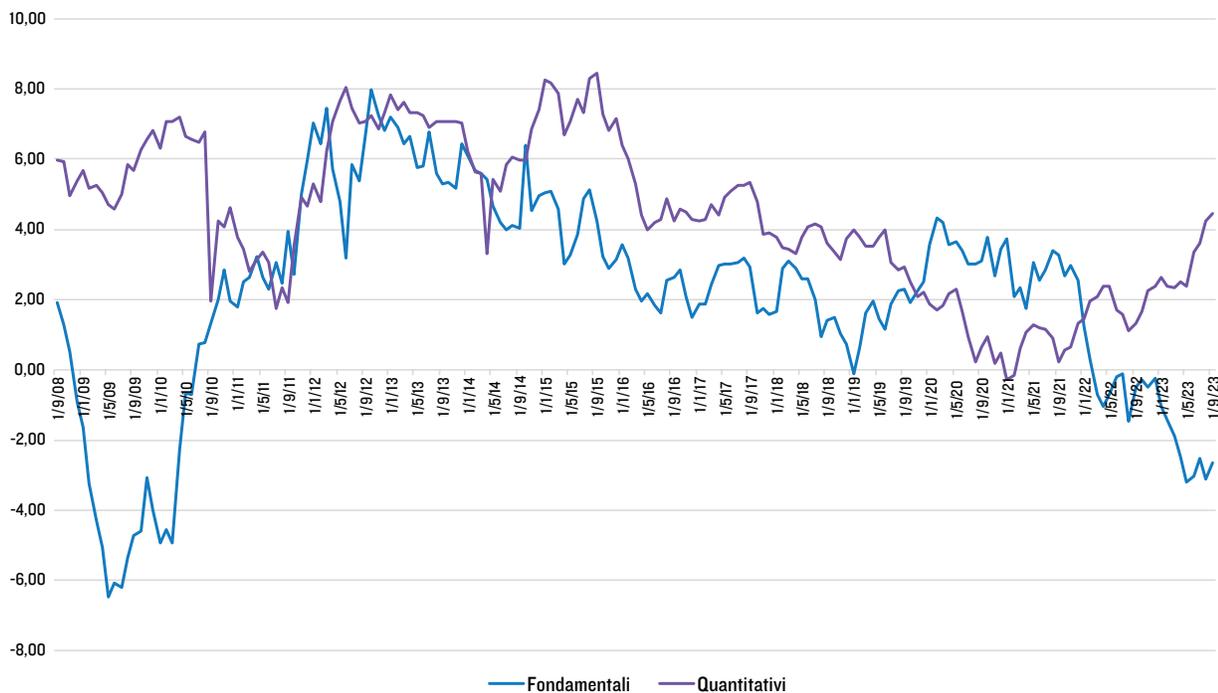
d'investimento consente ai gestori quantitativi di evitare il rischio di orientamento a uno stile particolare e il loro approccio flessibile alla costruzione del portafoglio ne facilita la personalizzazione per le esigenze degli investitori istituzionali moderni, compreso l'adattamento volto all'efficienza fiscale.

DISCIPLINA, DATI, DIVERSIFICAZIONE

Quando il concetto di polarizzazione d'investimento ha cominciato ad affermarsi negli anni '70 e '80, molti investitori hanno iniziato a studiare come evitare che alcuni pregiudizi come l'eccessiva fiducia, l'avversione alle perdite e il bias di conferma possano influenzare decisioni d'investimento ragionate. Gli investitori quantitativi hanno risposto costruendo modelli semplici che sfruttano questi pregiudizi e li hanno applicati in modo imparziale attraverso le bolle e i ribassi del mercato. Con il lancio dei primi fondi azionari quantitativi, semplici misure di valutazione, qualità, momentum e tendenze degli utili hanno fornito un alfa costante. Il concetto di "rendimenti corretti per il rischio" non era ancora apprezzato e gli investitori erano attratti da portafogli concentrati e ad alta convinzione, in cui i gestori potevano raccontare storie convincenti su ciascun titolo detenuto. Al contrario, l'ascolto di un esperto quantitativo che si dilungava nel cogliere le inefficienze del mercato rischiava di far addormentare gli investitori.

Oggi, questi modelli semplici si sono evoluti fino a incorporare le grandi quantità di dati ora disponibili, abbinati a nuove tecniche

Gestione quantitativa e fondamentale, extrarendimento a 3 anni mediano nei mercati emergenti a bassa capitalizzazione



Fonte: eVestment

di analisi come l'elaborazione del linguaggio naturale (NLP) e l'apprendimento automatico. In questo mondo ricco di dati e basato sulla tecnologia, i gestori quantitativi possono realizzare in modo più efficace le loro strategie tradizionali, spingendosi al contempo a offrire soluzioni più personalizzate per soddisfare le diverse preferenze dei clienti. Di seguito sono riportati tre modi in cui i gestori quantitativi possono produrre risultati per gli investitori.

Decifrare il codice dei mercati inefficienti

I mercati più inefficienti al mondo hanno un grande potenziale di alfa e spesso devono affrontare maggiori sfide di investimento. Ad esempio, l'illiquidità è sia un rischio che un costo che gli investitori devono affrontare quando scelgono aree come i mercati emergenti, le small cap o le micro cap. Quando si affrontano problemi di liquidità, la capacità di un gestore quantitativo di misurare il potenziale alfa e modellare i costi di negoziazione per produrre aspettative di "alfa netto" è fondamentale. Un portafoglio con molte piccole posizioni è più facile ed economico da negoziare rispetto a una strategia più concentrata con blocchi di acquisti e vendite di maggiori dimensioni sul mercato. Pertanto, una strategia sistematica sui mercati emergenti a piccola capitalizzazione ha in genere un margine di capacità maggiore rispetto alle sue controparti più concentrate.

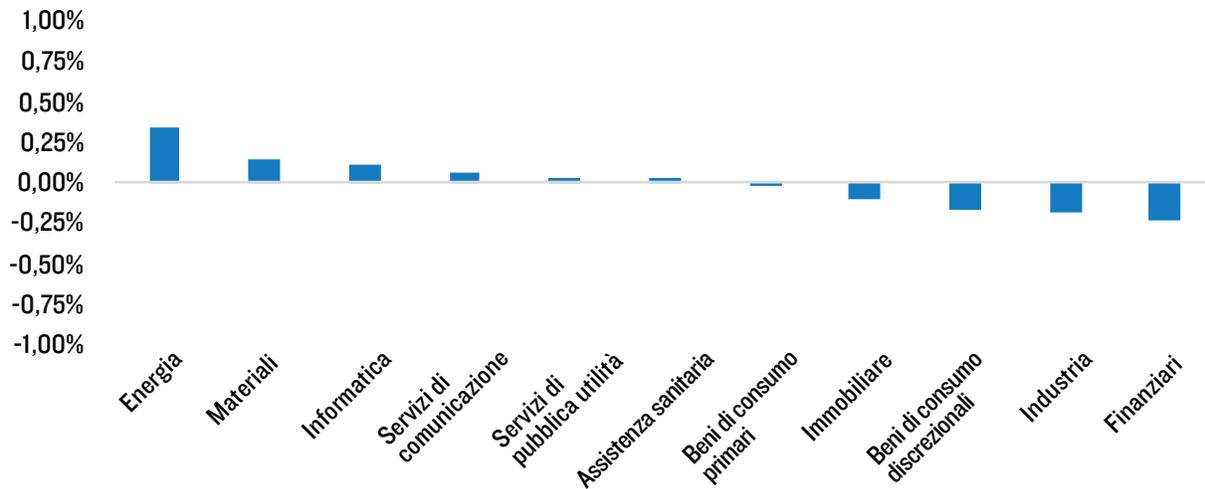
Ma i mercati inefficienti includono anche una grande quantità di dati: decine di migliaia di società moltiplicate per i loro dati sottostanti, spesso disordinati, incoerenti o mancanti. Ciò pone la sfida di verificare l'affidabilità e la pertinenza dei dati e di determinare se la società o l'opportunità mostra un potenziale d'investimento. È importante sottolineare che né i dati eccessivi, né quelli "sporchi" rappresentano un problema per i gestori

quantitativi, che vantano una lunga storia di utilizzo degli strumenti necessari per elaborare i dati di questi mercati opachi. Di conseguenza, i gestori quantitativi possono apportare indicazioni preziose a questi mercati meno efficienti, che consentono di costruire portafogli diversificati con rapporti rischio/rendimento più mirati. Come mostrato nel grafico qui sopra, la gestione quantitativa ha fornito un alfa più costante rispetto alla gestione fondamentale nel periodo 9/2008-9/2023.

Il cambiamento da uno stile all'altro, sia intenzionale che involontario, è spesso un problema affrontato dagli investitori, che possono inseguire le tendenze o lasciare il portafoglio alla deriva. La divergenza dalle linee guida del portafoglio può non solo influire sul profilo rischio/rendimento di un cliente, ma può anche portare a spiacevoli sorprese quando il mercato inevitabilmente prende un'altra direzione. Un processo sistematico mantiene costantemente il portafoglio fedele al suo stile. Le strategie tradizionali possono assumere anche posizioni più ampie a livello di Paese/settore. Queste scommesse possono anche generare alfa, ma certamente generano un rischio maggiore. D'altro canto, le strategie quantitative mantengono generalmente limiti di portafoglio più rigorosi e pertanto ricavano il loro alfa dalla selezione dei titoli e non dalle scommesse a livello di Paese o settore.

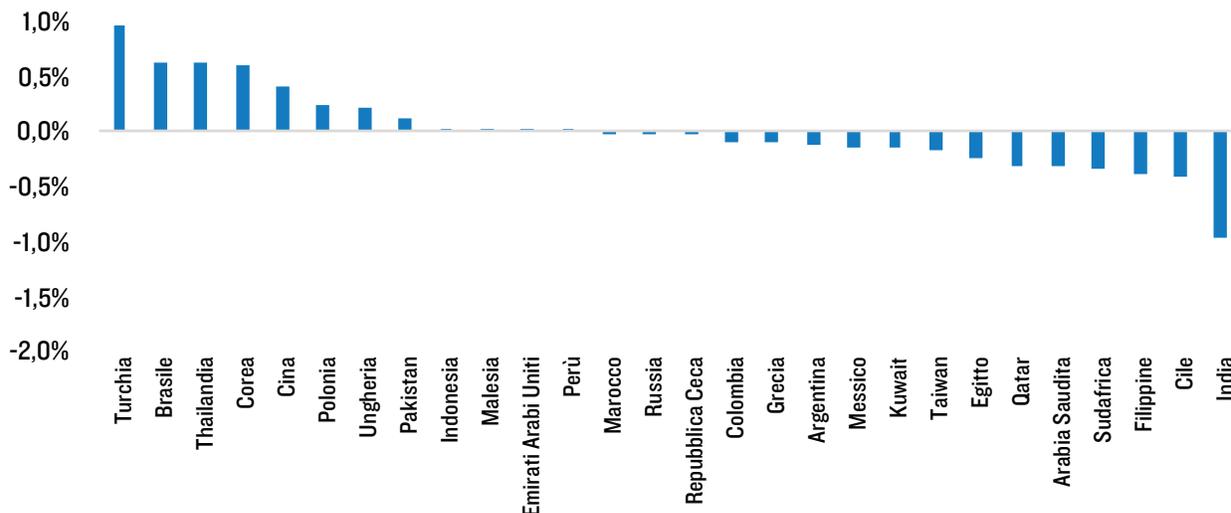
La capacità di aggiungere valore senza scommettere pesantemente su Paesi/settori è un vantaggio in un mondo in cui i rischi geopolitici e macroeconomici sono sempre presenti. Con una prospettiva completa di un mercato inefficiente, un gestore quantitativo può sfruttare le opportunità di alfa in modo economicamente vantaggioso, limitando anche il rischio di concentrazione.

Posizione attiva media per settore



Fonte: PGIM Quant, Factset, MSCI

Posizione attiva media per Paese



Fonte: PGIM Quant, Factset, MSCI

Fornire l'affidabilità necessaria per i portafogli core

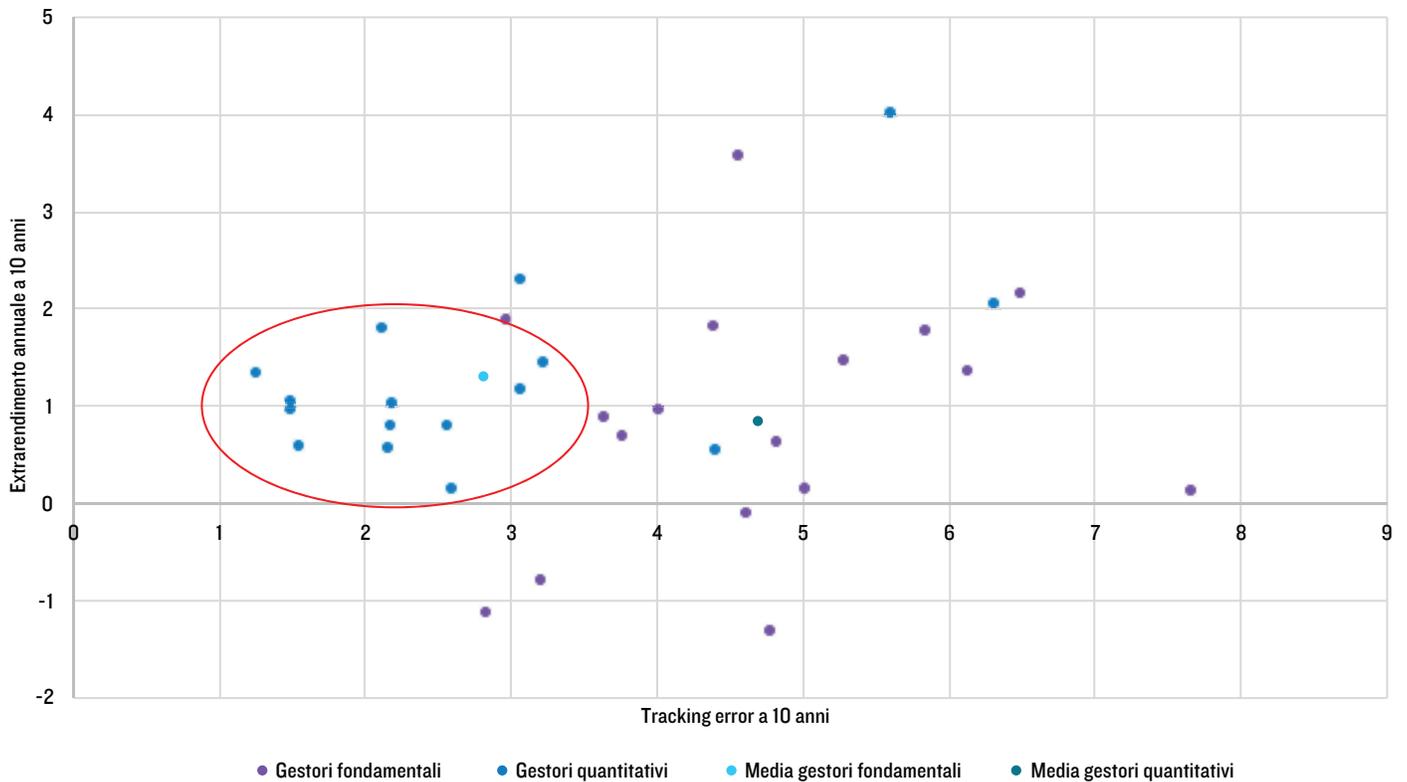
Sebbene i costi di transazione rappresentino un ostacolo minore nei mercati sviluppati, un processo di investimento sistematico e ripetibile, che può portare a risultati costanti in mercati più efficienti, comporta a sua volta vantaggi fondamentali. Gli investitori sono sottoposti a un'enorme pressione sia per adempiere ai propri doveri fiduciari che per generare rendimenti solidi in linea con la politica d'investimento dichiarata; quindi, devono bilanciare la loro ambizione di alfa con il rischio di ribasso, limitando al contempo i costi. Poiché le strategie quantitative si concentrano sull'offerta di un'interessante alfa corretto per il rischio con commissioni più basse, un aspetto molto interessante nei mercati azionari quotati, possono rappresentare una soluzione a questo problema. Assegnando budget di rischio e commissioni più elevati ad aree che hanno maggiori probabilità di essere remunerate, come il private equity o il private credit, gli investitori possono concentrare i propri segmenti azionari quotati su strategie quantitative altamente efficienti che possono fornire una soluzione diversificata,

personalizzabile, a basso costo e senza orientamenti di stile. Il grafico sottostante mostra che il rischio aggiuntivo superiore al 2-3% di tracking error, livello al quale si collocano in genere i gestori quantitativi nei mercati emergenti, non ha dato i suoi frutti negli ultimi 10 anni.

Creare di esposizioni personalizzate che soddisfano gli obiettivi di rischio/rendimento

Le esigenze degli investitori sono diventate più articolate ed è cresciuta la necessità di soluzioni attive agili, personalizzate e diversificate. I fondi di dotazione universitari, ad esempio, stanno ricevendo richieste di disinvestimento dai combustibili fossili da parte delle associazioni di governo studentesche. I family office devono bilanciare la diversificazione del portafoglio con l'impatto fiscale per gestire le plusvalenze. Gli istituti di tutti i tipi stanno cercando di gestire l'impatto attuale e potenziale degli eventi macro globali che si succedono uno dopo l'altro.

I gestori quantitativi si trovano in una posizione privilegiata: un maggior rischio non comporta necessariamente un maggior rendimento



Fonte: eVestment

Consideriamo ad esempio la Cina. [Esistono diverse opzioni su come effettuare un investimento nella seconda economia più grande del mondo.](#) Gli investitori continuano a investire nei mercati emergenti standard per acquisire esposizione alla Cina? Investono in una strategia interamente cinese? Eliminano del tutto l'allocazione alla Cina? Un gestore sistematico può costruire portafogli di completamento attorno a una strategia cinese già esistente, consentire pesi personalizzati per Paese o eliminare del tutto l'esposizione alla Cina, senza perdere il potenziale di alfa nella sua allocazione ai mercati emergenti.

Ancora una volta, si può beneficiare dei vantaggi di un gestore quantitativo nell'analisi dei dati. Con una visione così ampia dell'universo, i gestori quantitativi sono in grado di collaborare con gli investitori per costruire portafogli personalizzati che risolvono un'ampia gamma di problematiche senza sacrificare l'alfa o senza compromettere gli obiettivi di tracking error.

MANTENERE LA CALMA E ANDARE AVANTI

I periodi di sottoperformance sono spesso utilizzati dai critici per prevedere l'imminente abbandono di uno stile, ma in realtà tutte le strategie attive registrano difficoltà in determinate fasi di un ciclo di mercato. Gli investitori dovrebbero guardare al futuro; il panorama degli investimenti è diventato esponenzialmente più ricco di informazioni e gli strumenti quantitativi si sono evoluti per interpretare e utilizzare in modo efficiente questi nuovi dati puntuali. Questo contesto è favorevole affinché le strategie quantitative non solo continuino a produrre risultati d'investimento positivi a lungo termine, ma forniscano anche soluzioni più mirate per risolvere i problemi degli investitori.

[SCOPRI DI PIÙ SU PGIM.COM/QUANTITATIVE-SOLUTIONS](https://www.pgim.com/quantitative-solutions) →

UN ANNO DI SORPRESE MACROECONOMICHE E COSA POTREBBE ASPETTARCI

Dopo il 2022, un anno “esplosivo” per molte strategie basate su trend e macro, il 2023 è stato decisamente diverso, con una performance generalmente bassa, non solo rispetto al 2022 ma anche rispetto al track-record storico a lungo termine. Le previsioni degli economisti alla fine del 2022 annunciavano un 2023 poco incoraggiante. Le previsioni di consenso di Bloomberg indicavano una crescita del PIL reale degli Stati Uniti di appena lo 0,3%, con un’inflazione al 3,6%. Non sorprende, quindi, che l’aspettativa di consenso prevedesse un 65% di probabilità di recessione per il 2023, il dato più alto mai registrato da quando Bloomberg ha iniziato i suoi sondaggi nel 2008, ad eccezione dei pochi episodi in cui l’economia è stata effettivamente in recessione.

Per avere un’idea più precisa di quanto siano rare previsioni così cupe, esaminiamo l’“Indice dell’ansia” della Federal Reserve Bank di Philadelphia, che mostra come negli ultimi 55 anni in pochissime occasioni gli economisti siano stati così preoccupati per una recessione come alla fine del 2022. E si sono sbagliati pochissime volte. Storicamente, quando l’Indice dell’ansia è superiore a 45, l’economia generalmente entra in recessione. Ma non questa volta: la previsione di consenso di oggi è di

una crescita del PIL reale del 2,4% per il 2023, ossia otto volte superiore alle previsioni di un anno fa.

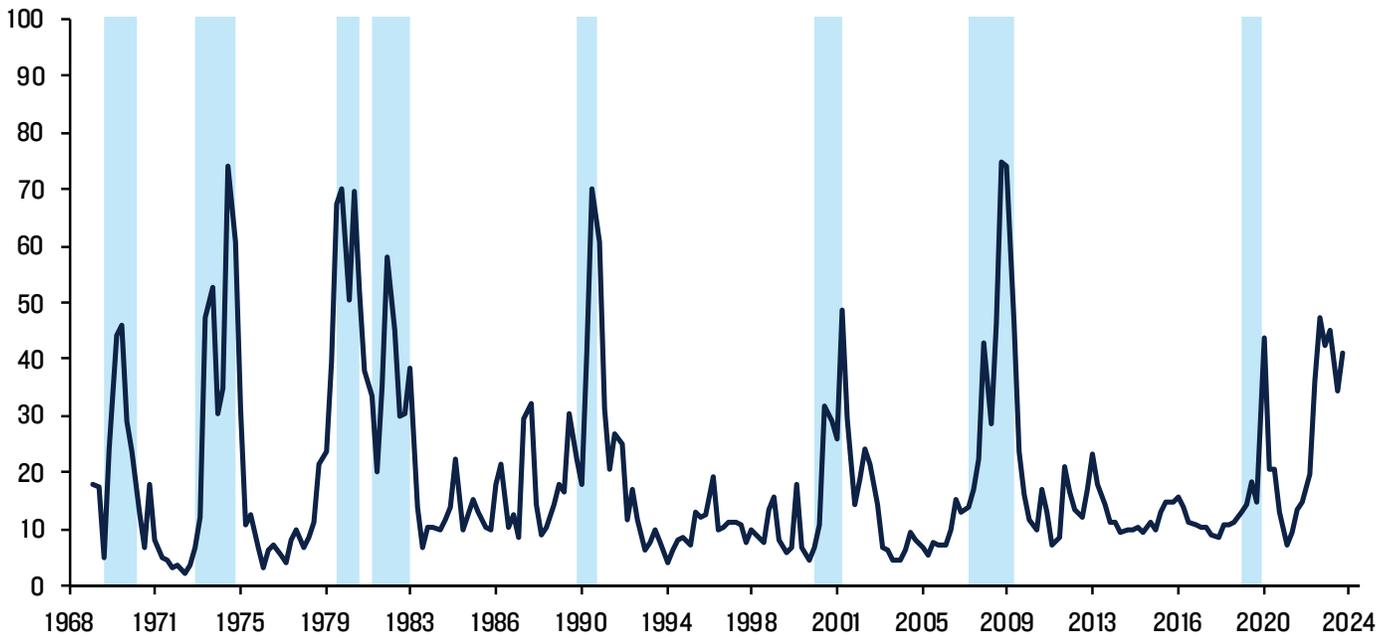
PERCHÉ GLI ECONOMISTI HANNO PREVISTO UNA RECESSIONE E PERCHÉ SI SONO SBAGLIATI?

Uno dei modelli di previsione della recessione più comunemente utilizzati si basa sulla pendenza della curva dei rendimenti.¹ In particolare, quando la pendenza della differenza tra i rendimenti dei Treasury USA a 10 anni e i Treasury Bill a 3 mesi diventa negativa, (quindi quando i tassi di interesse a breve termine sono alti e i tassi a lungo termine sono bassi, o con qualsiasi combinazione di questi due casi) di solito si verifica una recessione. Quando il modello ha valutato che la probabilità del verificarsi di una recessione nei 12 mesi successivi era superiore a circa il 25%, in genere la recessione si è materializzata. Il 2023 è stato l’unico caso in cui la probabilità prevista non solo era vicina al punto critico, ma lo aveva addirittura ampiamente superato. Chiaramente, questo modello ha compiuto un grave errore.

¹ Uno dei primi studi a notare questa regolarità ha utilizzato i dati dalla fine della Seconda Guerra Mondiale agli anni '60, cioè prima di quelli utilizzati dalla ricerca della Fed di New York, riassunti qui di seguito; si tratta del libro “The Cyclical Behavior of the Term Structure of Interest Rates”, di Kessel, R., NBER, gennaio 1965.

Figura 1: l'Indice dell'ansia negli Stati Uniti*

Probabilità di un calo del PIL reale con un trimestre in anticipo

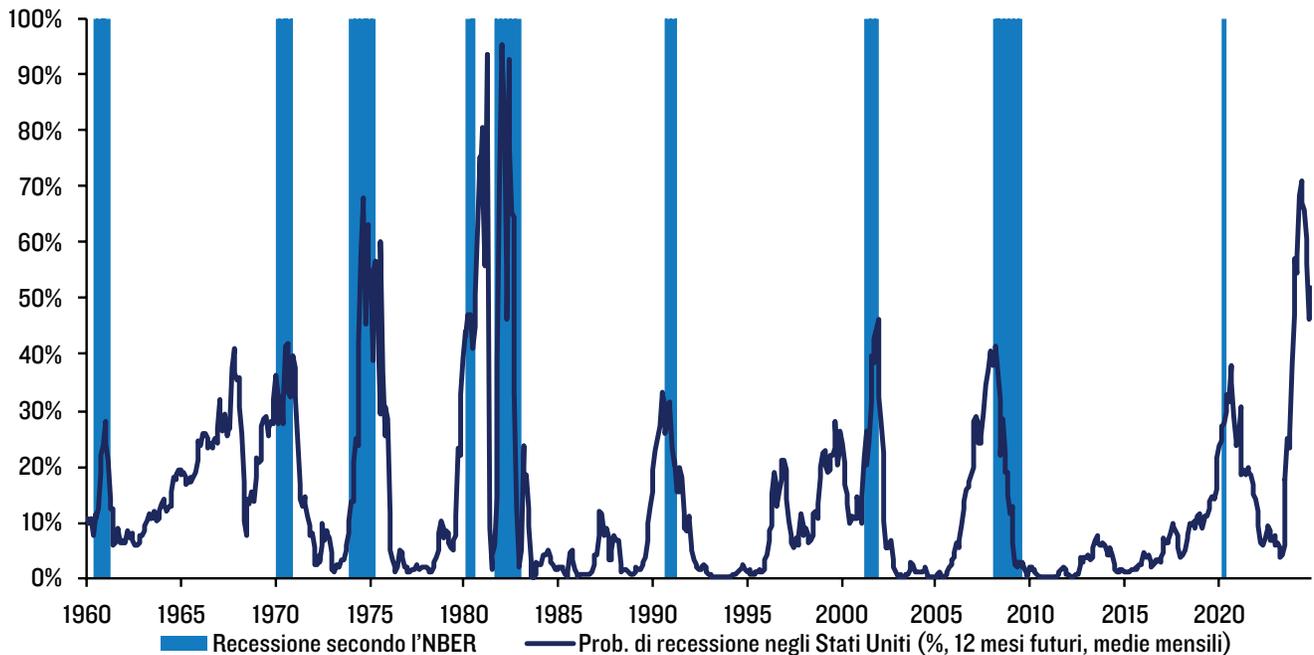


Fonte: Federal Reserve Bank di Philadelphia, al 13 novembre 2023.

* L'Indice dell'Ansia si basa sul sondaggio degli esperti di previsioni condotto dalla Federal Reserve Bank di Philadelphia, che mostra le aspettative degli intervistati in merito al calo del PIL reale che si verificherà nel trimestre successivo. Il grafico riguarda il periodo dal primo trimestre del 1969 al quarto trimestre del 2023. Le recessioni secondo il NBER sono rappresentate dalle barre blu.

Figura 2: probabilità di recessione negli Stati Uniti come previsto dallo spread dei Treasury*

Probabilità di recessione nei 12 mesi successivi

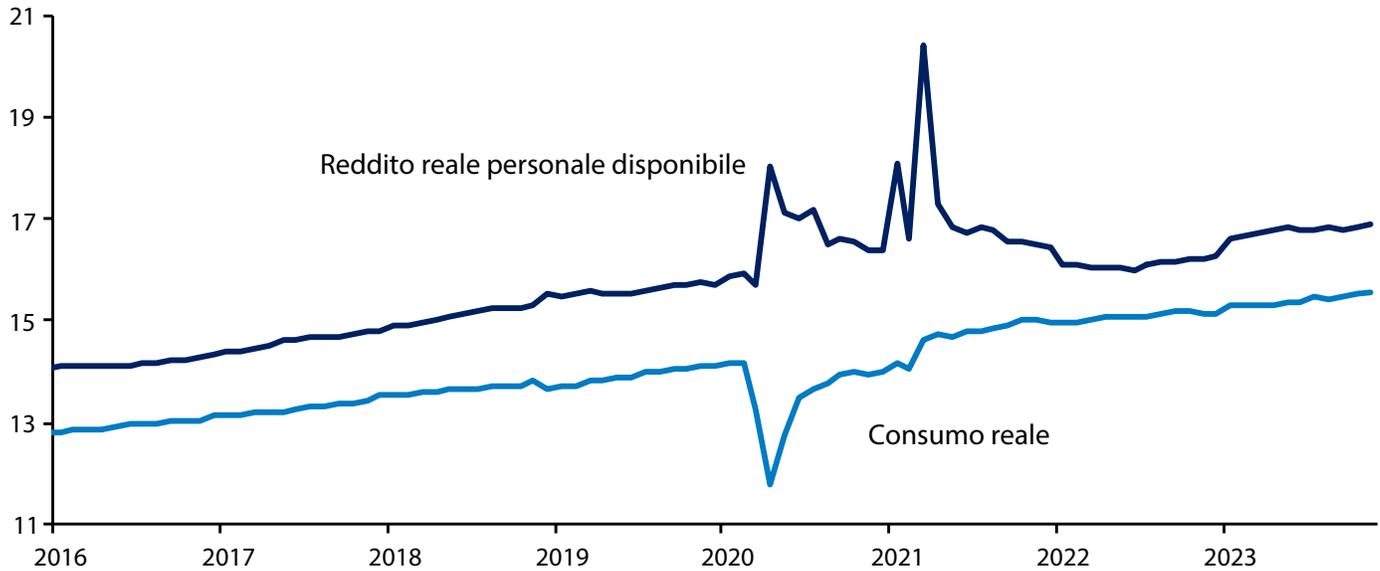


Fonte: Federal Reserve di New York, al 30 novembre 2023.

* Le barre blu rappresentano le recessioni effettive in base all'analisi del NBER. I parametri del modello sono stati stimati utilizzando i dati da gennaio 1959 a dicembre 2009 dai ricercatori della Fed di New York. Le probabilità di recessione sono state previste utilizzando i dati fino a novembre 2023. Per ulteriori dettagli, visitare il sito https://www.newyorkfed.org/research/capital_markets/ycfaq/

Figura 3: reddito reale personale disponibile e consumo personale reale negli Stati Uniti

Migliaia di miliardi di dollari del 2012, annualizzati



Fonte: Bureau of Economic Analysis. I dati riguardano il periodo da gennaio 2016 a novembre 2023.

Occorre ricordare che i consumi personali rappresentano circa i due terzi del PIL totale, per cui il consumatore è fondamentale per l'economia statunitense. I generosi sussidi che hanno incrementato i redditi, uniti al brusco calo dei consumi durante le chiusure nella pandemia, hanno permesso alle famiglie di accumulare un sostanziale "eccesso di risparmio" che ha aiutato la spesa dei consumatori a resistere più del solito di fronte al calo del Reddito Personale Disponibile Reale (Real Personal Disposable Income, RPDI), dovuto agli aumenti salariali minori dell'inflazione e al rallentamento della crescita dei posti di lavoro. Sebbene il 2022 abbia registrato un vero e proprio calo del livello di reddito reale al netto delle imposte, la crescita del reddito è tornata in sella nel 2023 e ha iniziato a risalire, anche se il livello di reddito odierno è ancora inferiore a quello che ci si sarebbe aspettati se fosse continuata la tendenza pre-pandemia (Figura 3).

Più sorprendentemente, la crescita dei consumi ha continuato ad aumentare al tasso di crescita tendenziale pre-pandemia, con il volume di crescita della spesa al consumo per il 2023 che ora è destinato a registrare un ottimo 2,2%, mentre le previsioni dell'anno scorso indicavano una modesta espansione di appena lo 0,9%.

A cosa si deve questa forza dei consumatori? Le prime stime dell'"eccesso di risparmio" si sono rivelate troppo basse: le stime preliminari del Reddito Interno Lordo sono state riviste al rialzo,

così come il tasso di risparmio, che in sostanza è un residuo del reddito.² Inoltre, la politica fiscale più espansiva del previsto, che ha permesso alla parte "Disponibile" dell'RPDI di andare meglio del previsto, ha rafforzato la spesa al consumo. Alla fine del 2022, ad esempio, il FMI indicava che il deficit di bilancio "strutturale" del 2023 si sarebbe ampliato dell'1,3% del PIL. Un anno dopo, questa stima è stata rivista di un intero punto percentuale: il 2,3%.³ Considerati i normali moltiplicatori fiscali, questo fattore è probabilmente responsabile di oltre la metà della sottostima della crescita del PIL del 2023 da parte degli economisti.

COSA FARE QUANDO IL MODELLO NON FUNZIONA?

Quando i modelli economici lungamente collaudati non funzionano più, su cosa possono basarsi economisti e gestori patrimoniali?

Utilizzare informazioni diverse: implementare modelli alternativi che incorporino altre definizioni della pendenza della curva dei rendimenti, utilizzando scadenze diverse. Ad esempio, la Fed ha utilizzato una versione di "spread forward a breve termine" del modello di pendenza della curva dei rendimenti,⁴ anziché i modelli più comunemente utilizzati, che si basano sulla differenza tra le scadenze a 10 anni e 2 anni o tra le scadenze a 10 anni e 3 mesi.⁵ Tuttavia, anche questo modello è sceso in territorio negativo verso la fine del 2022 e da allora è rimasto così. Anche questo modello, quindi, ha generato quello che sembra essere un errore sistemico.

2 Un esempio: la BEA ha rivisto al rialzo le sue stime per il GDI del secondo trimestre quando gli economisti sono stati costretti ad ammettere che "c'è un maggior eccesso di risparmio effettivamente a disposizione dei consumatori". Per ulteriori dettagli, vedere "US: 2Q real GDP unrevised at 2,1% saar + annual revisions", di Silver, D., nota di J.P. Morgan Economic Research, 28 settembre 2023, da cui è stata estratta la citazione.

3 Le due cifre qui citate provengono dalle edizioni di ottobre 2022 e ottobre 2023 della pubblicazione World Economic Outlook del FMI.

4 Per vedere lo spread forward a breve termine, visitare il sito <https://www.neartermforwardsread.com/>

5 Per maggiori dettagli, vedere "(Don't Fear) The Yield Curve", Reprise, di Engstrom, E., e Sharpe, S., FEDS Notes, 25 marzo 2022, e i relativi riferimenti.

Considerare le non linearità: un modello di previsione della recessione presuppone naturalmente che prevedere una maggiore probabilità di recessione sarebbe una cattiva notizia per i mercati azionari. Nella pratica, è importante comprendere che questa relazione è più complessa. Un recente articolo di PGIM Institutional Advisory & Solutions⁶ ha dimostrato che sono importanti sia il livello previsto che il cambiamento previsto nella probabilità di recessione, due fattori che interagiscono producendo una relazione molto più complessa.

Incorporare modelli diversi: prendere in considerazione un modello alternativo, come l'utilizzo dei dati del mercato del lavoro, per prevedere la recessione. Ad esempio, la regola di Sahm,⁷ che confronta il tasso di disoccupazione medio attuale con la media trimestrale più bassa dell'anno precedente, anziché utilizzare i dati più recenti da soli. La regola mostra che quasi ogni volta che la disoccupazione ha superato una certa soglia, si è verificata una recessione.

Pertanto, quando un modello non funziona più, è fondamentale diversificare la tipologia di modelli utilizzati, adottando un altro modello o confrontandone diversi insieme all'originale.

COSA SI PROFILA ALL'ORIZZONTE?

Mentre le previsioni per il 2023 erano scoraggianti, la prospettiva per il 2024 è cautamente ottimista. Il riepilogo delle proiezioni economiche (Summary of Economic Projections, SEP) più recente della Fed ha assunto un'ottica leggermente più positiva delle prospettive

per il 2024 rispetto alle previsioni precedenti, proiettando una crescita economica moderata e non una recessione. Tuttavia, con la previsione di un aumento della disoccupazione superiore al 4% quest'anno (il tipo di aumento che storicamente ha accompagnato le recessioni), i timori di una recessione economica persistono.

Diversi modelli confermano questa visione contrastante; ad esempio, i modelli di pendenza della curva dei rendimenti rimangono invertiti, ma occorre sempre chiedersi se il 2023 sia stato effettivamente un'anomalia e se questa volta il modello funzionerà correttamente. D'altra parte, alcuni modelli basati sul mercato del lavoro, come la regola di Sahm, sono più ottimisti e suggeriscono che il mercato del lavoro è finalmente in equilibrio e che quindi proteggerà dalla recessione. In qualità di investitori, osserveremo ogni indicatore economico molto attentamente, ma solo il tempo dirà quale previsione sarà a prevalere.

Pur essendo ancora delusi dai cali del 2023, vale la pena notare che l'attuale congiuntura economica, con le aspettative di una crescita moderata e di un'ulteriore disinflazione, dovrebbe essere favorevole agli asset più rischiosi, nonostante le previsioni disomogenee per il 2024. Le strategie alternative liquide, a nostro avviso, hanno generalmente rappresentato un solido investimento strategico in qualsiasi mercato; inoltre, nelle condizioni attuali, crediamo che le strategie macro riprenderanno a produrre i buoni risultati per i quali sono state concepite e continueranno a offrire agli investitori un flusso diversificato di significativi rendimenti corretti per il rischio.

[SCOPRI DI PIÙ SU PGIMWADHWANI.COM](https://www.pgimwadhvani.com) →

⁶ Vedere "Che cosa aspettarsi quando si prevede una recessione", di Weisberger, N., e Xu, X., nota di ricerca di PGIM Institutional Advisory & Solutions, giugno 2023.

⁷ Brookings, https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/05/ES_THP_Sahm_web_20190506.pdf

Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite da PGIM Wadhvani LLP, con sede legale in: 9th Floor, Orion House, 5 Upper St. Martin's Lane, Londra WC2H 9EA. PGIM Wadhvani LLP è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority ("FCA") del Regno Unito (Numero di riferimento della società 219900) ed è un consulente di investimento registrato presso la SEC negli Stati Uniti. La registrazione presso la SEC non implica un certo livello di abilità o formazione. In qualità di consulente finanziario estero registrato, PGIM Wadhvani deve rispettare tutte le disposizioni dell'Advisers Act del 1940, e successive modifiche, solo per quanto riguarda i clienti che sono persone statunitensi. PGIM Wadhvani LLP è una consociata indiretta interamente controllata da PGIM, Inc. ("PGIM"), la principale attività di gestione patrimoniale di Prudential Financial, Inc. ("PFI"), una società costituita e con sede principale negli Stati Uniti. PFI degli Stati Uniti non è affiliata in alcun modo a Prudential plc, costituita nel Regno Unito o a Prudential Assurance Company, una consociata di M&G plc, costituita nel Regno Unito.

COMUNICAZIONI

Solo per uso degli investitori professionali. Tutti gli investimenti comportano rischi, inclusa la possibile perdita di capitale. La performance passata non è garanzia di risultati futuri.

Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite da PGIM, Inc., la principale attività di gestione patrimoniale di Prudential Financial, Inc. (PFI) ed è la denominazione commerciale di PGIM, Inc. e le sue controllate a livello globale. PGIM, Inc. è un consulente per gli investimenti registrato dalla US Securities and Exchange Commission (SEC). La registrazione presso la SEC non implica un certo livello di abilità o formazione.

Nel Regno Unito queste informazioni sono emesse da PGIM Limited con sede legale in: Grand Buildings, 1-3 Strand, Trafalgar Square, Londra, WC2N 5HR. PGIM Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority ("FCA") del Regno Unito (Numero di riferimento della società 193418). Nello Spazio economico europeo ("SEE"), le informazioni sono emesse da PGIM Netherlands B.V. con sede legale in: Gustav Mahlerlaan 1212, 1081 LA Amsterdam, Paesi Bassi. PGIM Netherlands B.V. è autorizzata dalla Autoriteit Financiële Markten ("AFM") nei Paesi Bassi (numero di registrazione 15003620) e opera sulla base di un passaporto europeo. In alcuni Paesi del SEE, queste informazioni sono una promozione finanziaria, laddove permessa, presentata da PGIM Limited facendo affidamento su disposizioni, esenzioni o licenze disponibili per PGIM Limited secondo accordi di autorizzazione temporanea dopo l'uscita del Regno Unito dall'Unione Europea. Questo materiale è emesso da PGIM Limited e/o PGIM Netherlands B.V. per le persone che sono clienti professionali come definito dalle norme della FCA e/o per le persone che sono clienti professionali come definito nella relativa implementazione locale della Direttiva 2014/65/UE (MiFID II). In Italia, le informazioni sono fornite da PGIM Limited, autorizzata a esercitare in Italia dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB). In Giappone, le informazioni sono fornite da PGIM Japan Co. ("PGIM Japan") e/o PGIM Real Estate (Japan) Ltd. ("PGIMREJ"). PGIM Japan, un operatore commerciale di strumenti finanziari registrato presso l'Agenzia dei Servizi Finanziari del Giappone, offre vari servizi di gestione degli investimenti in Giappone. PGIMREJ è un gestore immobiliare giapponese registrato presso il Kanto Local Finance Bureau del Giappone. A Hong Kong, le informazioni sono fornite da PGIM (Hong Kong) Limited, una società autorizzata dalla Securities and Futures Commission di Hong Kong a investitori professionali, come definiti nella Sezione 1 della Parte 1 dell'Allegato 1 dell'Ordinanza sui titoli e sui futures (Cap 571). A Singapore, le informazioni sono rilasciate da PGIM (Singapore) Pte. Ltd. ("PGIM Singapore"), una società autorizzata dall'Autorità Monetaria di Singapore in base a una Licenza per servizi nei mercati di capitali per svolgere gestione di fondi e consulenza d'investimento esente. Questo materiale è emesso da PGIM Singapore per informazioni generali degli "investitori istituzionali" ai sensi della Sezione 304 del Securities and Futures Act 2001 di Singapore ("SFA") nonché degli "investitori accreditati" e di altre persone pertinenti in conformità alle condizioni specificate nella Sezione 305 del SFA. In Corea del Sud, le informazioni sono rilasciate da PGIM, Inc., che è autorizzata a fornire servizi discrezionali di gestione degli investimenti direttamente a investitori istituzionali qualificati sudcoreani su base transfrontaliera.

Questi materiali hanno finalità puramente informativa o didattica, non devono essere considerati una consulenza in materia di investimenti né una raccomandazione sulla gestione o l'investimento di attività. Nel fornire questi materiali, PGIM non agisce in veste di fiduciario. Questi materiali rappresentano i pareri, le opinioni e le raccomandazioni dell'autore (o degli autori) in merito alle condizioni economiche, alle asset class, ai titoli, agli emittenti o agli strumenti finanziari cui si fa riferimento nel presente documento. La distribuzione di queste informazioni a qualsiasi persona diversa dalla persona a cui sono state originariamente consegnate e ai suoi consulenti non è autorizzata ed è vietata qualsiasi riproduzione di questi materiali, in tutto o in parte, o la divulgazione di uno qualsiasi dei contenuti del presente documento, senza il previo consenso di PGIM. Alcune informazioni contenute nel presente documento sono state ottenute da fonti ritenute affidabili alla data di riferimento; tuttavia, PGIM non può garantirne l'accuratezza, assicurarne la completezza o verificare che tali informazioni non vengano modificate. Le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data di emissione (o ad una data precedente a quella indicata nel presente documento) e sono soggette a modifiche senza preavviso. PGIM non ha alcun obbligo di aggiornare tali informazioni, né fornisce alcuna garanzia o dichiarazione esplicita o implicita in merito alla loro completezza o accuratezza né accetta la responsabilità di eventuali errori. Questi materiali non sono destinati a costituire un'offerta o una sollecitazione in relazione all'acquisto o alla vendita di titoli o altri strumenti finanziari o servizi di gestione degli investimenti e non devono essere utilizzati come base per alcuna decisione di investimento. Nessuna tecnica di gestione del rischio può garantire la mitigazione o l'eliminazione del rischio in qualsiasi contesto di mercato. La performance passata non è una garanzia o un indicatore affidabile dei risultati futuri e un investimento potrebbe perdere valore. Non si accetta alcuna responsabilità per eventuali perdite (dirette, indirette o consequenziali) che potrebbero derivare da qualsiasi uso delle informazioni contenute o derivate da questa relazione. PGIM e le sue affiliate possono prendere decisioni di investimento che non sono coerenti con le raccomandazioni o le opinioni qui espresse, anche per i conti proprietari di PGIM o delle sue affiliate. Qualsiasi previsione o stima prospettica presentata in questo documento è aggiornata alla data di presentazione ed è soggetta a cambiamenti senza preavviso. I dati effettivi varieranno e potrebbero non corrispondere a quelli qui riportati. Le previsioni e le stime prospettiche sono soggette ad alti livelli di incertezza, di conseguenza devono essere considerate semplicemente come rappresentative di un'ampia gamma di risultati possibili. Le previsioni o le stime prospettiche si basano su ipotesi, sono soggette a revisioni significative e possono cambiare significativamente con il mutare delle condizioni economiche e di mercato. PGIM non ha alcun obbligo di fornire aggiornamenti o modifiche a proiezioni o stime prospettiche. PGIM non istituisce né gestisce piani pensionistici.

PGIM e le sue affiliate possono sviluppare e pubblicare ricerche indipendenti e diverse dalle raccomandazioni contenute nel presente documento. Il personale di PGIM diverso dall'autore (o dagli autori), come il personale addetto alle vendite, al marketing e al trading, può fornire commenti o idee di mercato verbalmente o per iscritto ai clienti o ai potenziali clienti di PGIM o idee di investimento proprietarie che differiscono dalle opinioni espresse nel presente documento.

Prudential Financial, Inc. degli Stati Uniti non è affiliata in alcun modo a Prudential plc, costituita nel Regno Unito o a Prudential Assurance Company, una filiale di M&G plc, costituita nel Regno Unito.

© 2024 PFI e le sue entità correlate, registrate in varie giurisdizioni in tutto il mondo.



THE PURSUIT OF OUTPERFORMANCE™

Per richieste di informazioni da parte dei media e di altro tipo, contattare thought.leadership@pgim.com.

Visitateci online sul sito www.pgim.com.

Seguiteci su @PGIM su LinkedIn, X, Instagram e YouTube per le ultime notizie e contenuti.