



PROSPETTIVE
CICLICHE
GENNAIO 2022

Investire in un ciclo in rapida evoluzione

Un approccio di lungo termine può aiutare gli investitori a posizionarsi per cogliere le opportunità in un ciclo economico volatile che avanza con passo spedito.

IN BREVE

- Il picco di sostegno fiscale e di crescita del PIL reale è stato probabilmente raggiunto nel 2021 e l'economia globale sta procedendo a passo spedito verso dinamiche di ciclo avanzato. La politica monetaria nella maggior parte delle regioni ha cambiato rotta indirizzandosi verso la normalizzazione.
- Strozature sui mercati dei beni e del lavoro hanno spinto l'inflazione. Il nostro scenario di base prevede che a livello globale l'inflazione raggiunga il picco entro il primo trimestre per poi moderarsi e riavvicinarsi all'obiettivo delle banche centrali entro la fine del 2022 e monitoriamo attentamente i rischi al rialzo rispetto a queste stime.
- I premi al rischio e i rendimenti non riflettono potenziali scenari di ribasso a nostro giudizio, questo esige cautela e un approccio rigoroso alla costruzione di portafoglio.
- Prediligiamo in generale un sottopeso di duration rispetto al benchmark e puntiamo a posizionare i portafogli per curve più ripide. Alla luce della probabilità di maggiore volatilità, prevediamo una gestione attiva della duration affinché sia potenzialmente una fonte più significativa di alfa rispetto al passato.
- Puntiamo a un'esposizione al credito da fonti diversificate, tra cui MBS non-agency americani, temi selezionati legati al COVID-19 e opportunità su singoli nomi. Siamo ottimisti sull'azionario globale ma ci stiamo preparando per dinamiche da ciclo avanzato, con ancora maggiore attenzione nella selezione dei titoli.

Autori:

Tiffany Wilding
Executive Vice President
Economista

Tony Crescenzi
Gestore, market strategist

Andrew Balls
Chief Investment Officer
Reddito fisso globale

L'incertezza è divenuta una costante ovunque sui mercati, nelle economie e nelle comunità.

In tale contesto, i nostri professionisti degli investimenti si sono riuniti di recente, nuovamente in videoconferenza, per dibattere nel nostro Cyclical Forum delle tendenze rilevanti per le economie, le politiche e i settori d'investimento a livello globale. Quelle analisi permeano le nostre previsioni per l'anno che ci attende e le linee d'indirizzo strategico dei nostri portafogli.

PROSPETTIVE ECONOMICHE: MAGGIORE VOLATILITÀ, MAGGIORE INCERTEZZA

Nell'orizzonte secolare prevediamo un contesto macroeconomico più incerto e volatile con cicli economici di più breve durata, di accresciuta ampiezza e più divergenti fra i vari paesi (per maggiori informazioni si rimanda al nostro ultimo Secular Outlook "[L'Epoca della Trasformazione](#)"). I temi che interessano l'orizzonte secolare paiono dispiegarsi anche nell'orizzonte ciclico: gran parte dell'economia globale è passata velocemente dalla ripresa di inizio ciclo all'espansione di metà ciclo richiedendo un cambiamento più rapido delle politiche rispetto alle condizioni di eccezionale accomodamento che hanno prevalso nel 2020 e 2021.



A complicare ulteriormente il quadro, la velocità della ripresa assieme all'andamento volatile del virus hanno contribuito a strozzature più cospicue sui mercati dei beni e del lavoro che hanno fatto salire l'inflazione. La tempistica di risoluzione di tali problematiche e di moderazione dell'inflazione nonché la misura in cui ciò avverrà sono altamente incerte e questo accresce il rischio di un balzo indesiderato nelle aspettative d'inflazione di lungo termine, un esito che le banche centrali vorranno evitare o mitigare. Nel complesso, questo contesto macroeconomico più incerto, più volatile dimostra che gli ultimi decenni di crescita modesta e inflazione al di sotto dell'obiettivo sono decisamente alle spalle e ci attendono percorsi più volatili e incerti, diversi nelle varie regioni e nei differenti settori.

LA STRADA DELLA RIPRESA È LASTRICATA DI INCIAMPI

Dalla pubblicazione delle nostre precedenti *Prospettive Cicliche* a giugno ("*Svolta dell'inflazione*") la ripresa globale è proseguita in modo vigoroso ancorché disomogeneo nelle varie regioni e nei differenti settori. In generale, le politiche pubbliche di sostegno alla domanda a seguito di una delle maggiori contrazioni economiche della storia moderna hanno prodotto una delle riprese più rapide. Nei mercati sviluppati la produzione è tornata ai livelli massimi pre-pandemia nel terzo trimestre del 2021 e, con un tasso di crescita stimato al 5% (media annua) per il 2021, sulla buona strada per mettere a segno la più rapida espansione da oltre tre decenni. (Dati di crescita e produzione di fonte Haver Analytics.)

Tuttavia, con i massimi effetti economici della pandemia verosimilmente alle spalle anche il picco di sostegno da parte delle autorità e di crescita del PIL reale è stato probabilmente raggiunto nel 2021. Le misure salariali a sostegno dell'occupazione, dei redditi delle famiglie e dei consumi, applicate durante la pandemia negli Stati Uniti, in Canada e nel Regno Unito, sono giunte a scadenza nel terzo trimestre dopo essere diventate meno generose nel corso dell'anno. Analoghe misure nei paesi europei sono terminate a fine anno.

In Cina, la stretta del credito che si è protratta sino a tempi molto recenti e le azioni di regolamentazione adottate dal governo nel solco della politica della prosperità comune hanno rallentato la crescita.

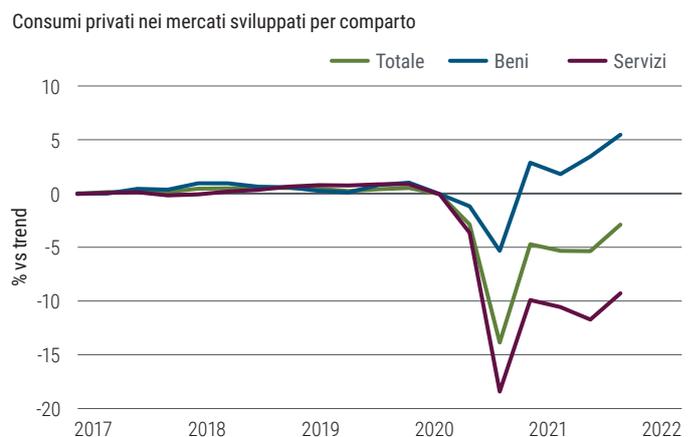
Anche la politica monetaria nella maggior parte delle regioni ha cambiato decisamente rotta rispetto all'orientamento estremamente accomodante necessitato dalla pandemia, dirigendosi verso la normalizzazione. Le banche centrali del Regno Unito e del Canada hanno terminato i loro programmi

di acquisto di titoli mentre la Federal Reserve americana al momento è prevista farlo entro marzo 2022. La Bank of England (BoE) ha anche alzato il tasso ufficiale a dicembre 2021 e molte altre banche centrali dei mercati sviluppati, eccetto la Banca centrale europea (BCE) e quella giapponese (BoJ), hanno segnalato prossimi aumenti dei tassi.

Gli esiti di crescita globale osservati negli ultimi sei mesi sono stati grosso modo in linea con le previsioni che avevamo presentato a giugno ma tre importanti sviluppi ci hanno indotto a rivedere alcuni aspetti riguardo alle prospettive per il 2022.

In primo luogo, la variante delta del **COVID-19** ha lasciato un segno maggiore del previsto, ancorché temporaneo, sulle economie dei mercati sia sviluppati che emergenti. Benché i maggiori tassi di vaccinazione abbiano aiutato a limitare il dilagare di nuovi contagi nel mondo, focolai più severi nei mercati emergenti hanno causato interruzioni della produzione, allungamento dei tempi di consegna e intoppi nelle filiere globali. Ad esempio, le interruzioni della produzione in Malesia e in Cina hanno avuto consistenti ripercussioni sulle scorte di prodotti finiti nei comparti automobilistico, dei prodotti per la casa e dell'edilizia. Nei principali mercati, focolai della variante delta hanno rallentato la ripresa dei servizi, frenando la prevista sostituzione dei beni con i servizi nelle componenti di spesa (dopo che la pandemia ha alimentato un'elevata domanda da parte dei consumatori soprattutto di beni durevoli) – si veda Figura 1.

Figura 1 – I consumi di beni nei mercati sviluppati continuano a essere superiori ai livelli precedenti la pandemia mentre i consumi di servizi languono

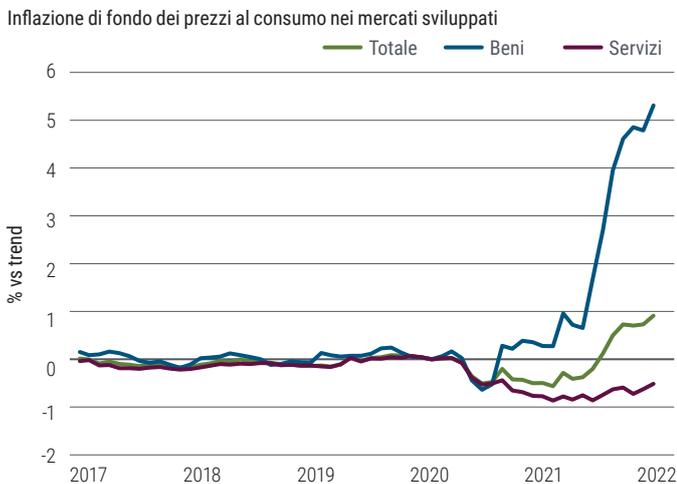


Fonte: Haver Analytics al 2° trimestre 2021

I mercati sviluppati comprendono Europa, Stati Uniti, Giappone, Regno Unito e Canada

In secondo luogo, l'**inflazione** si è rivelata più persistente e generalizzata nelle diverse regioni (si veda Figura 2). A fronte di nuove interruzioni produttive e norme ambientali più stringenti, la vigorosa domanda globale di beni ha contribuito a rincari per diverse categorie di prezzi al consumo, tra cui quelli energetici. Al contempo, il deciso incremento dei prezzi immobiliari direttamente (attraverso i maggiori costi di sostituzione) o indirettamente (per il tramite degli effetti sugli affitti) ha fatto salire la componente dei servizi dell'inflazione di fondo nella maggior parte delle regioni.

Figura 2 – L'inflazione di fondo per i beni è significativamente più alta rispetto a prima della pandemia nei mercati sviluppati



Fonte: Haver Analytics, a ottobre 2021

I mercati sviluppati comprendono Europa, Stati Uniti, Giappone, Regno Unito e Canada

In terzo luogo, le **banche centrali** hanno reagito a questi sviluppi anticipando la stretta di politica monetaria nel caso della maggior parte delle banche centrali dei mercati sviluppati come già illustrato, oppure con rialzi più decisi dei tassi nel caso di diversi paesi dei mercati emergenti, tra cui il Brasile.

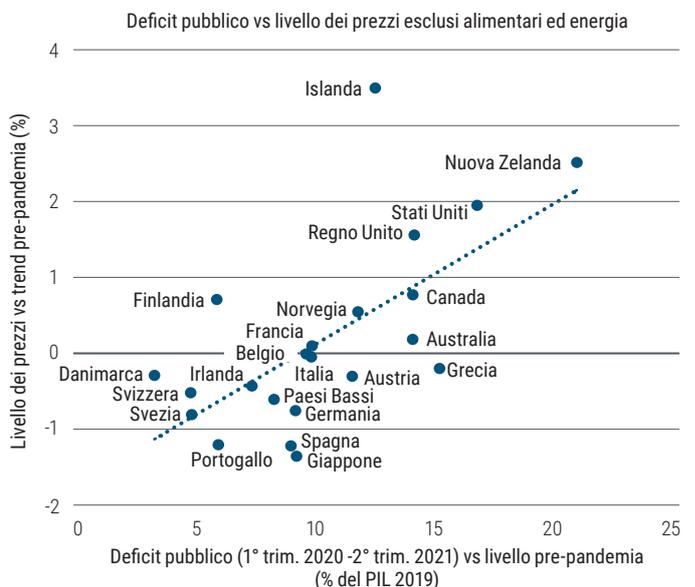
PROSPETTIVE PER IL 2022: LO SCENARIO "GOLDILOCKS"

Per il combinarsi di questi fattori, stiamo rivedendo al ribasso le nostre stime di crescita del PIL reale per il 2022 nelle diverse regioni. Prevediamo pertanto che la crescita del PIL dei mercati sviluppati decelererà da un tasso medio annuo del 5,0% nel 2021 al 4,0% nel 2022 (rispetto al 4,3% precedentemente stimato). Focolai successivi della variante delta nel mondo nella seconda metà del 2021 hanno limitato la produzione di diverse economie e probabilmente incideranno sui tassi di crescita media annua del 2022. Gli effetti sulla produzione sono parsi tuttavia in larga misura temporanei. Infatti, gli indicatori ad alta frequenza segnalano la ri-accelerazione della crescita nel quarto trimestre

dell'anno negli Stati Uniti e in Giappone, nonché in Cina dopo una temporanea frenata nel terzo trimestre. In Europa, che ha patito gli effetti economici di un'altra ondata del virus nel quarto trimestre, la crescita è prevista tornare ad accelerare agli inizi del 2022.

Stiamo inoltre rivedendo al rialzo le nostre previsioni sull'inflazione nelle diverse regioni. Continuiamo ad aspettarci che l'inflazione nei mercati sviluppati alla fine moderi il passo per riportarsi verso l'obiettivo delle banche centrali entro la fine del 2022, ma solo dopo aver raggiunto il picco al 5,1% nel 4° trimestre 2021. Negli Stati Uniti, l'inflazione di fondo misurata dall'indice CPI (indice dei prezzi al consumo) probabilmente raggiungerà il picco nel 1° trimestre 2022 al 6,0% (anno su anno), prima di moderarsi e portarsi al 2,5-3,0% entro fine anno. Gli stimoli fiscali hanno spinto l'inflazione in varia misura nelle diverse regioni (si veda Figura 3); tuttavia, le limitazioni di offerta nei mercati dei beni assieme a un relativo aggiustamento dei prezzi fra beni e servizi stanno anch'essi avendo i loro effetti. Continuiamo ad attenderci che tutti questi fattori vengano progressivamente meno con il proseguire della ripresa dalla pandemia e il non ripetersi dei consistenti esborsi fiscali del 2020 e 2021.

Figura 3 – La spesa pubblica ha contribuito all'inflazione in diverse principali economie



Fonte: Haver Analytics al 2° trimestre 2021

Infine, in conseguenza dell'entità e della persistenza del recente sfioramento dell'inflazione, ci attendiamo un avvio anticipato del ciclo di aumenti dei tassi da parte delle banche centrali nei mercati sviluppati e abbiamo rivisto al rialzo le nostre previsioni sul probabile livello terminale dei tassi in molte economie emergenti.

Riguardo ai mercati sviluppati, prevediamo tuttora che i rialzi dei tassi saranno gradualmente in termini storici, ma crediamo che l'aumento dell'inflazione e la celere ripresa dei mercati del lavoro abbiano accentuato la focalizzazione delle banche centrali sul riportare i tassi sul livello neutrale. Non è ben chiaro quale sia il livello dei tassi ufficiali compatibile con il tasso neutrale, tuttavia nel nostro *Secular Outlook "L'Epoca della Trasformazione"* (ottobre 2021), abbiamo argomentato che i tassi terminali saranno probabilmente inferiori in questo ciclo rispetto al precedente in conseguenza dei livelli di debito in generale più elevati e delle azioni di riduzione dei loro bilanci da parte delle banche centrali. Le banche centrali possono pertanto essere relativamente gradualmente nel perseguire una politica di normalizzazione, a nostro giudizio.

A fronte di pressioni inflazionistiche sono attesi altri aumenti dei tassi ma verosimilmente con tempistica diversa nelle varie regioni

Nei mercati sviluppati, prevediamo che sarà la banca centrale canadese la prossima ad aumentare i tassi nel primo trimestre del 2022 dopo la Bank of England che li ha alzati a dicembre 2021. Al momento appare probabile che la Federal Reserve azzeri gli acquisti di titoli a marzo, cominci ad alzare i tassi poco dopo e avvii la riduzione del suo bilancio nella seconda metà del 2022. Anche la banca centrale australiana probabilmente rialzerà i tassi nel 2022, seguendo in linea generale le orme della Fed.

Nei mercati emergenti, ci aspettiamo che la maggior parte delle banche centrali continui ad alzare i tassi nel 2022 dopo avere già inasprito la politica monetaria in modo sostanziale per tenere a bada le pressioni inflazionistiche nel 2021. Tuttavia, sebbene l'inflazione probabilmente modererà il passo nel 2022 nei mercati emergenti è improbabile che si riporti sull'obiettivo delle banche centrali nell'orizzonte ciclico, a nostro avviso.

I RISCHI SI SONO ACUITI

Nel complesso, le revisioni non alterano il quadro generale delle nostre previsioni per il 2022 di crescita al di sopra del tendenziale (ancorché in rallentamento) e di inflazione in

moderazione con graduale stretta della politica monetaria nei mercati sviluppati. Ravvisiamo tuttavia tre importanti rischi rispetto al nostro scenario di base, che determinano un contesto più incerto per gli investitori.

Scenario di rischio 1: inflazione che resti persistentemente alta.

1) Le limitazioni sul fronte dell'offerta potrebbero non allentarsi (o peggiorare a causa di ulteriori focolai di COVID); 2) le tendenze di decisa crescita della produttività osservate di recente (quantomeno negli Stati Uniti) potrebbero esaurirsi; o 3) i miglioramenti incrementali nell'offerta di forza lavoro risultanti dalla ripresa della partecipazione al mercato del lavoro dei giovani e/o dell'immigrazione potrebbero non materializzarsi. Oppure è altrimenti possibile che le aspettative d'inflazione aumentino a seguito dei rilevamenti di inflazione elevata e inducano a negoziare salari più robusti che a loro volta alimentino un'inflazione più persistente.

Scenario di rischio 2: varianti che determinino impennate del COVID e limitino le attività.

La recente nuova impennata dei casi di COVID-19 legata alla nuova variante Omicron più contagiosa è un chiaro monito dell'incertezza che avvolge l'evoluzione del virus e pertanto dei rischi per il nostro scenario di base. Al momento prevediamo che la crescita dei mercati sviluppati risenta solo temporaneamente della recente impennata dei contagi moderandosi nel primo trimestre per poi tornare ad accelerare nel secondo trimestre e proseguire in modo saldo. Siamo tuttavia consapevoli che nuove ondate di contagi potrebbero esercitare ulteriore pressione sulle risorse e alimentare cambiamenti nei comportamenti di consumatori e imprese che potrebbero ridurre le attività e forse innescare ulteriori pressioni inflazionistiche.

Scenario di rischio 3: inasprimento delle condizioni finanziarie più brusco del previsto.

Dopo il periodo di politica monetaria molto accomodante le condizioni finanziarie potrebbero mutare in modo più drastico. Crediamo che le banche centrali dei mercati sviluppati sinora abbiano bene operato nel preparare i mercati a una stretta anticipata ma i mercati continuano a prezzare un percorso relativamente graduale verso tassi terminali storicamente bassi. Nei prossimi mesi, quando l'inflazione americana probabilmente resterà elevata prima di moderarsi più avanti nel 2022, le condizioni finanziarie negli Stati Uniti in particolare potrebbero inasprirsi in modo più repentino al prezzare dei mercati del rischio di un ciclo restrittivo di politica monetaria di stampo più deciso da parte della Fed.

Implicazioni per gli investimenti in un ciclo in rapida evoluzione

Come si può desumere dalle nostre previsioni economiche, diversi fattori potrebbero influenzare in modo significativo le prospettive per gli investimenti, soprattutto la velocità, la profondità e l'evoluzione delle azioni di riduzione dello straordinario accomodamento di politica monetaria da parte delle banche centrali.

Intendiamo centrare l'attenzione sulla volatilità che può derivare dal passo spedito con cui il ciclo economico sta avanzando verso dinamiche di fine ciclo, una fase in cui, come accade oggi, l'inflazione tende ad accelerare e può innescare una stretta di politica monetaria, rendendo inquieti molti investitori.

I mercati tuttavia prezzano uno scenario senza nuvole in cui le banche centrali realizzano lo sfuggibile atterraggio morbido senza significativi aumenti dei tassi. Eppure, la storia ci insegna che gli imprevisti a volte capitano quando la politica monetaria cambia direzione.

I premi al rischio e i rendimenti non riflettono potenziali scenari di ribasso a nostro giudizio, questo esige cautela e un approccio rigoroso alla costruzione di portafoglio.

Adottiamo un approccio di lungo termine agli investimenti tenendo d'occhio possibili reazioni eccessive sul breve termine

Riguardo alle prossime rilevazioni dell'inflazione, crediamo sia importante evitare di attribuire troppa importanza alla serie di dati potenzialmente preoccupanti attesa agli inizi del 2022. Più in generale, abbiamo tutta l'intenzione di evitare decisioni d'investimento importanti fondate su un'ottica macroeconomica di breve periodo, tenendo d'occhio possibili eccessi di reazione da parte di autorità e investitori a dati di breve termine.

Nonostante la nostra cautela, in generale privilegiamo la costruzione di portafogli che crediamo offrano carry positivo rispetto ai loro benchmark, inglobando spread con profilo di rischio - rendimento appetibile. Dopo tutto siamo ottimisti sulle prospettive macroeconomiche con la crescita economica che è attesa sostenere i flussi finanziari con benefici per gli investitori.

Tuttavia, per cogliere quei flussi finanziari, che possono spostarsi, diminuire o scomparire, a seconda della situazione macroeconomica e finanziaria, serve un approccio rigoroso alla costruzione di portafoglio. Ad esempio, in generale nel posizionamento preferiamo non affidarci molto al beta (alla performance generale di mercato) ma attingere al più ampio ventaglio di opportunità globali, sottoponendo i nostri portafogli ad analisi di scenario che misurano la potenziale performance nonché aumentando la liquidità e la flessibilità dei nostri portafogli per cogliere le opportunità al loro manifestarsi (lasciando spazio nei nostri budget di rischio per farlo).

Esaminiamo ora più in dettaglio il posizionamento di portafoglio.

DURATION E CURVA DEI RENDIMENTI

Livelli di duration: Intendiamo in generale avere un posizionamento di sottopeso sulla duration, in larga misura sulla base dello scarso premio al rischio inglobato nella struttura per scadenze. Alla luce della probabilità di maggiore volatilità, prevediamo una gestione attiva della duration affinché sia potenzialmente una fonte più significativa di alfa rispetto al passato. Continuiamo a credere che la duration possa fungere da elemento di diversificazione per controbilanciare le componenti più rischiose di un portafoglio d'investimento, pur monitorando possibili cambiamenti delle correlazioni.

Come abbiamo osservato nel nostro *Secular Outlook*, sebbene l'economia globale possa essere interessata da diverse trasformazioni, ci aspettiamo che le banche centrali manterranno i tassi ufficiali bassi per anni. Gli operatori di mercato sembrano concordare con questo giudizio e questo opera come forza di contenimento nella struttura per scadenze dei tassi d'interesse.

In generale orienteremo i portafogli con esposizione azionaria o al credito relativamente elevata più vicini al neutro sulla duration, con analogo gestione del posizionamento sulla curva.

Posizionamento sulla curva dei rendimenti: siamo orientati a posizionarci per curve più ripide, ancorché leggermente meno del solito date alcune evidenze di indebolimento dei fattori strutturali d'influenza da decenni sottesi all'irripidimento della curva e alla luce del recente riprezzamento dei tassi a breve in vista dei prossimi rialzi dei tassi.

Viste le nostre previsioni sui tassi ufficiali nell'orizzonte secolare, ci aspettiamo rendimenti obbligazionari non *significativamente* superiori all'attuale livello dei tassi a termine e confinati in un range relativamente ristretto. Inoltre, prevediamo che gli operatori di mercato non inducano consistenti premi a termine sulle scadenze più lunghe, privando quelle scadenze di due dei maggiori aspetti che storicamente influiscono sui rendimenti.

Le nostre previsioni macroeconomiche avvalorano il nostro posizionamento sulla curva, con la moderazione dell'inflazione prevista limitare i futuri aumenti dei tassi. Tuttavia, dato il ventaglio di potenziali esiti, va adottata una certa cautela che giustifica una modesta esposizione al posizionamento sulla curva e l'impiego del budget di rischio in altre aree di investimento.

Ravvisiamo diverse opportunità per diversificare il nostro posizionamento sulla curva, compresa l'assunzione di esposizioni sulle curve dei rendimenti di Canada, Regno Unito, Nuova Zelanda e Australia.

CREDITO

Alla luce delle nostre previsioni di prosecuzione della crescita economica e del grado di preparazione dei mercati alla svolta restrittiva delle banche centrali nel mondo, abbiamo in generale un posizionamento di sovrappeso nel credito, con alcuni caveat. Innanzitutto, puntiamo a un'esposizione al credito da fonti diversificate, con una quota minore di obbligazioni societarie fisiche visto il margine ristretto di ulteriore contrazione degli spread. Come sostituto e per rafforzare la liquidità, il carry, la convessità e il roll-down delle nostre esposizioni alle obbligazioni societarie propendiamo sempre più per gli indici, che crediamo possano offrire benefici di diversificazione e dimostrare caratteristiche difensive.

I nostri specialisti del credito continuano a individuare molteplici titoli meritevoli di esposizione, ma operiamo con prudenza alla luce delle sfide strutturali per la liquidità derivanti dall'inefficienza del modello principale - agente nel mercato delle obbligazioni societarie, quando gli spread del credito possono essere maggiori di quelli giustificati dai fondamentali.

Ci attendiamo tuttavia che la selezione di singoli nomi continui verosimilmente a essere un driver di rendimento per gli investimenti nei mercati del credito, compresi quelli con rating BBB, un segmento che preferiamo rispetto a quelli con rating A. Stiamo investendo in temi selezionati legati alla ripresa (hotel, aerospazio e turismo), ancorché in modo modesto, nonché in società finanziarie e in settori che crediamo siano destinati a beneficiare delle importanti trasformazioni che ravvisiamo.

Continuiamo a puntare su attivi per i quali i nostri specialisti del credito sono capaci di ottenere appetibili premi per l'illiquidità e la complessità. I nostri attivi prediletti a tal riguardo includono diversi prodotti strutturati e ABS compresi MBS non-agency americani. È un mercato che si sta restringendo ma resta ricco di strutture attraenti in termini di grado di privilegio, caratteristiche difensive rispetto alle obbligazioni societarie, nonché flussi finanziari. Siamo ottimisti sul mercato immobiliare americano.

Riguardo agli MBS agency, siamo orientati al sottopeso in quanto a nostro giudizio le valutazioni sono costose e sono possibili reazioni eccessive alla riduzione e al successivo termine degli acquisti mensili di titoli da parte della Fed che (prima del tapering) comprendevano 40 miliardi di Dollari di MBS agency. Dal punto di vista del portafoglio, la riduzione del quantitativo di MBS potrebbe migliorare il profilo di convessità dei portafogli che hanno questo tipo di titoli nel benchmark.

I nostri specialisti hanno individuato diverse opportunità per diversificare le esposizioni al credito nei diversi paesi e regioni e stiamo investendo in esse ove compatibili con i nostri mandati. Siamo in generale cauti sul credito nei mercati emergenti.

I mercati del credito pubblici sono relativamente di facile accesso per gli investitori e pertanto tendono a divenire costosi, non è così per i mercati privati del credito nei quali ravvisiamo opportunità selezionate per gli investitori idonei che possono sopportare il maggior rischio insito in investimenti illiquidi.

TITOLI INDICIZZATI ALL'INFLAZIONE

Consideriamo i titoli indicizzati all'inflazione sia come componente di diversificazione a copertura dei rischi d'inflazione che come una modalità per ottenere una modesta esposizione al beta del credito. Prevediamo di mantenere il posizionamento globale sui titoli indicizzati all'inflazione pressoché piatto, al netto di opportunità relative value selezionate individuate dai nostri specialisti. Il termine del programma di acquisti di titoli da parte della Fed quando avverrà implicherà il venir meno di un importante sostegno al mercato di TIPS americani.

Puntiamo a un'esposizione al credito da fonti diversificate, compresi MBS non-agency americani, temi selezionati legati alla ripresa dal COVID-19 e opportunità su singoli nomi

VALUTE E MERCATI EMERGENTI

Ravvisiamo fattori contrapposti d'influenza sui cambi delle principali valute. Prevediamo pertanto di essere prossimi alla neutralità nel posizionamento sul Dollaro americano che potrebbe beneficiare della svolta restrittiva della Fed ma anche essere penalizzato da dinamiche di lungo termine relative ad aspetti quali il consistente disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti e la dipendenza dagli investimenti esteri nel finanziamento dei deficit. Prevediamo che la nostra posizione sul Dollaro sarà determinata più dall'insieme di posizioni in valute ritenute attraenti di per sé. Tra queste potrebbero certo figurare alcune divise dei mercati emergenti ad esempio, mentre ravvisiamo scarse opportunità nelle valute dei G-10.

Investimenti selezionati nei mercati emergenti appaiono appetibili nel contesto di un portafoglio diversificato

Riguardo al debito in valuta locale ed estera dei mercati emergenti, siamo coscienti dei diversi rischi di investire in questa classe di attivo volatile, soprattutto a fronte di un inasprimento della politica monetaria negli Stati Uniti. Siamo tuttavia attratti da svariati fattori che conferiscono appetibilità ai mercati emergenti nel contesto di un portafoglio diversificato e alla luce della nostra preferenza per una minore esposizione alle obbligazioni societarie fisiche.

Per essere specifici, mentre la volatilità storica degli attivi dei mercati emergenti è motivo di cautela, la loro attuale attrattività è legata ai principi basilari dell'investire che possono rendere un attivo appetibile, tra cui un consistente calo dei prezzi e un sentiment estremamente ribassista, fattori che hanno entrambi inciso sugli attivi dei mercati emergenti lo scorso anno, soprattutto sui tassi locali, che ora presentano un significativo margine di rendimento reale superiore ai mercati sviluppati. Per noi quel margine ha valore se visto in ottica di diversificazione.

Riguardo alle valute dei mercati emergenti, ravvisiamo alcune opportunità che reputiamo espressioni relativamente liquide della classe di attivo dei mercati emergenti. Più in generale, restiamo consci della natura idiosincronica degli investimenti nei mercati emergenti e pertanto facciamo affidamento sui nostri specialisti per individuare valore.

AZIONI

Come illustrato dal nostro team di asset allocation nel recente asset allocation outlook "[Opportunità nell'epoca della trasformazione](#)", PIMCO è ottimista sull'azionario globale a fronte del quadro positivo ancorché in rallentamento per gli utili societari. Ciò detto, ci stiamo preparando per le dinamiche di fase avanzata del ciclo, ponendo ancora maggiore attenzione alla selezione dei titoli. Le società large cap e di alta qualità storicamente tendono a sovraperformare nella fase avanzata del ciclo economico. Anche le imprese con capacità di fissare i prezzi sono destinate a trarre benefici. Il settore dei semiconduttori ha potenziale di sovraperformance nel lungo termine, beneficiando della domanda robusta legata ai temi delle trasformazioni illustrate nel nostro *Secular Outlook*, tra cui la digitalizzazione, al pari di molti ambiti interessati dalle iniziative per azzerare le emissioni nette di anidride carbonica. Le tendenze dell'inflazione sono previste influire negativamente sui multipli degli utili per i prezzi azionari, con un calo di qualche punto percentuale probabile nello scenario di base.

MATERIE PRIME

Le prospettive per i mercati delle materie prime sono sfumate. Siamo relativamente ottimisti sui prezzi dell'energia, tuttavia ci aspettiamo che gli incrementi di prezzo del greggio siano limitati dall'aumento della produzione energetica americana ancorché più lentamente che nei cicli passati per gli investimenti più contenuti. I prezzi del gas naturale sono sostenuti da esportazioni robuste anche se l'aumentata produzione statunitense ci induce a maggiore cautela sulle prospettive per il 2022. Il prezzo dell'oro ha sottoperformato in modo significativo rispetto ai rendimenti reali nei nostri modelli, portandosi prossimo ai minimi da 15 anni, sebbene in ottica di breve termine l'oro risulti solo modestamente conveniente. Siamo attratti dal mercato delle quote di emissione che ci aspettiamo sarà fortemente sostenuto dalla transizione dai combustibili fossili al green. Questa spinta favorevole unitamente ai prezzi vantaggiosi sono i motivi per cui collochiamo il mercato californiano delle quote di emissioni tra le nostre idee di punta nel mercato delle materie prime.

TUTTI GLI ATTIVI

Sottolineiamo che per tutte le classi di attivo discusse in questo documento, dalle materie prime alle obbligazioni, ci aspettiamo che i mercati siano più volatili del solito e che questo richieda frequenti riesami delle esposizioni dei portafogli ai diversi fattori. Nell'adottare la nostra ottica di lungo periodo, riconosciamo al contempo la necessità di costante valutazione delle particolari contingenze di breve termine.

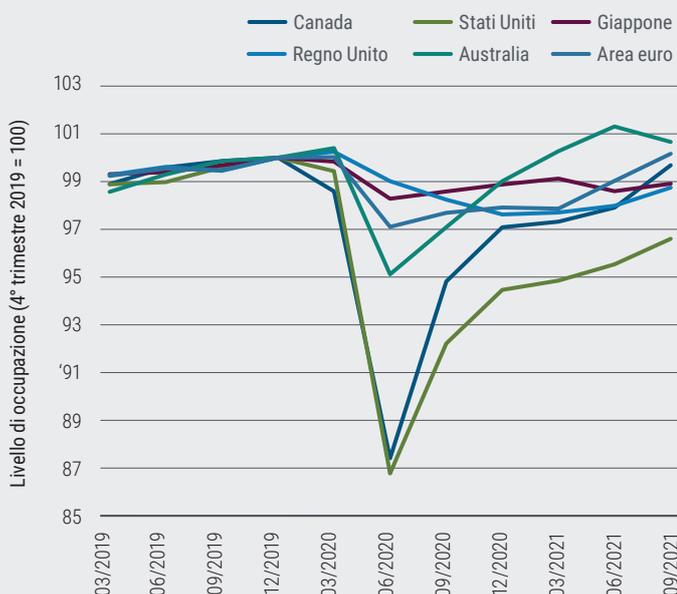
In evidenza

MERCATI DEL LAVORO CON DOMANDA INSODDISFATTA NELLE ECONOMIE SVILUPPATE

La maggiore contrazione economica della storia moderna è stata seguita dalla ripresa più rapida, soprattutto del mercato del lavoro (secondo Haver Analytics). La ripresa del mercato del lavoro è stata tuttavia disomogenea sia tra le varie economie dei mercati sviluppati che al loro interno. La misura in cui il mercato del lavoro si avvicina alla piena occupazione e con la domanda insoddisfatta aumentano le pressioni salariali, e si riversano sui prezzi al consumo, è cruciale per le prospettive della politica monetaria.

Abbiamo messo a confronto sei economie sviluppate per individuare dove il mercato del lavoro appaia essere sottoposto a relativamente maggiori pressioni. La Figura 4 illustra le tendenze generali del tasso di occupazione dall'esordio della pandemia; il confronto fra i vari paesi è tuttavia reso difficile dalle diverse forme di sostegno pubblico all'occupazione. Dopo aver inglobato un ampio insieme di dati sull'offerta e sulle difficoltà di incontro con la domanda di lavoro, crediamo che il mercato del lavoro degli Stati Uniti si evidenzi come quello sottoposto relativamente a maggiori pressioni, seguito da quelli di Australia e Regno Unito. Questo è in linea con le azioni delle banche centrali: quella inglese ha già alzato i tassi, mentre la Fed e la banca centrale australiana hanno mandato segnali di movimento in quella direzione nel 2022.

Figura 4 – Livelli di occupazione pre- e post-pandemia nei mercati sviluppati

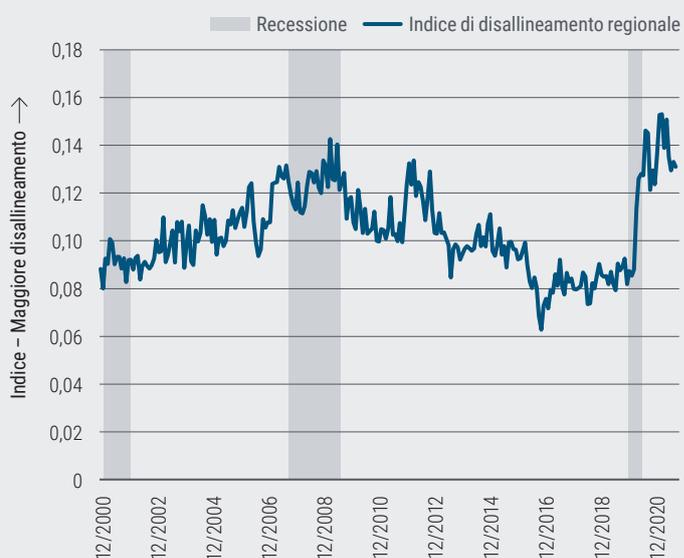


Fonte: Haver Analytics, PIMCO, al 3° trimestre 2021

* Area euro = Francia, Germania, Italia, Spagna

Ravvisiamo diverse ragioni per cui il mercato del lavoro americano si evidenzia come tale. In primo luogo, negli Stati Uniti nel rispondere alla pandemia si è fatto maggiormente ricorso ai sussidi di disoccupazione anziché a forme di cassa integrazione e questo ha legato meno il lavoratore al posto di lavoro. In secondo luogo, stando ai risultati di diverse indagini, le famiglie americane sono più preoccupate per la loro salute e questo verosimilmente contribuisce al calo superiore nella partecipazione al mercato del lavoro. In terzo luogo, un maggior incremento della ricchezza e il sistema previdenziale prevalentemente privato favoriscono una maggiore flessibilità nel decidere quando ritirarsi dal lavoro. Infine sul mercato del lavoro americano probabilmente incidono maggiormente anche difficoltà di incontro fra domanda e offerta. Gli alti tassi di smart working hanno aumentato il disallineamento geografico fra domanda e offerta di lavoro, si veda Figura 5.

Figura 5 – Indice di disallineamento regionale fra domanda e offerta di lavoro negli Stati Uniti



Fonte: Lazear e Spletzer (2012), Haver Analytics, PIMCO, ad agosto 2021

Di conseguenza, negli Stati Uniti vi è stata anche una maggiore accelerazione dei salari rispetto ad altre economie sviluppate. Per il momento l'accelerazione resta concentrata sui salari più bassi in quei settori dei servizi in cui si sono incontrate difficoltà particolarmente elevate a soddisfare la domanda di lavoratori. Tuttavia, alla fine, l'impatto dei salari sull'inflazione dipenderà anche dalla produttività e quella statunitense è superiore a quella degli altri paesi del mondo suoi pari.

Su diversi parametri il mercato del lavoro americano sembra sottoposto a maggiore pressione. Tuttavia, considerando anche la produttività, le pressioni inflazioniste legate al mercato del lavoro appaiono simili nelle diverse economie sviluppate.

MERCATI EMERGENTI: SLANCIO IN RALLENTAMENTO, FATTORI IDIOSINCRATICI

In quanto paesi che contribuiscono in modo determinante all'economia globale, i mercati emergenti affrontano molti degli stessi fattori favorevoli e sfavorevoli dei mercati sviluppati ma spesso con elementi idiosincratici da cui derivano sia a rischi che opportunità. Le prospettive macroeconomiche dei mercati emergenti per il 2022 sono composite, con crescita in rallentamento con il maturare della ripresa e inflazione al sopra dell'obiettivo e ancora in salita. Tra i diversi paesi c'è una differenza netta di tasso di crescita a seconda dell'evoluzione del COVID, della dipendenza dalle materie prime, della suscettibilità a shock globali e di eventi idiosincratici specifici che interessano i singoli paesi. Questi aspetti potrebbero essere accentuati nel 2022 in caso di divergenza più netta in termini di ripresa fra Stati Uniti ed Europa e Cina. Prevediamo che la crescita ponderata per il PIL su base annua di quattro dei principali mercati emergenti – Brasile, Russia, India e Messico (BRIM) – rallenti al 4,1% nel 2022 dal 7,5% nel 2021. L'attività economica potrebbe tornare ai livelli pre-pandemia entro la prima metà del 2022.

L'inflazione resta un fattore cruciale per le prospettive cicliche dei mercati emergenti a fronte di un'inflazione sia complessiva che di fondo ben al di sopra dell'obiettivo. Sebbene vi siano alcuni segnali di moderazione futura visti i recenti trend della produzione e lo slancio di crescita in rallentamento, prevediamo che l'inflazione complessiva su base annua dei BRIM nel 2022 si attesti al 6,2%, invariata rispetto al 6,2% del 2021, con rischi al rialzo.

Nei mercati emergenti, la politica monetaria potrebbe inasprirsi nei prossimi trimestri soprattutto nelle economie emergenti in Europa e America Latina. Ci aspettiamo inoltre che anche l'impulso fiscale sia largamente restrittivo nel 2022 con il venir meno dei sostegni legati al COVID e l'adozione di misure di contenimento degli ampi deficit pubblici accumulati nel 2020 e nel 2021 per stabilizzare i coefficienti del debito.

Nel complesso il debito estero dei mercati emergenti potrebbe crescere leggermente nel 2022, ma a nostro giudizio resta sorretto da conti capitale in generale stabili, regimi di cambi flessibili e allocazioni di Diritti Speciali di Prelievo (DSP) del Fondo Monetario Internazionale (FMI) concesse nel 2021, che hanno rafforzato le riserve di valuta estera soprattutto nei paesi vulnerabili. Il ciclo dei rating si è stabilizzato dopo i declassamenti seguiti allo scoppio della pandemia e ravvisiamo basso rischio di ulteriori downgrade del debito sovrano dei mercati emergenti nell'orizzonte ciclico. Ci focalizziamo invece su fattori di rischio specifici tra cui le elezioni in Brasile e Ungheria e il risveglio delle tensioni fra Russia e Ucraina.

Tutti gli investimenti comportano rischi e possono subire perdite di valore. L'investimento nel **mercato obbligazionario** è soggetto a taluni rischi, tra cui il rischio di mercato, di tasso d'interesse, di emittente, di credito, di inflazione e di liquidità. Il valore della maggior parte delle obbligazioni e delle strategie obbligazionarie varia in funzione delle fluttuazioni dei tassi d'interesse. Le obbligazioni e le strategie obbligazionarie con duration più lunga tendono a evidenziare una maggiore sensibilità e volatilità rispetto a quelle con duration più breve. Di norma, i prezzi delle obbligazioni diminuiscono in caso di aumento dei tassi d'interesse e i contesti di bassi tassi d'interesse fanno aumentare tale rischio. Le riduzioni di capacità delle controparti obbligazionarie possono contribuire al calo della liquidità del mercato e all'aumento della volatilità dei prezzi. Al momento del rimborso gli investimenti obbligazionari possono avere un valore superiore o inferiore al costo iniziale. Le **materie prime** sono caratterizzate da un rischio maggiore in termini di rischio di mercato, politico, regolamentare e connesso ad eventi naturali e possono non essere idonee per tutti gli investitori. Il valore delle **azioni** può diminuire a causa delle condizioni di mercato, economiche e industriali sia reali che percepite. L'investimento in **titoli domiciliati all'estero e/o denominati in valute estere** può comportare elevati rischi dovuti alle fluttuazioni valutarie, nonché rischi economici e politici che possono risultare più accentuati nei mercati emergenti. I tassi di cambio possono registrare fluttuazioni significative nel breve periodo e possono ridurre i rendimenti di un portafoglio. Gli **MBS e gli ABS** possono essere sensibili alle fluttuazioni dei tassi d'interesse o esposti al rischio di rimborso anticipato e il loro valore può oscillare in risposta alla percezione dell'affidabilità creditizia dell'emittente da parte del mercato. I riferimenti ai mortgage-backed securities di agenzie e non-agency si riferiscono ai mutui ipotecari emessi negli Stati Uniti. Le **obbligazioni indicizzate all'inflazione** di emittenti governativi sono titoli a reddito fisso la cui quota capitale viene modificata periodicamente in funzione del tasso di inflazione; il valore di tali titoli diminuisce in caso di aumento dei tassi d'interesse reali. I TIPS sono obbligazioni indicizzate all'inflazione emesse dal governo statunitense. Il **credito privato** comporta l'investimento in titoli non scambiati in borsa che sono soggetti al rischio di illiquidità. I portafogli che investono nel credito privato possono essere in leva e comportare pratiche di investimento speculative che aumentano il rischio di perdita dell'investimento. La **diversificazione** non garantisce l'assenza di perdite.

Alfa è una misura di performance corretta per il rischio calcolata confrontando la volatilità (rischio di prezzo) di un portafoglio con la performance corretta per il rischio di un indice di riferimento; l'extra-rendimento rispetto al benchmark è l'alfa. Beta è una misura della sensibilità dei prezzi alle oscillazioni del mercato. Il beta di mercato è pari a 1. Il **roll-down** è una forma di rendimento realizzato con il progressivo avvicinarsi di un'obbligazione alla scadenza, a fronte di una curva dei rendimenti inclinata positivamente.

I termini "economici" e "ricchi" come qui utilizzati si riferiscono generalmente a una classe di attività o attività che si ritiene essere sostanzialmente sottovalutata o overpriced rispetto alla media storica, nonché alle aspettative future del gestore degli investimenti. Non vi è garanzia di risultati futuri o che una valutazione di una sicurezza garantisca un profitto o protegga da una perdita.

La qualità creditizia di un determinato titolo o insieme di titoli non garantisce la stabilità o la sicurezza del portafoglio. I rating delle singole emissioni o dei singoli emittenti sono forniti allo scopo di indicare il merito di credito di tali emissioni/emittenti, e vanno generalmente da AAA, Aaa o AAA (rating più elevato) a D, C o D (rating più basso) nel caso di S&P, Moody's e Fitch rispettivamente.

Le previsioni, le stime e talune informazioni contenute nel presente documento sono basate su ricerche proprietarie e non devono essere considerate alla stregua di una consulenza di investimento, di un'offerta o di una sollecitazione, né di un acquisto o una vendita di qualsiasi strumento finanziario. Le previsioni e le stime presentano alcuni limiti intrinseci e, a differenza dei dati effettivi di performance, non riflettono le transazioni effettive, i vincoli di liquidità, le commissioni e/o altri costi. Inoltre, i riferimenti a risultati futuri non vanno interpretati come una stima o una promessa di risultati che il portafoglio di un cliente potrebbe conseguire.

Le affermazioni relative alle tendenze dei mercati finanziari o alle strategie di portafoglio sono basate sulle condizioni di mercato correnti, che sono soggette a variazioni. Non sussiste alcuna garanzia che le suddette strategie di investimento si rivelino efficaci in tutte le condizioni di mercato o che siano idonee a tutti gli investitori. Ciascun investitore è tenuto a valutare la propria capacità di investimento a lungo termine, in particolare nei periodi di flessione del mercato. Si consiglia agli investitori di rivolgersi al proprio professionista degli investimenti prima di prendere qualsiasi decisione di investimento. Le prospettive e le strategie possono variare senza preavviso.

Il presente documento riporta le opinioni correnti del gestore, che possono essere soggette a variazioni senza preavviso. Questo materiale viene distribuito unicamente a scopo informativo e non deve essere considerato alla stregua di una consulenza d'investimento o di una raccomandazione in favore di particolari titoli, strategie o prodotti d'investimento. Le informazioni contenute nel presente documento sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non si rilascia alcuna garanzia in merito.

PIMCO Europe GmbH (società n. 192083, Seidlstr.24-24a, 80335 Monaco, Germania) e **la filiale italiana di PIMCO Europe GmbH** (società n. 10005170963) sono autorizzate e regolamentate dall'Autorità di vigilanza finanziaria federale tedesca (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Francoforte sul Meno) in Germania ai sensi dell'articolo 15 della Legge tedesca in materia di intermediari finanziari (WpIG). La filiale italiana è inoltre soggetta alla supervisione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) ai sensi del Testo Unico della Finanza italiano e della relativa normativa di attuazione. PIMCO Europe GmbH non fornisce servizi di investimento direttamente a clienti al dettaglio. Nessuna parte della presente pubblicazione può essere riprodotta in alcuna forma o citata in altre pubblicazioni senza espressa autorizzazione scritta. PIMCO è un marchio registrato di Allianz Asset Management of America L.P. negli Stati Uniti e nel resto del mondo. © 2022, PIMCO