



PROSPETTIVE
CICLICHE

OTTOBRE 2022

Prevalere sotto pressione

Ora che i rendimenti sono più elevati, riteniamo che le obbligazioni offrano un valore interessante in questo contesto macroeconomico difficile.





Autori:

Tiffany Wilding
Managing Director
Economia economica

Andrew Balls
Chief Investment Officer
Reddito fisso globale

SINTESI

- Sull'orizzonte ciclico nel nostro scenario di base prevediamo recessioni poco profonde e disoccupazione in aumento nei principali mercati sviluppati, nonché l'improbabilità di un rapido rimbalzo della crescita. Le banche centrali appaiono completamente concentrate sulla lotta all'inflazione.
- Il potenziale di rendimento sui mercati obbligazionari appare convincente alla luce dei maggiori rendimenti per le diverse scadenze. Puntiamo a mantenere portafogli concepiti per essere resilienti in un ventaglio di esiti economici, geopolitici e di mercato, nonché a essere fornitori di liquidità nei periodi di più forte tensione sui mercati.
- Sui mercati del credito, punteremo a un giusto equilibrio fra la cautela sul breve termine a fronte dell'incertezza e dei rischi di recessione, e la focalizzazione di lungo termine su attivi di alta qualità resilienti. Il divario fra mercati pubblici e privati nelle valutazioni degli attivi resta ampio ma con il conformarsi dei mercati privati e il palesarsi di difficoltà nello spazio del credito societario e in quello immobiliare prevediamo di individuare una serie di opportunità appetibili.
- Ravvisiamo rischio di ribasso per i mercati azionari globali alla luce delle valutazioni di partenza e delle aspettative sugli utili che potrebbero non tenere conto della stretta delle banche centrali in corso e dell'accresciuto rischio di recessione. Prevediamo inoltre il riaffermarsi di correlazioni negative più consuete fra le obbligazioni di alta qualità e le azioni, con conseguente rafforzamento delle caratteristiche di copertura e di diversificazione delle allocazioni obbligazionarie core.



È un momento critico sia per gli investitori che per le autorità.

Le tensioni geopolitiche, l'elevata volatilità di mercato e la stretta delle banche centrali a un ritmo che è il più serrato da decenni sono fattori avversi di rilievo per l'economia che contribuiscono a un contesto di singolare incertezza. Abbiamo discusso diffusamente di questi e di altri fattori in occasione del nostro Cyclical Forum di settembre a Newport Beach.

Abbiamo concluso che una recessione nei mercati sviluppati sia probabile e che verosimilmente l'inflazione elevata non ci abbandonerà presto. Le banche centrali sono in una posizione infelice, costrette a concentrarsi sulla lotta all'inflazione in un momento in cui la crescita è già a rischio.

Riteniamo che questo sia un momento di cautela e di flessibilità per i portafogli, ma i rendimenti più elevati aumentano l'attrattiva delle obbligazioni. Gli investitori possono potenzialmente conseguire redditi maggiori e puntare alla resilienza a fronte della volatilità di mercato. Illustriamo i vantaggi di investire in obbligazioni, nonché le prospettive per le altre classi di attivo, nella parte dedicata alle implicazioni per gli investimenti che trovate più avanti in questo documento.

Mentre lavoravamo a queste e altre conclusioni, ci siamo ricordati del concetto di incertezza radicale, in cui l'incertezza non può essere quantificata da distribuzioni statistiche o da risultati medi ponderati per la probabilità, ma è piuttosto non misurabile e rappresenta un'incognita inconoscibile. Di conseguenza, pur avendo discusso le previsioni puntuali per la crescita e l'inflazione, abbiamo convenuto che la gamma dei possibili risultati è particolarmente ampia.

Di una cosa tuttavia siamo certi: riprendendo il Misery index creato da Arthur Okun (negli anni 60), che somma i tassi di inflazione e di disoccupazione per caratterizzare l'andamento dell'economia, banche centrali e governi hanno di fronte uno scenario di crescente *difficoltà* (si veda la Figura 1).

CONDIZIONI DI PARTENZA

Per capire cosa potrebbe significare questa sofferenza per le economie, i mercati e gli investitori, è utile ricordare le condizioni iniziali e i recenti sviluppi dal nostro ultimo Forum ciclico di marzo. La guerra in Ucraina era appena iniziata e, nonostante le prospettive fossero molto incerte, abbiamo elaborato cinque indicazioni fondamentali per il futuro. In primo luogo, la guerra ha rappresentato uno shock economico "anti-Goldilocks", per cui l'accelerazione dell'inflazione sarebbe stata accompagnata da una crescita del PIL reale più lenta (o addirittura negativa). In secondo luogo, dato l'impatto sulle catene di approvvigionamento,

sarebbero state probabili risposte non lineari alla crescita e all'inflazione. In terzo luogo, la relativa dipendenza dell'Unione Europea (UE) dall'energia russa avrebbe potuto generare una maggiore divergenza economica tra le regioni. In quarto luogo, le condizioni finanziarie si sarebbero inasprite, poiché le banche centrali si sarebbero concentrate probabilmente sulla lotta all'inflazione piuttosto che sul sostegno alla crescita. In quinto luogo, con l'inflazione e il debito pubblico già elevati a causa della pandemia, la risposta fiscale allo shock sarebbe stata probabilmente limitata. (Si veda il nostro [Oulook di marzo 2022 "Anti Goldilocks"](#))

Figura 1 – Somma di inflazione e disoccupazione ai livelli più elevati dagli anni 80 nei mercati sviluppati

Misery Index - mercati sviluppati



Fonte: Haver Analytics, Arthur Okun, ed elaborazioni PIMCO al settembre 2022. Il misery index rappresenta la somma dei tassi di inflazione e disoccupazione. I dati dei mercati sviluppati comprendono l'area degli Stati Uniti, del Regno Unito, del Giappone, del Canada e dell'euro.

Da allora, il quadro macroeconomico si è sviluppato in generale lungo le direttrici che avevamo prospettato. Tuttavia, gli shock sono stati molto più pronunciati in diversi modi chiave: le interruzioni economiche della guerra si sono intensificate, le sanzioni occidentali e la risposta della Russia, che ha limitato e, più di recente, interrotto i flussi del gas attraverso i vari gasdotti che approvvigionano l'Europa, avranno conseguenze economiche rilevanti. Le pressioni inflazionistiche appaiono più radicate, non solo negli Stati Uniti ma anche nelle diverse regioni mondiali e la focalizzazione delle banche centrali sulla lotta all'inflazione ha prodotto un inasprimento molto più deciso delle condizioni finanziarie rispetto al previsto e più marcato negli Stati Uniti per la forza del Dollaro.

Da marzo si sono verificati anche alcuni eventi imprevisti. La crescita cinese si è inaspettatamente arrestata, a causa delle chiusure a singhiozzo di COVID-19 e di un approccio frammentario all'allentamento delle politiche che ha pesato sull'attività. Inoltre, le politiche fiscali delle varie regioni sono ora più divergenti, con il Regno Unito e l'area dell'euro che stanno attuando un maggiore sostegno alla domanda. In effetti, gli sforzi per attutire l'impatto dell'aumento dei prezzi dell'energia sui consumatori e sulle imprese sono diventati la principale priorità politica di questi governi. Nel Regno Unito, a fine settembre è stato annunciato un ampio pacchetto fiscale che, tra l'altro, prevede un taglio generalizzato delle imposte e un tetto ai costi energetici per le famiglie, pari a circa il 4%-5% del PIL solo nel primo anno. Nel frattempo, diversi paesi dell'area dell'euro si sono mossi per espandere la spesa pubblica sotto forma di tetti all'energia, trasferimenti fiscali e sussidi nel tentativo di attenuare gli effetti negativi sui redditi discrezionali dell'aumento dei costi energetici. Di recente, il governo tedesco ha proposto un meccanismo per limitare i prezzi dell'energia, che si stima costerà il 5% del PIL. Tuttavia, per essere sicuri, gli importi di spesa aggregati a livello dell'area dell'euro non sembrano neanche lontanamente paragonabili a quelli proposti nel Regno Unito.

PROSPETTIVE ECONOMICHE: DIFFICOLTÀ CHE MONTANO SUL VERSANTE MACROECONOMICO

Questi sviluppi incideranno sull'economia globale con uno scarto temporale e prevediamo tre cruciali implicazioni per le prospettive economiche sull'orizzonte dei prossimi 6-12 mesi:

1) La recessione è più probabile che non; la disoccupazione è destinata ad aumentare

Recessione e disoccupazione in aumento nei principali mercati sviluppati, soprattutto nell'Area Euro e nel Regno Unito, appaiono alquanto probabili nonostante gli ulteriori sforzi dei governi per sostenere le rispettive economie.

Il tumulto geopolitico ha spinto la Russia a ridurre drasticamente e persino interrompere i flussi di gas attraverso i diversi gasdotti che approvvigionano l'Europa, di cui la Russia era il principale fornitore per l'energia importata. Benché l'Eurozona abbia risposto con piani di razionamento volontario, maggiori importazioni di gas da altri paesi del mondo e misure fiscali per distribuire gli oneri, gli europei sono tuttora alle prese con prezzi del gas a livelli record (e la minaccia di razionamenti obbligatori nell'eventualità di un inverno più rigido del consueto), che riducono i redditi reali disponibili, rendono antieconomiche molte attività produttive e determinano rincari nelle filiere globali.

Sebbene i legami commerciali diretti fra la Russia e altri grandi mercati non europei siano più limitati, poiché ci sono ripercussioni sulla produzione industriale europea e sui relativi flussi commerciali verosimilmente ne risentiranno anche il Regno Unito, gli Stati Uniti e altri paesi sviluppati. Il Regno Unito appare particolarmente vulnerabile, nonostante il pacchetto di stimolo fiscale mirato soprattutto a difendere le famiglie dai rincari energetici, per i suoi forti legami commerciali con l'Europa e più in generale per la dipendenza dalle importazioni di energia.

Allo stesso tempo, anche il PIL reale degli Stati Uniti probabilmente registrerà una fase di modesta contrazione che spingerà il tasso di disoccupazione al di sopra di alcune stime del NAIRU (il tasso di disoccupazione di equilibrio, ossia coerente con un'inflazione stabile, che è intorno al 4% secondo l'Ufficio di Bilancio del Congresso americano). La robusta produzione domestica di energia contribuisce a isolare gli Stati Uniti dalla crisi di scarsità energetica dell'Europa e del Regno Unito. Tuttavia, le ripercussioni sui flussi commerciali con l'Europa e sulle filiere di approvvigionamento rappresentano uno shock stagflazionistico che probabilmente eserciterà un freno sull'economia americana in un momento nel quale è già alle prese con uno dei più celeri inasprimenti delle condizioni finanziarie dalla crisi finanziaria del 2008, fiducia di famiglie e imprese in generale bassa ed elevata incertezza, tutti fattori che innalzano il rischi di hard landing per l'economia a stelle e strisce. Benché la componente di origine europea riguardi solo il 3% dei beni e dei servizi consumati negli Stati Uniti (secondo i dati OCSE sugli scambi a valore aggiunto al febbraio 2021), la pandemia ha dimostrato che la carenza di piccoli componenti a valore aggiunto può avere grandi effetti sulle filiere. Le vulnerabilità sul fronte dell'industria chimica tedesca, il cui contributo è importante per una serie di prodotti, tra cui fertilizzanti, componenti industriali e automobili, destano particolare preoccupazione. Il combinarsi di questi shock è previsto pesare sulla profittabilità delle imprese, limitare gli investimenti e in definitiva comportare un tasso di disoccupazione più alto negli Stati Uniti.

Infine, benché non ci aspettiamo una recessione in Cina, ravvisiamo tuttavia rischi di ribasso per la crescita reale derivanti dalla politica zero COVID e dalla contrazione del settore immobiliare nel paese del Dragone. Inoltre, nonostante un aumento degli scambi con la Russia, il calo delle esportazioni cinesi verso Stati Uniti, Europa ed altre economie sviluppate verosimilmente eserciterà un forte freno sugli obiettivi di crescita che le autorità cinesi mirano a mantenere.

Nonostante questo difficile scenario, la nostra previsione di base è per una recessione relativamente poco profonda nei principali mercati sviluppati dato che 1) i bilanci di famiglie e settori privati sono rimasti solidi, in media, 2) i vincoli di debito diventano meno vincolanti negli ambienti inflazionistici e 3) fino ad oggi, il rapido inasprimento delle condizioni finanziarie non si è ancora tradotto in ampie tensioni nei mercati dei finanziamenti bancari. Tuttavia, il recente inasprimento delle condizioni finanziarie globali sulla scia degli annunci di misure fiscali nel Regno Unito funge da promemoria sui legami che esistono fra economie reali e mercati finanziari e sui rischi di un incidente sui mercati finanziari che possa determinare una recessione più severa nei principali mercati sviluppati.

2) L'inflazione

I tassi di inflazione di fondo al di sopra degli obiettivi delle banche centrali oggi appaiono più radicati e benché sia tuttora probabile che l'inflazione complessiva alla fine si moderi in modo significativo nel nostro orizzonte ciclico, al momento sembra che verosimilmente impiegherà più tempo a farlo.

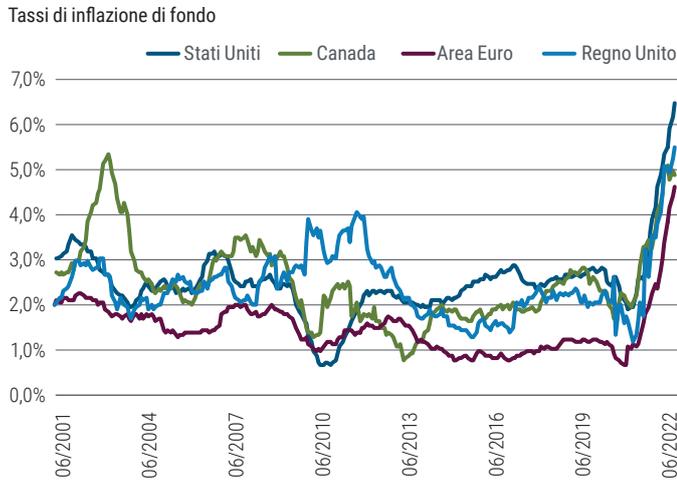
I consumatori probabilmente avvertiranno la morsa dei rincari energetici con vario grado nell'Eurozona e nel Regno Unito, a fronte delle iniziative dei governi per cercare di mitigare e persino di mettere un tetto al trasferimento dei costi ai consumatori finali. La riduzione dei prezzi globali del greggio dovrebbe aiutare a raffreddare l'inflazione complessiva in altre regioni, tra cui Stati Uniti, Canada e Australia. Prevediamo una notevole moderazione dell'inflazione complessiva nella maggior parte delle regioni nel nostro orizzonte ciclico. Tuttavia, parte di quella moderazione attesa è dovuta a un'ipotesi tecnica: usiamo infatti le curve dei futures sull'energia per prevedere l'inflazione energetica. Al pari di molti altri aspetti, le prospettive per i prezzi globali dell'energia sembrano più incerte del consueto in quanto a fronte di prospettive di recessione nei mercati sviluppati, potrebbero profilarsi anche limitazioni negli approvvigionamenti derivanti non solo dalla guerra in Ucraina ma anche dalla transizione globale dai combustibili fossili all'energia verde.

Più importante a nostro avviso è che l'elevata inflazione di fondo comincia ad apparire più radicata. L'inflazione si è propagata al di là delle categorie interessate dai singulti della produzione mondiale legati alla pandemia per comprendere anche componenti del paniere dei prezzi che tendono a essere più cicliche, tra cui gli alloggi e i servizi. In effetti, le rilevazioni di inflazione "vischiosa" sono aumentate in generale nei principali mercati sviluppati con un'accelerazione che negli Stati Uniti è la più pronunciata (si veda la Figura 2). Inoltre, negli ultimi due anni le misure delle aspettative di inflazione a più lungo termine hanno registrato una tendenza generale al rialzo (cfr. grafico 3), mentre la tensione dei mercati del lavoro ha spinto al rialzo i salari. Questo vale particolarmente per gli Stati Uniti, dove le pressioni salariali si sono estese dai lavori non specializzati a bassa retribuzione nei settori dei servizi a una serie di altri settori, occupazioni e livelli di specializzazione.

Benché nel nostro scenario di base prevediamo che ci vorrà più tempo rispetto a quello che le banche centrali avevano recentemente sperato affinché l'inflazione di fondo receda, i rischi di ribasso per le prospettive della crescita reale segnalano altresì un'incertezza maggiore del solito riguardo all'inflazione e la possibilità non remota di una contrazione disinflazionistica più drastica.

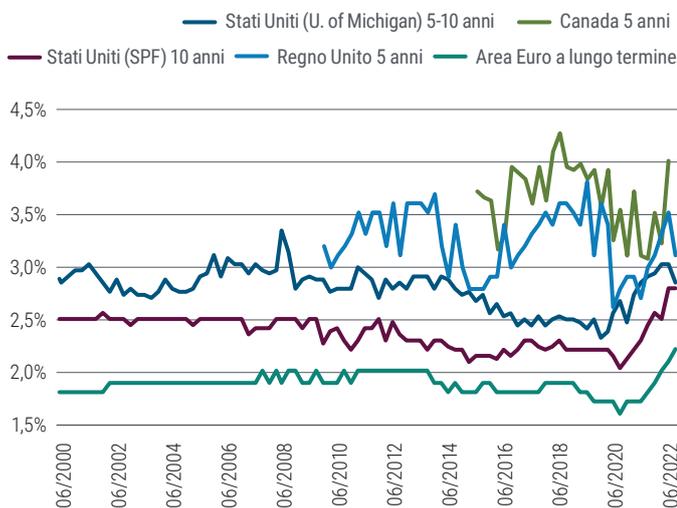
Forse l'aspetto più preoccupante per le banche centrali è che l'inflazione elevata e crescente si è verificata in un contesto di sforzi secolari per costruire la resilienza della catena di approvvigionamento e la transizione verso fonti energetiche verdi (si veda il nostro *Secular Outlook* di giugno 2022: "[Raggiungere la resilienza](#)"). Alla fine, i prezzi più alti dovrebbero fornire un forte incentivo all'innovazione, ma le implicazioni cicliche di questi sviluppi secolari sono costi più elevati che tendono a impedire all'inflazione dei prezzi al consumo di tornare ai livelli più bassi, precedenti alla pandemia.

Figura 2 – L’inflazione di fondo è diventata considerevolmente più radicata, o vischiosa, in diversi mercati sviluppati



Fonte: Haver Analytics ed elaborazioni PIMCO al settembre 2022. I panieri di prezzi "vischiosi" sono costruiti usando le categorie meno volatili per ciascun paese/regione mondiale dal 2012 al 2019. La metodologia è basata sul lavoro di ricerca di Michael F. Bryan e Brent Meyer "Are some prices in the CPI more forward looking than others? We think so," (Federal Reserve Bank of Cleveland, 2010).

Figura 3 – Le aspettative di inflazione di lungo termine tendono in generale al rialzo



Fonte: Haver Analytics al settembre 2022. Dati degli Stati Uniti (U. Michigan): aspettative di inflazione a 5-10 anni dell'indagine dell'Università del Michigan presso i consumatori. Dati canadesi: aspettative sui prossimi 5 anni dell'indagine della Banca centrale del Canada presso i consumatori. Dati degli Stati Uniti (Previsori): aspettative di inflazione (CPI) per i prossimi 10 anni del sondaggio dei previsori professionali. Dati del Regno Unito: indagine delle aspettative di inflazione a 5 anni della Bank of England presso i consumatori. Dati dell'Area Euro: Indagine delle aspettative di inflazione di lungo termine della BCE presso i previsori professionali.

3) Politica monetaria: più restrittiva, più a lungo

Aumento della disoccupazione e inflazione ostinatamente al di sopra dei target è una combinazione che ha messo le banche centrali in una posizione difficile, tuttavia in generale le loro azioni ad oggi indicano che gli istituti centrali sono completamente concentrati sulla lotta all'inflazione. Il rischio che un'inflazione più elevata contribuisca ad aspettative di inflazione al rialzo e così via, appare più acuto nel contesto di tendenze inflazionistiche più diffuse rispetto ai soli effetti degli shock sul lato dell'offerta legati alla pandemia. E con l'estendersi dell'inflazione è molto meno chiaro se l'inflazione si modererà da sé senza dover operare ulteriore stretta monetaria per portare i tassi di interesse reali al di sopra dei livelli del tasso neutrale. Ad oggi, i tassi di interesse reali sono rimasti bassi nonostante il generale inasprimento delle condizioni finanziarie, il che lascia presagire ulteriori aumenti dei tassi nominali.

La Banca Centrale Europea (BCE) probabilmente è l'istituto che è alle prese con l'equilibrio più difficile fra occupazione e inflazione, sebbene il suo mandato ufficiale riguardi la sola stabilità dei prezzi. Fra le principali economie, l'Area Euro è quella più colpita dalle conseguenze della guerra in Ucraina e delle sanzioni nei confronti della Russia e probabilmente quella che andrà incontro alla maggiore contrazione del PIL. Tuttavia, poiché le sanzioni occidentali (e le interruzioni delle forniture energetiche russe) verosimilmente non verranno rimosse tanto presto, la BCE probabilmente dovrà posizionare la politica monetaria con uno sguardo rivolto a restringere la domanda a fronte di nuove limitazioni delle forniture. Sicuramente, le stime del tasso di interesse neutrale reale per l'Europa lo collocano ben al di sotto dei tassi di altri mercati sviluppati e suggeriscono che la BCE abbia meno lavoro da fare per passare a una posizione di politica monetaria restrittiva.

Con l'inflazione ben al di sopra degli obiettivi a lungo termine, ulteriori rialzi dei tassi sono probabilmente adeguati, poiché le autorità cercano di conseguire un andamento restrittivo.

La Federal Reserve, la Bank of England (BoE), la Bank of Canada (BoC), e le banche centrali di altri mercati sviluppati sono alle prese con analoghi trade-off. Tuttavia, con l'inflazione che corre ben al di sopra degli obiettivi di lungo termine, ulteriori rialzi dei tassi sono probabilmente opportuni per cercare di raggiungere una posizione di politica monetaria restrittiva - soprattutto nel Regno Unito, dove ci attendiamo che la BoE la attui per compensare i recenti interventi di politica fiscale - prima di fermarsi, affinché l'inflazione rallenti in modo significativo riportandosi verso l'obiettivo. Negli Stati Uniti, ci aspettiamo che la Fed alzi il tasso di riferimento portandolo in un intervallo del 4,5-5% prima di fare una pausa per valutare gli effetti della stretta sull'economia (visto che gli effetti della politica monetaria si riverberano sull'economia con uno scarto temporale di lunghezza variabile).

Quanto dovranno salire i tassi ufficiali dei mercati sviluppati per avere condizioni finanziarie sufficientemente restrittive in definitiva dipenderà dalla sensibilità ai tassi di interesse delle rispettive economie. A giudicare dalla recente performance del mercato immobiliare, le banche centrali di Canada, Australia e Nuova Zelanda potrebbero raggiungere il punto in cui fare la pausa prima di quelle degli Stati Uniti e soprattutto del Regno Unito. In quest'ultimo paese, a seguito delle annunciate misure fiscali, l'approdo finale del tasso ufficiale fissato dalla BoE potrebbe essere ben al di sopra di quello stabilito dagli istituti centrali di altri mercati sviluppati, nonostante la BoE sia recentemente passata dal ridurre al tornare ad espandere il suo bilancio nel tentativo di mitigare i rischi sistemici per il sistema previdenziale britannico derivanti dal rapido aggiustamento dei tassi di interesse di lungo termine.

In questo quadro, l'unica eccezione è rappresentata dalla Bank of Japan (BoJ) in quanto l'inflazione in Giappone sinora si è mantenuta sorprendentemente contenuta. Se le dinamiche dell'inflazione nel paese del Sol Levante alla fine dovessero seguire le orme degli altri paesi suoi pari a livello internazionale, ci aspettiamo che la BoJ modificherà la politica monetaria in modo conseguente. Tuttavia, per il momento, a fronte di pressioni salariali tuttora modeste, la BoJ verosimilmente resterà concentrata ad ancorare le aspettative d'inflazione che si sono adattate all'inflazione persistentemente al di sotto dell'obiettivo della banca centrale nel corso degli anni.

Inutile dire che queste prospettive di politica monetaria innalzano il rischio di hard landing. Benché nel nostro scenario di base prevediamo una recessione poco profonda, i rischi di incidenti sui mercati finanziari o di subitanei stop sui mercati del debito tenderanno a essere elevati in un contesto in cui le banche centrali, usando gli strumenti spuntati dei tassi di interesse e del bilancio, dovessero rallentare la domanda.

Questi effetti di secondo impatto sono difficili da prevedere ex ante, in quanto i legami sistematici con i mercati finanziari diventano evidenti solo dopo un certo tempo quando i mercati sono già in condizioni di criticità.

LA PROSSIMA RECESSIONE: POCO PROFONDA MA PIÙ LUNGA

Benché nel nostro scenario di base prevediamo recessioni poco profonde nei mercati sviluppati, non ci aspettiamo un rapido rimbalzo della crescita a un tasso superiore al tendenziale. Con l'inflazione che corre ben al di sopra degli obiettivi delle banche centrali e con disavanzi e debiti pubblici che dopo la pandemia sono notevolmente più elevati, anche la risposta di politica fiscale alla flessione dell'attività economica verosimilmente sarà più flebile, con prospettive di crescita fiacca e al di sotto del tendenziale per qualche tempo dopo la fase di contrazione. Potrebbe volerci del tempo prima che il misery index, anche dopo avere raggiunto il picco, raggiunga un livello più rassicurante, in quanto la minore inflazione avrà come contraltare una disoccupazione più elevata.

Benché ci attendiamo che le misure di sostegno fiscale in Europa e nel Regno Unito attenuino l'impatto dello shock per le rispettive economie, è tuttavia improbabile che saranno sufficienti a evitare una recessione a fronte della probabile risposta delle banche centrali alle ulteriori pressioni inflazionistiche, o che saranno in grado successivamente di risollevare la crescita e riportarla al di sopra del tendenziale. Al contempo, negli Stati Uniti, appare probabile solo un ulteriore sostegno fiscale di tono minore sul breve termine visto che l'inflazione alta preoccupa sia Repubblicani che Democratici.

Benché un tale quadro fiscale, abbinato alla politica restrittiva delle banche centrali, non sia favorevole per la crescita nell'orizzonte ciclico, è probabilmente esattamente quello che serve per domare l'inflazione. L'esperienza della pandemia ha infatti illustrato chiaramente che l'inflazione è un fenomeno non solo monetario ma anche fiscale.

Implicazioni per gli investimenti

A fronte dei rendimenti più alti sulle diverse scadenze, crediamo che le argomentazioni a favore degli investimenti in obbligazioni siano oggi più robuste. Riteniamo che oggi ci si possa aspettare che i mercati obbligazionari di alta qualità offrano rendimenti molto più in linea con le medie di lungo termine, siamo inoltre dell'avviso che la porzione a breve delle curve dei rendimenti nella maggior parte dei mercati già sconti a sufficienza la stretta monetaria. Ravvisiamo abbondanti opportunità di cogliere benefici da questo valore in crescita sui mercati obbligazionari. Ad esempio, gli investitori potrebbero coniugare l'esposizione a rendimenti da benchmark di alta qualità – che sono cresciuti in modo significativo nell'ultimo anno – con un'esposizione selettiva a settori a spread di alta qualità, con l'aggiunta di potenziale alfa dalla gestione attiva. Crediamo che il potenziale di rendimento sia convincente alla luce delle prospettive cicliche e che molti investitori potrebbero essere remunerati dal tornare a investire in obbligazioni.

In aggiunta al potenziale di reddito più elevato, i rendimenti obbligazionari sono sufficientemente alti da offrire potenziale di plusvalenze nell'eventualità di esiti di inflazione e di crescita inferiori alle attese o debolezza più marcata dei mercati azionari. Ci attendiamo il riaffermarsi di correlazioni negative più normali fra le obbligazioni di alta qualità e le azioni, con conseguente rafforzamento delle caratteristiche di copertura delle obbligazioni core di qualità, che in generale sono previste

Riteniamo che attualmente i mercati obbligazionari di alta qualità possano offrire rendimenti molto più coerenti con le medie di lungo periodo.



creocere in valore in caso di flessione dell'azionario. Inoltre, i maggiori rendimenti offerti sui mercati obbligazionari attualmente potrebbero contribuire a remunerare coloro che scelgono di attendere che passi questo periodo di incertezza e di volatilità potenzialmente più elevata.

Certo, se l'inflazione dovesse essere più persistente di quanto ci aspettiamo, le banche centrali potrebbero essere costrette a rialzare i tassi più di quanto non sia attualmente previsto, e se le recessioni dovessero essere poco profonde come ci aspettiamo, i responsabili delle politiche potrebbero essere lenti a tagliare i tassi per stimolare la crescita, dato l'elevato livello di inflazione di partenza. È probabile che la "put" delle banche centrali sia più "out of the money" rispetto all'ultimo decennio o due, il che significa che sembra più rischioso del solito supporre che le banche centrali adotteranno la politica monetaria per supportare mercati in difficoltà. L'ottica di lungo termine dovrebbe aiutare gli investitori a mantenere la rotta nelle fasi di incertezza.

Tuttavia, un chiaro cambiamento nella traiettoria dell'inflazione potrebbe certamente tradursi in un brusco cambiamento verso i timori per la crescita e la stabilità del mercato. Se da un lato ci aspettiamo che il modello più normale di azioni e obbligazioni che si muovono in direzioni diverse si ristabilisca gradualmente, dall'altro vediamo il rischio particolare che, in caso di maggiori dislocazioni macro/mercato, si possa verificare una brusca normalizzazione della correlazione tra mercati obbligazionari e azionari, con conseguenti rischi per i portafogli che non hanno la flessibilità e la capacità di resistere alla transizione.

STRATEGIE OBBLIGAZIONARIE CORE

Nei portafogli core a reddito fisso, questo è un contesto in cui siamo disposti a prendere la decisione attiva e deliberata di ridurre il rischio su una serie di fattori di rischio e di mantenere una certa liquidità. La gestione della liquidità è sempre importante, ma è particolarmente importante in un contesto di mercato difficile e altamente incerto. In linea con le nostre prospettive secolari, cercheremo di mantenere i portafogli in grado di resistere a una serie di eventi economici, geopolitici e di mercato.

Ravvisiamo valore emergente nella duration di alta qualità e valore negli attivi a spread di qualità elevata. Nell'orizzonte ciclico prevediamo di avere valide opportunità di incrementare il rischio nei portafogli nei posizionamenti sia sulla duration che sugli spread, ma nell'orizzonte immediato, sottolineiamo la necessità di essere molto cauti su ambo i versanti.

Riguardo alla duration, prevediamo di essere prossimi alla neutralità nei portafogli focalizzati su benchmark. Riteniamo che la duration appaia in generale equa e a metà dei range attesi per la maggior parte dei mercati globali. A fronte dei rischi di inflazione nel breve termine, in alcuni casi potremmo detenere piccoli sottopesi di duration, ma in generale la nostra convinzione sulla duration è bassa, crediamo di poter puntare a rendimenti interessanti sui mercati obbligazionari senza esporre i portafogli a eccessivo rischio di tasso di interesse. Riteniamo il Giappone un caso speciale e che per questo paese sarà opportuno per alcune delle nostre strategie posizionarsi per l'allontanamento della BoJ dal controllo della curva dei rendimenti nel tempo.

MORTGAGE-BACKED SECURITIES (MBS)

Prevediamo di detenere posizioni di sovrappeso negli MBS agency, con una predilezione per quelli che offrono cedole più alte alla luce delle valutazioni nonché del consistente stock di MBS a cedola bassa nel bilancio della Fed. Gli MBS agency sono titoli con rating AAA che offrono spread relativamente appetibile, alti livelli di resilienza e buona liquidità. Sebbene ci sia il rischio che la Federal Reserve a un certo punto cominci a vendere gli MBS a cedola bassa che detiene in bilancio nell'ambito del suo processo di restrizione quantitativa (rispetto a semplicemente limitare l'importo del capitale reinvestito), non ci aspettiamo che quel rischio si materializzi nell'attuale difficile contesto ciclico.

CREDITO SUI MERCATI PUBBLICI E PRIVATI E PRODOTTI STRUTTURATI

Riguardo agli attivi a spread, punteremo all'equilibrio fra la cautela sul breve termine nell'attuale contesto di incertezza e rischi di recessione, e la focalizzazione di lungo termine su attivi di alta qualità resilienti che potrebbero andare incontro a ulteriore aumento degli spread ma per i quali noi crediamo il default sia altamente improbabile. Questo comprende una gamma di prodotti strutturati di alta qualità, debito investment grade di alta qualità, titoli finanziari di alta qualità e anche alcuni titoli high yield nel credito che crediamo presentino sufficiente resilienza di bilancio per superare un ventaglio di esiti economici avversi. Prevediamo un sottopeso sul credito societario generico.

Ci impegneremo a evitare le aree dei mercati del credito che sono molto sensibili al ciclo economico. Ciò include le esposizioni più deboli alle obbligazioni societarie dei mercati emergenti, i prestiti bancari a più basso rating e i segmenti del mercato del credito privato, dove probabilmente i mutuatari a più basso rating dovranno affrontare l'impatto diretto dei tassi ufficiali delle banche centrali più elevati tramite costi di servizio del debito più elevati, che probabilmente saranno accompagnati dal deterioramento degli utili.

Crediamo che la prevista volatilità nell'economia reale e sui mercati finanziari porterà opportunità incredibilmente appetibili per gli investitori dotati di pazienza e capitale fresco. Il divario fra mercati pubblici e privati nelle valutazioni degli attivi resta estremo ma con il conformarsi dei mercati privati e il palesarsi di difficoltà nello spazio del credito societario e in quello immobiliare dovrebbero emergere opportunità di generare potenzialmente rendimenti di grande valore. Questa è una delle nostre view a più alta convinzione.

VALUTE E MERCATI EMERGENTI

Sul versante delle valute, cercheremo verosimilmente di evitare grandi posizioni sul Dollaro americano, bilanciando la valutazione elevata del biglietto verde – che ci aspettiamo raggiunga il picco nei prossimi trimestri – con il costante rischio di fuga verso la qualità a fronte di un rallentamento della crescita globale. Ci attendiamo di trovare opportunità relative value in valute diverse da quella statunitense.

Tenderemo a essere cauti sulle esposizioni ai mercati emergenti in questa fase del ciclo economico e alla luce dell'incertezza sull'approdo finale della Fed rispetto ai tassi di interesse. Tuttavia i mercati emergenti offrono un insieme molto ampio di opportunità di investimento. I tassi reali elevati e il considerevole aumento degli spread in confronto ai corrispondenti mercati del credito sviluppati potrebbero offrire un po' di cuscinetto rispetto alla volatilità politica e geopolitica. Crediamo inoltre che si sia creato valore idiosincratico in un sottogruppo di paesi dei mercati emergenti e questo consente a un approccio attivo di gestione di cercare di trarre benefici dai percorsi divergenti fra i paesi dei mercati emergenti nell'assorbimento degli shock derivanti dalle economie sviluppati e dalla Cina.

MATERIE PRIME E OBBLIGAZIONI INDICIZZATE ALL'INFLAZIONE

I mercati delle materie prime restano all'epicentro delle sfide che interessano i mercati in generale. Ciò detto le commodity possono offrire una potente copertura dai rischi di inflazione.

Le forze opposte di economie in rallentamento e protratti vincoli sul lato dell'offerta creano significativa incertezza per le prospettive dei prezzi delle materie prime. Un calo precipitoso delle forniture di gas naturale tubato non solo è stato un potente catalizzatore dell'inflazione dei consumatori, ma è anche passata direttamente ad altri mercati delle materie prime, come energia, carbone, metalli di base, olio e fertilizzanti, quest'ultimo aumenta solo il costo per gli agricoltori e riduce gli incentivi per l'espansione della superficie. Sebbene la capacità della Russia di sconvolgere i mercati del gas e dell'energia elettrica sia ridotta, dato il già forte calo delle forniture, le imminenti sanzioni sul commercio petrolifero, comprese le restrizioni sulle assicurazioni per il trasporto marittimo, possono potenzialmente costringere le forniture russe ad abbassarsi ulteriormente. Con la capacità di riserva dell'OPEC+ vicina al livello più basso degli ultimi 20 anni, qualsiasi perdita nelle forniture russe sarebbe di supporto ai prezzi del petrolio da qui in poi. Gli indici delle materie prime, come il Bloomberg Commodity Index, offrono attualmente un carry positivo superiore al 10% a settembre 2022 (il che significa che le curve a termine stanno già scontando un notevole calo dei prezzi delle materie prime nell'orizzonte ciclico). Alla luce del contributo delle materie prime all'inflazione complessiva e della loro influenza sulla politica monetaria delle banche centrali, il caso di utilizzare le esposizioni alle materie prime come copertura dei rischi di inflazione è stato raramente più robusto.

Continuiamo inoltre a credere che una modesta allocazione a obbligazioni del Tesoro americano indicizzate all'inflazione (TIPS) sulle scadenze più lunghe possa contribuire alla copertura dall'inflazione a fronte di valutazioni ragionevoli.

ASSET ALLOCATION E AZIONARIO

Nei nostri portafogli di asset allocation prevediamo di sottopesare il rischio di beta azionario complessivo. Vediamo un rischio di ribasso per i mercati azionari globali, date le valutazioni di partenza e le aspettative di consenso sugli utili che, a nostro avviso, non tengono ancora pienamente conto dell'inasprimento in corso da parte delle banche centrali e dell'aumento del rischio di recessione. Prevediamo un deprezzamento dei multipli degli utili e una riduzione degli utili per azione (EPS). Le aziende devono navigare in un contesto estremamente difficile, in cui la domanda si sta lentamente affievolendo e le pressioni sui costi persistono, minacciando così una contrazione dei margini. In questo contesto, prevediamo di sottopesare i settori più ciclici e di privilegiare le società di alta qualità a valutazioni ragionevoli con bilanci solidi e con un'esposizione a settori più difensivi.

Tutti gli investimenti contengono rischi e possono perdere valore. L'investimento nel mercato **obbligazionario** è soggetto a rischi, tra cui il rischio di mercato, di tasso di interesse, di emittente, di credito, di inflazione e di liquidità. Il valore della maggior parte delle obbligazioni e delle strategie obbligazionarie è influenzato dalle variazioni dei tassi d'interesse. Le obbligazioni e le strategie obbligazionarie con durate più lunghe tendono a essere più sensibili e volatili di quelle con durate più brevi; i prezzi delle obbligazioni generalmente scendono quando i tassi d'interesse aumentano e i contesti di bassi tassi d'interesse aumentano questo rischio. La riduzione della capacità delle controparti obbligazionarie può contribuire alla diminuzione della liquidità del mercato e all'aumento della volatilità dei prezzi. Gli investimenti obbligazionari possono avere un valore superiore o inferiore al costo originario al momento del rimborso. **Le materie prime** comportano rischi maggiori, tra cui condizioni di mercato, politiche, normative e naturali, e potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. **Le azioni** possono diminuire di valore a causa delle condizioni generali, reali e percepite, del mercato, dell'economia e del settore. L'investimento in **titoli denominati e/o domiciliati all'estero** può comportare un rischio maggiore dovuto alle fluttuazioni valutarie e ai rischi economici e politici, che possono essere maggiori nei mercati emergenti. **I tassi di cambio** possono fluttuare significativamente in brevi periodi di tempo e possono ridurre i rendimenti di un portafoglio. **I titoli garantiti da ipoteca e da attività** possono essere sensibili alle variazioni dei tassi di interesse, sono soggetti al rischio di rimborso anticipato e, sebbene siano generalmente sostenuti da un garante governativo, di agenzia governativa o privato, non vi è alcuna garanzia che il garante adempia ai propri obblighi. I riferimenti ai titoli garantiti da ipoteca Agency e non-agency si riferiscono ai mutui ipotecari emessi negli Stati Uniti. **Le obbligazioni indicizzate all'inflazione (ILB)** emesse da un governo sono titoli a reddito fisso il cui valore principale viene periodicamente adeguato in base al tasso di inflazione; le ILB diminuiscono di valore quando i tassi di interesse reali aumentano. I Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) sono ILB emessi dal governo degli Stati Uniti. **Credito privato** comporta un investimento in titoli non negoziati pubblicamente che possono essere soggetti al rischio di illiquidità. I portafogli che investono nel credito privato possono essere soggetti a leva finanziaria e a pratiche di investimento speculative che aumentano il rischio di perdita dell'investimento. **La diversificazione** non garantisce contro le perdite.

L'alfa è una misura della performance corretta per il rischio calcolata confrontando la volatilità (rischio di prezzo) di un portafoglio con la performance corretta per il rischio con un indice di riferimento; l'extra-rendimento rispetto al benchmark è alfa. **La Beta** è una misura della sensibilità dei prezzi alle oscillazioni del mercato. Il beta di mercato è pari a 1. **Roll-down** è una forma di rendimento realizzato con l'approssimarsi della scadenza di un'obbligazione, assumendo una curva dei rendimenti in pendenza verso l'alto.

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 Ltd (Company No. 2604517) is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (12 Endeavour Square, London E20 1JN) in the UK. The services provided by PIMCO Europe Ltd are not available to retail investors, who should not rely on this communication but contact their financial adviser. | **PIMCO Europe GmbH (Company No. 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Munich, Germany), PIMCO Europe GmbH Italian Branch (Company No. 10005170963), PIMCO Europe GmbH Irish Branch (Company No. 909462), PIMCO Europe GmbH UK Branch (Company No. 2604517) and PIMCO Europe GmbH Spanish Branch (N.I.F. W2765338E)** are authorised and regulated by the German Federal Financial Supervisory Authority (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt am Main) in Germany in accordance with Section 15 of the German Securities Institutions Act (WpIG). The Italian Branch, Irish Branch, UK Branch and Spanish Branch are additionally supervised by: (1) Italian Branch: the Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) in accordance with Article 27 of the Italian Consolidated Financial Act; (2) Irish Branch: the Central Bank of Ireland in accordance with Regulation 43 of the European Union (Markets in Financial Instruments) Regulations 2017, as amended; (3) UK Branch: the Financial Conduct Authority; and (4) Spanish Branch: the Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) in accordance with obligations stipulated in articles 168 and 203 to 224, as well as obligations contained in Title V, Section I of the Law on the Securities Market (LSM) and in articles 111, 114 and 117 of Royal Decree 217/2008, respectively. The services provided by PIMCO Europe GmbH are available only to professional clients as defined in Section 67 para. 2 German Securities Trading Act (WpHG). They are not available to individual investors, who should not rely on this communication. | **PIMCO (Schweiz) GmbH (registered in Switzerland, Company No. CH-020.4.038.582-2)**. The services provided by PIMCO (Schweiz) GmbH are not available to retail investors, who should not rely on this communication but contact their financial adviser.