



PROSPETTIVE  
CICLICHE  
PRIMAVERA 2021

# Inflazione, un viaggio di sola andata?

L'economia mondiale è pronta per un robusto rimbalzo ma gli investitori devono guardarsi dalla volatilità di mercato derivante da pronunciati timori di inflazione.



## SINTESI

- Per il 2021 prevediamo una ripresa mondiale robusta, sostenuta da consistente stimolo fiscale e politiche monetarie accomodanti in un contesto di uscita dai lockdown e di campagne vaccinali in accelerazione.
- Nonostante un'attesa fiammata temporanea nei prossimi mesi, crediamo che in generale l'inflazione si manterrà al di sotto del valore obiettivo delle banche centrali nell'arco dei prossimi 1-2 anni. I mercati però potrebbero fissarsi sui rischi d'inflazione sul breve termine e questo potrebbe contribuire a un'accresciuta volatilità.
- In questo contesto di incertezza, puntiamo a mantenere flessibilità e liquidità nei portafogli per poter rispondere agli eventi al loro manifestarsi.
- Ravvisiamo opportunità nei settori che beneficeranno della ripresa dal COVID, compresi gli ambiti legati all'immobiliare, i comparti industriale/aerospaziale, nonché in titoli bancari e finanziari selezionati. Prediligiamo MBS non-agency statunitensi e altri prodotti strutturati selezionati a livello mondiale, nonché posizioni orientate all'irripidimento della curva nei titoli sovrani di diversi paesi sviluppati e prevediamo di mantenere un sovrappeso sull'azionario nei portafogli multi asset.

### AUTORI:

#### Joachim Fels

Consulente economico globale

#### Andrew Balls

Chief Investment Officer  
Reddito fisso globale

Gli investitori devono guardarsi dai tranelli di false ripartenze dell'inflazione e mantenere flessibilità e liquidità nei portafogli per essere pronti a rispondere agli eventi in un contesto d'investimento che si preannuncia difficile e volatile.

Queste sono due delle conclusioni principali tratte nelle riunioni strategiche al nostro ultimo Cyclical Forum, tenutosi nuovamente in videoconferenza, a cui ha partecipato l'intero team mondiale dei professionisti dell'investimento di PIMCO. I nostri team economici hanno presentato le previsioni di scenario di base che contemplanò una robusta ripresa per l'economia mondiale e un'inflazione che a nostro giudizio, nonostante il gran parlare di reflazione, verosimilmente si confermerà inferiore all'obiettivo delle banche centrali nell'arco dei

prossimi 1-2 anni, salvo che per una temporanea fiammata nei prossimi mesi che potrebbe trarre in inganno i mercati. Nei capitoli che seguono illustriamo il nostro scenario di base e i relativi rischi.

Al di là di queste previsioni, nel dibattito al forum siamo tornati spesso sulla possibilità che i mercati finanziari possano non distogliere l'attenzione dai rischi di inflazione in una fase in cui le banche centrali dei diversi paesi del mondo si sono impegnate a mantenere una politica accomodante a lungo e la politica fiscale, quantomeno quest'anno, dovrebbe dare impulso alla crescita, e con uno stimolo davvero poderoso in particolare negli Stati Uniti.



Abbiamo osservato un netto aumento dei rendimenti obbligazionari, benché da bassissimi livelli di partenza, e un'accresciuta volatilità. Sui tratti a breve delle curve dei rendimenti è stata messa alla prova, almeno un po', la tesi secondo cui le banche centrali manterranno la calma e si atterranno al loro orientamento paziente di lungo termine. È alquanto probabile, secondo le nostre previsioni, che l'aumento dell'inflazione atteso nel prossimo futuro non perduri (si veda la Figura 1). Pare tuttavia altrettanto alquanto probabile che i mercati finanziari insisteranno a mantenere l'attenzione sui rischi di aumento dell'inflazione nel breve termine e che la volatilità resti elevata, rispetto al recente passato quantomeno.

Gli sviluppi positivi sul fronte delle vaccinazioni e l'espansione economica dovrebbero essere largamente già scontati dai mercati. Dobbiamo però vedere confermate le aspettative d'efficacia dei vaccini e di ripresa robusta per convalidare le valutazioni degli attivi rischiosi che a nostro avviso sono tra l'equo e l'esuberante. L'attuale ciclo economico è tuttavia piuttosto inedito, in quanto la recessione che si lascia alle spalle

è stata frutto di lockdown e di distanziamento sociale volontario anziché di tensioni economiche e finanziarie sottostanti, e le prospettive future inglobano una dose d'incertezza maggiore del consueto.

Benché postumi economici di medio termine siano una possibilità affatto remota, è probabile che assisteremo a un forte boom economico ciclico quest'anno. E con una combinazione davvero inconsueta di crescita che dovrebbe essere di un livello così robusto come solo i più veterani fra gli analisti ricordano e di nuova ortodossia nella politica fiscale, con stimolo maggiore negli Stati Uniti e minore in Europa, il cui principale obiettivo è divenuto assicurare la continuazione della ripresa, a cui si aggiunge l'impegno delle banche centrali a fare risalire l'inflazione e a ottenere una piena occupazione di stampo inclusivo, anche in questo caso con interventi di differente entità nei vari paesi. Quella dell'inflazione potrà rivelarsi una falsa ripartenza ma sono evidenti le ragioni per cui potrebbe esserci maggiore incertezza riguardo alla vera direzione di marcia.

Figura 1 - PIMCO prevede un percorso accidentato sul breve periodo per l'inflazione statunitense



Fonte: dati del Bureau of Labor Statistics degli Stati Uniti sino al 28 febbraio 2021; previsioni PIMCO dal 31 marzo 2021 al 31 dicembre 2022. I dati storici e previsionali sono riferiti alla variazione % anno su anno dell'inflazione di fondo e complessiva rilevata dall'indice dei prezzi al consumo statunitense (CPI).

# Implicazioni per gli investimenti: flessibilità e liquidità

In questo contesto, a fronte del potenziale di protratta volatilità, puntiamo a mantenere flessibilità nel nostro posizionamento di portafoglio per poter rispondere agli eventi al loro manifestarsi. Ciò significa, tra l'altro, attento dimensionamento delle posizioni, oculatissima gestione della liquidità e, in qualche caso, non allontanarsi troppo dai pesi del benchmark per il momento, in attesa di migliori occasioni più avanti in cui cogliere opportunità appetibili. Considerate le valutazioni attuali, riteniamo non costi granché incrementare la liquidità e che un approccio paziente oggi ci consenta di passare all'offensiva in futuro cogliendo le valide opportunità che verosimilmente sorgeranno in un contesto più volatile.

## DURATION

Prevediamo di mantenerci prossimi alla base in termini di duration, con tassi d'interesse a livelli più ragionevoli dopo i recenti movimenti di mercato. A fronte di un rendimento tra l'1% e il 2% per il decennale americano, prevediamo spostamenti ulteriori verso l'estremo superiore del range nel breve termine. Tuttavia, coi mercati che continueranno a fare congetture sulla portata della determinazione delle banche centrali e in un contesto in cui sono certamente possibili eccessi di rialzo rispetto ai fondamentali, non prevediamo vistosi spostamenti nei rendimenti globali nel lasciarci alle spalle il periodo del COVID rispetto ai livelli prevalenti prima dello shock della pandemia. Crediamo che le obbligazioni continueranno a fungere sia da riserva di valore che da potente copertura per gli attivi rischiosi in termini di asset allocation complessiva.

Delle maggiori banche centrali del mondo, l'americana, la giapponese e quella britannica hanno reagito con relativa pari equanimità ai recenti movimenti di mercato ritenendoli frutto di prospettive più vigorose. La Banca centrale europea può essersi preoccupata di più dei maggiori rendimenti, sebbene le sue ultime comunicazioni rendano abbastanza difficile stabilirlo, in una prospettiva completa e articolata.

Nella maggioranza dei casi le banche centrali tendono a preoccuparsi di più di aspettative di rialzo dei tassi che si riflettono nei tratti a breve scadenza delle curve dei rendimenti piuttosto che sulle scadenze più lunghe. Questa osservazione, unitamente alle preoccupazioni per false ripartenze dell'inflazione, rafforza la nostra disposizione strutturale di lungo corso verso posizioni orientate all'irripidimento della curva. L'impennata già osservata negli Stati Uniti depone a favore di un dispiegamento di questo orientamento nel Regno Unito, in Europa e in Giappone, in ottica di diversificazione mondiale.

## CREDITO

Prevediamo di mantenere in generale sovrappesi sui settori a spread. A nostro giudizio, gli MBS non-agency statunitensi e alcuni altri prodotti strutturati a livello globale tra cui gli MBS residenziali britannici offrono buone valutazioni rispetto alle obbligazioni societarie generiche nonché valide qualità difensive come testimonia la generale resilienza che hanno dimostrato durante lo shock sui mercati scatenato dalla pandemia nel 2020.

Nel segmento societario reputiamo appetibili le valutazioni e la liquidità offerte dagli indici dei credit default swap rispetto alle obbligazioni societarie fisiche nella maggioranza dei casi. Continueremo tuttavia a porre enfasi sulla generazione di alfa nella selezione dei singoli titoli obbligazionari con l'aiuto del nostro team globale di analisti e gestori obbligazionari. Ravvisiamo opportunità attraenti nei settori che beneficeranno della ripresa dal COVID, negli ambiti legati all'immobiliare, nei comparti, industriale/aerospaziale nonché in titoli bancari e finanziari selezionati e verosimilmente manterremo la focalizzazione su questo tipo di opportunità nelle strategie concentrate sul credito. Prevediamo che anche le strategie di credito privato trarranno beneficio da un contesto in cui gli investitori con ottica di lungo termine e capacità di tollerare i maggiori rischi possono attendersi di derivare interessanti premi per l'illiquidità.

## VALUTE E MERCATI EMERGENTI

Benché l'attuale fase di accresciuta volatilità tenderebbe a consigliare minore esposizione sul versante valutario, il nostro giudizio di base è che il connubio di crescita robusta nei diversi paesi e impegno della Fed a non affrettarsi ad alzare i tassi d'interesse a breve termine deponga a favore di un ulteriore modesto deprezzamento del Dollaro americano nel tempo. Nei nostri portafogli, ciò potrebbe suggerire una lieve esposizione a valute di mercati emergenti di alta qualità ma nel complesso prevediamo di essere piuttosto cauti nelle esposizioni tattiche sugli attivi dei mercati emergenti in una fase in cui la maggiore volatilità potrebbe continuare a pesare su di essi.

## AZIONI

Nei portafogli multi asset prevediamo di mantenere un sovrappeso sull'azionario, con predilezione per i titoli ciclici rispetto ai difensivi. Nonostante la recente volatilità, i fondamentali societari si confermano generalmente solidi come dimostrano gli ultimi risultati finanziari e le previsioni di utili futuri delle società. La selezione dei settori e dei titoli resta cruciale. Noi privilegiamo quei titoli che beneficeranno dello stimolo fiscale, della ripresa ciclica e dei cambiamenti dirompenti di lungo termine apportati dalle tecnologie. Continuiamo inoltre a prediligere i mercati azionari degli Stati Uniti e dell'Asia, regioni che probabilmente usciranno prima dalla pandemia e dovrebbero beneficiare delle misure di sostegno fiscale alla ripresa.

## MATERIE PRIME

Prevediamo modesti rialzi dei prezzi delle materie prime derivanti dall'accelerazione della crescita mondiale, dagli investimenti in infrastrutture e da livelli al momento generalmente ridotti delle scorte di magazzino. Riteniamo tuttavia che i rialzi dei prezzi nel complesso saranno limitati. Non crediamo di essere agli inizi di un ciclo di decisi apprezzamenti delle materie prime in quanto non ravvisiamo generale scarsità di offerta nella maggioranza dei mercati. Prendiamo ad esempio il petrolio, benché le scorte siano discese e la domanda sia in robusta ripresa, la quota di mercato dell'OPEC è ai minimi pluridecennali, l'offerta incrementale di shale può rendersi disponibile a prezzi attorno a quelli attuali e il costo dell'energia da rinnovabili continua a scendere anno dopo anno. Data l'importanza del petrolio nel comparto delle materie prime, anche alla luce delle continue innovazioni tecnologiche, reputiamo molto improbabile l'avvio di un ciclo di forti apprezzamenti.

# Prospettive economiche: in deciso rialzo

La crescita mondiale al momento sembra destinata a un rimbalzo ancora più robusto nel 2021 di quanto indicato nelle nostre [Prospettive Cicliche di gennaio](#). Da allora i governi hanno incrementato considerevolmente il sostegno di politica fiscale ed è stata impressa un'accelerazione alle campagne vaccinali che dovrebbe consentire una ripresa delle attività economiche nei settori dei servizi limitati dal COVID, nei prossimi due trimestri.

Pertanto dopo una contrazione del 3,5% nel 2020, il PIL mondiale attualmente è previsto crescere (ai tassi di cambio correnti) di oltre il 6% nel 2021, rispetto al 5% precedentemente previsto. Secondo le nostre stime nel 2021 la crescita probabilmente supererà l'8% in Cina, seguita a breve distanza dagli Stati Uniti con oltre il 7%. Persino in economie più fiacche come l'Area Euro e il Giappone la crescita dovrebbe essere superiore al tendenziale e attestarsi rispettivamente intorno al 4% e al 3%. Le nostre stime preliminari per il 2022 sono di crescita ancora superiore al tendenziale ma in moderazione, riflesso dell'ulteriore normalizzazione della situazione sanitaria a livello globale, di politiche monetarie ancora ampiamente accomodanti ma di impulso fiscale in esaurimento o negativo in molti paesi allo scadere delle misure emergenziali di sostegno e del venir meno degli sgravi fiscali.

## PERCORSO ACCIDENTATO PER L'INFLAZIONE ...

Il nostro scenario di base prevede un percorso accidentato quest'anno nei diversi paesi per l'inflazione dei prezzi al consumo, sia quella complessiva che, in misura minore, quella di fondo. Ciò potrebbe produrre giravolte nelle aspettative d'inflazione di lungo termine e, come già indicato, una falsa ripartenza dell'inflazione che potrebbe trarre in inganno i mercati obbligazionari.

Nei prossimi mesi, è probabile che la combinazione di effetti base, recenti aumenti dei prezzi dell'energia, e modifiche dei prezzi in settori in accresciuta attività determini una fiammata dell'inflazione rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Prevediamo tuttavia che una parte consistente di quel rialzo sarà annullata più avanti quest'anno in quanto nonostante la prevista robusta ripresa del mercato del lavoro, non si raggiungerà la piena occupazione. In generale, il nostro scenario di base prevede che l'inflazione di fondo resti al di sotto dell'obiettivo delle banche centrali in tutte le principali economie sviluppate nel 2021 e 2022.

## ... CON RISCHI AL RIALZO E AL RIBASSO

Ciò detto, occorre essere consapevoli dei rischi di rialzo dell'inflazione di diversa fonte. Per citarne alcune, la crescita economica e dell'occupazione potrebbero sorprendere al rialzo, i prezzi dell'energia potrebbero salire ulteriormente, pressioni di prezzo lungo la catena di fornitura nel settore tecnologico (semiconduttori ecc..) potrebbero trasferirsi nei prezzi dei beni e il maggior coordinamento delle politiche monetarie potrebbe spingere verso l'alto le aspettative d'inflazione.

Potrebbero all'opposto materializzarsi rischi di *ribasso* dell'inflazione in caso di accelerazione da parte delle imprese dei processi di automazione e digitalizzazione in risposta alla pandemia o qualora i prezzi degli attivi passassero dall'attuale boom a un crollo. Nel complesso, come abbiamo indicato nel nostro [Secular Outlook 2020](#), le prospettive per l'inflazione, soprattutto sul medio e più lungo termine, si sono fatte più incerte.

## LE BANCHE CENTRALI PROBABILMENTE NON CAMBIERANNO ROTTA

Riguardo alla politica monetaria, data la probabilità che nel corso del 2021 vengano compiuti "sostanziali progressi" verso i suoi obiettivi di occupazione e d'inflazione, ci attendiamo che la Fed avvii la graduale riduzione dei suoi acquisti di titoli nella parte finale di quest'anno o agli inizi del prossimo anno. Per evitare un altro taper tantrum, è probabile che questa mossa verrà segnalata con largo anticipo e sarà accompagnata da rassicurazioni che aumenti dei tassi non siano all'orizzonte sino a ben oltre la fine degli acquisti di titoli.

Benché i mercati attualmente scontino un primo rialzo dei tassi da parte della Fed a inizio 2023, il nuovo quadro di riferimento della Banca centrale americana che punta alla massima occupazione inclusiva e a un'inflazione media del 2% ci suggerisce una tempistica più lunga sulla base delle nostre previsioni (si veda la parte dedicata agli Stati Uniti più oltre in questo documento). La nostra previsione è in linea con le ultime indicazioni della Fed dopo la sua riunione di marzo da cui emerge che la maggioranza dei partecipanti continua a prevedere tassi invariati sino al 2024. (Per approfondimenti si veda il nostro [blog sulla riunione di marzo della Fed](#)).

# Previsioni regionali

La precisa evoluzione degli acquisti di titoli da parte della Banca centrale europea (BCE) sull'orizzonte ciclico appare meno prevedibile per la comunicazione confusa su cosa significhi "preservare condizioni di finanziamento favorevoli". Crediamo ciò rifletta un'evidente spaccatura in seno al Consiglio Direttivo della BCE su quanto la banca centrale debba essere aggressiva nella risposta ai rialzi dei rendimenti e in effetti sulla portata del suo impegno sull'obiettivo d'inflazione, considerato che al momento le previsioni della BCE sono di inflazione più prossima all'1% che al 2% sino a ben il 2023. Complessivamente riteniamo che Francoforte non cambierà rotta ma è probabile che sia più reattiva che proattiva nel rispondere a mutamenti delle condizioni finanziarie.

## STATI UNITI: PREVISTA LA CRESCITA PIÙ ALTA DA QUASI 40 ANNI

**Tiffany Wilding e Allison Boxer**

Prevediamo che la crescita del PIL reale degli Stati Uniti nel 2021 superi il 7%, in quanto il combinarsi del vigoroso stimolo fiscale e del miglioramento del quadro di salute pubblica dovrebbero dare forte impulso all'attività economica. Seppur parta da valori molto contratti, il PIL reale del paese è stimato crescere correndo a un ritmo che non si vedeva dal 1984. La campagna vaccinale è in fase avanzata e in linea con le nostre attese che la maggioranza della popolazione sarà vaccinata entro la fine del secondo trimestre. Le ulteriori misure di stimolo fiscale legate al COVID-19 approvate lo scorso dicembre e a marzo di quest'anno assommano a quasi 3.000 miliardi di Dollari e si stima daranno un contributo di 2,5-3 punti percentuali alla crescita del PIL reale nel 2021. Per il 2022 ci attendiamo una significativa decelerazione della crescita al 3% ma superiore al tendenziale, a fronte della netta diminuzione dell'impulso fiscale che sarà compensata dalle riaperture e dal protrarsi della ripresa.

Nonostante queste rosee prospettive di crescita abbiamo rivisto solo moderatamente al rialzo le nostre previsioni d'inflazione per il 2022 e oltre. Benché ci attendiamo un periodo di maggiore inflazione nel secondo trimestre del 2021 dovuta agli effetti base e alla volatilità dei prezzi nei settori esposti al COVID continuiamo a prevedere che l'inflazione di fondo dei prezzi al consumo (CPI) chiuderà il 2021 intorno all'1,7% su base annua per poi accelerare solo gradualmente al 2,2% sempre su base annua entro la fine del 2022. La nostra previsione sull'inflazione sul breve periodo è immutata in quanto crediamo che persista significativa capacità inutilizzata nell'economia americana e ci vorrà tempo prima che la crescita più robusta si rifletta nei prezzi.

Prevediamo che la Fed procederà con lentezza nel ridurre il livello di accomodamento della politica monetaria, diminuendo gradualmente gli acquisti di titoli a partire dalla fine del 2021 o dagli inizi del 2022. Continuiamo tuttavia a ritenere che passerà un bel po' di tempo prima che la Fed rialzi i tassi. I funzionari della banca centrale americana hanno indicato chiaramente che prima di alzare i tassi dovranno osservare una piena occupazione di stampo inclusivo e l'inflazione stabilmente al 2%. In base alle nostre previsioni e secondo quelle indicate a marzo dalla Fed stessa, questi obiettivi non verranno raggiunti prima almeno del 2023.

Una crescita del PIL reale superiore al 7% negli Stati Uniti si è avuta solo in qualche occasione negli ultimi 50 anni. Nonostante ciò, i rischi al rialzo e al ribasso rispetto al nostro scenario di base sono bilanciati. Sul versante al rialzo, al liberarsi della robusta domanda latente, le famiglie potrebbero impiegare il risparmio accumulato a un ritmo superiore al previsto. Sul versante al ribasso, nuove varianti del virus potrebbero far deragliare la ripresa. Anche le previsioni sulla politica fiscale degli Stati Uniti sono alquanto incerte: il nostro scenario di base prevede l'approvazione di un provvedimento sulle infrastrutture coperto in parte da modesti incrementi d'imposta, ma dettagli e probabilità restano incerti.

## AREA EURO: L'ACCELERAZIONE DELLE VACCINAZIONI GUIDERÀ IL RIMBALZO ECONOMICO

**Nicola Mai**

Dopo una deludente lentezza agli esordi, le campagne vaccinali nell'UE paiono destinate ad accelerare il passo dalla primavera con l'aumento delle dosi fornite dalle case farmaceutiche e la disponibilità di nuovi vaccini. Ci attendiamo che anziani e operatori sanitari, che sono le fasce più esposte al rischio, saranno tutti vaccinati entro la fine del secondo trimestre quando le economie dei paesi europei potranno cominciare a ripartire in modo più sostenuto dopo i lockdown invernali. A quel punto la crescita economica dovrebbe accelerare in modo vivace ma ci vorrà tempo per la piena normalizzazione in ragione della graduale rimozione delle restrizioni, del persistere di cautela nonché di alcune cicatrici lasciate dalla crisi. Per l'Area Euro prevediamo il ritorno ai livelli pre-crisi nella prima metà del 2022, con una crescita del PIL superiore al 4% nel 2021 e quasi del 5% nel 2022.

Riguardo all'inflazione, prevediamo molta volatilità nei prossimi 18 mesi, dovuta in buona parte alle distorsioni derivanti dal venir meno degli sgravi d'imposta e dai cambiamenti nei pesi delle diverse componenti del paniere dell'indice dei prezzi al consumo.

Al di là di queste distorsioni, non prevediamo pressioni inflazionistiche vista l'ampia capacità inutilizzata nell'economia. Stimiamo che l'inflazione di fondo si attesterà in media al di sotto dell'1% sia nel 2021 che nel 2022. A fronte di questo quadro, la BCE dovrebbe mantenersi accomodante, lasciare i tassi invariati e continuare a incrementare il programma di acquisti di titoli sino a fine 2022. Anche la politica fiscale dovrebbe confermarsi espansiva, grazie anche in parte alle erogazioni previste dal Recovery Fund dell'UE a partire da metà 2021, benché d'entità inferiore allo stimolo statunitense.

Riteniamo i rischi al rialzo e al ribasso rispetto alle previsioni in generale bilanciati. Sul versante al rialzo, una più robusta manifestazione della domanda latente alla riapertura delle economie è il principale fattore che potrebbe comportare un'evoluzione più positiva, mentre i principali rischi al ribasso riguardano la velocità e l'efficacia delle campagne vaccinali e il rischio di cicatrici più profonde sul mercato del lavoro e sulle imprese più colpite dalla crisi. Anche la politica fiscale potrebbe essere un fattore di evoluzione più positiva o negativa rispetto alle previsioni, ancorché soprattutto dopo il 2022 in quanto la sospensione dei vincoli di bilancio europei dovrebbe essere confermata anche il prossimo anno.

## REGNO UNITO: RECUPERO DI TERRENO

### Peder Beck-Friis

Nel Regno Unito la campagna vaccinale è partita a spron battuto e il governo è sulla strada giusta per poter rimuovere la maggior parte delle restrizioni per l'inizio dell'estate. Ci attendiamo un rimbalzo piuttosto rapido a partire dal secondo trimestre e graduale recupero di terreno rispetto al resto dell'Europa dopo aver subito una contrazione più drastica nel 2020. Non prevediamo che l'uscita del Regno Unito dall'UE abbia rilevanti effetti economici nel nostro scenario di base per il 2021 e oltre. La politica fiscale avrà una contrazione di tipo meccanico nel 2021 e oltre, per il progressivo venir meno delle misure di sostegno legate all'emergenza COVID. Nel complesso, prevediamo che il PIL del Regno Unito tornerà ai livelli pre-pandemia nella prima metà del 2022 al pari dell'Europa, e crescerà di circa il 5% nel 2021 e del 6% nel 2022.

L'inflazione britannica pare destinata ad aumentare nell'orizzonte ciclico ma, come in Europa, sarà un percorso volatile a fronte di temporanee distorsioni dovute ai cambiamenti dei pesi delle diverse componenti del paniere dell'indice dei prezzi al consumo e il venir meno degli sgravi d'imposta. Al di là di questi effetti distorsivi, continuiamo a prevedere che l'inflazione si manterrà al di sotto dell'obiettivo del 2% della banca centrale (BoE) in quanto continuerà ad essere frenata dall'alto grado di capacità inutilizzata nell'economia. Prevediamo che l'inflazione di fondo si attesti in media all'1,3% nel 2021 e all'1,9% nel 2022. In questo contesto la

BoE dovrebbe ridurre gradualmente gli acquisti di titoli a partire dall'estate del 2021 e terminare gli acquisti netti entro fine anno. Sul fronte dei tassi, riteniamo improbabile che la BoE li alzi prima della Fed, a un certo momento oltre la fine dell'orizzonte ciclico.

Il principale fattore che potrebbe produrre un'evoluzione più positiva rispetto al nostro scenario di base è il realizzarsi di una ripresa dei consumi più rapida del previsto derivante da una più celere normalizzazione del tasso di risparmio delle famiglie. I rischi di scenario più negativo sono invece rappresentati da postumi più gravi della pandemia soprattutto nel mercato del lavoro.

## GIAPPONE: CONTROLLO PIÙ ALLENATO DELLA CURVA DEI RENDIMENTI

### Tadashi Kakuchi

Per il Giappone prevediamo una crescita del PIL del 3% nel 2021 soprattutto grazie al generoso stimolo fiscale (intorno al 4% del PIL) e alla graduale normalizzazione della domanda privata interna dopo la brusca contrazione del 2020. A fronte di una campagna vaccinale che sarà probabilmente più lenta rispetto agli altri principali paesi, anche la ripresa sarà verosimilmente più lenta ma il suo slancio dovrebbe estendersi al 2022. Rispetto allo scenario di base, sono ugualmente possibili evoluzioni più positive a fronte di una ripresa più robusta del previsto della domanda del settore privato o più negative per ritardi nelle vaccinazioni.

Nonostante la ripresa della crescita, prevediamo che l'inflazione complessiva dei prezzi al consumo in Giappone resti inferiore allo 0% nel 2021. Fattori a tantum come i sussidi ai viaggi e la riduzione delle tariffe di telefonia mobile oltre all'ampio output gap probabilmente terranno a freno pressioni inflazionistiche nell'orizzonte ciclico.

Visto che il raggiungimento dell'obiettivo del 2% d'inflazione è divenuto ancor più remoto, è probabile che la banca centrale nipponica (BoJ) prolunghi ulteriormente la sua politica accomodante. Alla riunione di marzo la BoJ ha presentato i cambiamenti derivanti dalla revisione della politica monetaria e tesi ad aumentarne la sostenibilità che crediamo potrebbero comportare ulteriore riduzione degli acquisti di titoli di Stato giapponesi (JGB) per consentire un po' di volatilità di mercato al miglioramento della situazione del COVID atteso tra la metà e la fine di quest'anno. Tuttavia, è probabile che la BoJ continui a intervenire per contenere eventuali bruschi rialzi dei rendimenti del decennale rispetto al nuovo range di oscillazione del JGB a 10 anni fissato a 0% +/- 0,25%.

## CINA: MODERAZIONE NELL'EMISSIONE DI DEBITO

Carol Liao

Per il PIL cinese prevediamo nel 2021 un rimbalzo dai bassi valori dello scorso anno e una crescita superiore all'8%, guidata dai consumi. La ripresa del 2020 era stata prevalentemente trainata dal sostegno pubblico agli investimenti e dalla robusta domanda estera, il cui slancio verosimilmente si spegnerà nel 2021 sia per l'avvio della normalizzazione sul versante delle politiche che per il recupero della produzione manifatturiera mondiale. Con il miglioramento della fiducia delle imprese e il ritorno dell'attenzione del paese sull'ammodernamento e sulla sicurezza delle filiere produttive, gli investimenti nel settore manifatturiero invece probabilmente si rafforzeranno, mentre gli investimenti in infrastrutture e nello sviluppo immobiliare potrebbero moderare il passo per la riduzione dello stimolo di politica fiscale e le condizioni meno favorevoli sul mercato immobiliare.

Il previsto robusto rimbalzo della crescita mondiale, grazie ai progressi compiuti nelle vaccinazioni e ai generosi pacchetti di sostegno fiscale in molti paesi, ha alimentato rialzi dei prezzi delle materie prime e probabilmente spingerà l'inflazione temporaneamente al rialzo, ma per la Cina il trasferimento nei prezzi al consumo dovrebbe essere parzialmente neutralizzato dalla normalizzazione dei prezzi della carne di maiale conseguente alla ripresa del settore dopo l'influenza suina. Prevediamo pertanto che l'inflazione complessiva dei prezzi al consumo resterà contenuta e si attesterà in media all'1%–2% nel 2021. Le politiche macroeconomiche dovrebbero normalizzarsi a un ritmo graduale e moderato. Il governo si è impegnato a evitare bruschi cambi di rotta al fine di promuovere una ripresa solida. Tuttavia la prevenzione dei rischi sta riguadagnando l'attenzione delle autorità. Ci attendiamo pertanto moderazione nella crescita del debito nonché del disavanzo pubblico dopo il picco del 2020 nonché tassi ufficiali e requisiti di riserva invariati per tutto il 2021.

Tra i fattori di rischio di scenario più negativo sul breve termine figurano le frizioni fra Stati Uniti e Cina, una ripresa fiacca dei consumi per il freno esercitato da persistenti preoccupazioni di salute pubblica e sottoperformance delle esportazioni con la ripresa della concorrenza mondiale. Tra i fattori che potrebbero comportare evoluzioni più positive vi sono prospettive globali più rosee del previsto e l'allentamento delle tensioni fra Washington e Pechino che potrebbe dare ulteriore impulso alla ripresa cinese. Per il 2022 ci attendiamo che prosegua la normalizzazione delle condizioni macroeconomiche, il ritorno della crescita al tendenziale del 5%–6% annuo e politiche ben calibrate per bilanciare crescita e prevenzione dei rischi. Il nuovo 14° Piano quinquennale (2021–2025) è focalizzato sulla crescita di qualità e sull'aumento della produttività con enfasi sulle innovazioni, la domanda interna e la riduzione delle emissioni di CO<sub>2</sub>.

## MERCATI EMERGENTI: RIPRESA A DIVERSE VELOCITÀ

Lupin Rahman

Siamo positivi sulle prospettive macroeconomiche dei mercati emergenti, con marcata differenziazione nella velocità di convergenza per il diverso ritmo delle campagne vaccinali e di ripresa dei settori dei servizi e del turismo, nonché i differenti orientamenti di politica interna e impatti dei maggiori prezzi delle materie prime. A fronte del ritardo di due o tre trimestri circa rispetto ai mercati sviluppati nelle campagne vaccinali, la maggior parte dei mercati emergenti è prevista raggiungere l'immunità di gregge solo entro la fine del 2022. Al momento Emirati Arabi Uniti e Cile sono in testa, mentre l'America Latina (es. Perù) e alcune economie asiatiche (es. Filippine) assieme a quei paesi che ancora non si sono assicurati gli approvvigionamenti dei vaccini sono indietro. Di conseguenza l'output gap dei mercati emergenti è previsto chiudersi con diversa velocità e con ampi intervalli di confidenza rispetto alle previsioni di crescita per il 2021 e il 2022 dei BRIM pari rispettivamente al 6,6% e al 4,0% (le previsioni collettive per i BRIM riflettono la media ponderata per il PIL delle previsioni riferite a Brasile, Russia, India e Messico).

Prevediamo che l'inflazione nei BRIM salga al 4,7% su base annua nel 2021 per il combinarsi di effetti base, rialzi dei prezzi dei generi alimentari e delle merci nonché di effetti di cambio. Nella maggior parte dei casi le nostre stime d'inflazione per i mercati emergenti a fine 2021 sono inferiori agli obiettivi delle rispettive banche centrali ma i rischi sono orientati al rialzo. Il perdurare della robustezza dei prezzi delle materie prime potrebbe aggiungere da 2 a 4 punti percentuali all'inflazione complessiva dei prezzi al consumo, incrementando i rischi di trasferimento sull'inflazione di fondo e di possibile necessità di intervento da parte delle autorità. Questo, unitamente agli ampi output gap e ai vincoli di bilancio/costi di servizio del debito, implica che la politica monetaria nel 2021 nei mercati emergenti probabilmente sarà ancora più complessa e differenziata di prima. Nell'orizzonte ciclico prevediamo che Brasile e Russia aumentino i tassi, Sudafrica e India li lascino immutati e il Messico possa ridurli ulteriormente. Al contempo ci attendiamo che i saldi di bilancio 2021 migliorino di circa il 2%–3% del PIL ma il quadro di finanza pubblica resta sfidante per molti paesi lasciando spazio limitato per ulteriore stimolo fiscale.

Gli altri fattori di rischio per i mercati emergenti sono largamente bilanciati. Guardando al calendario politico, ci saranno importanti elezioni in Messico dove l'attuale partito di maggioranza è previsto conservarla. Ci attendiamo che i rating da angeli caduti e i rischi di credito restino confinati ai paesi di minori dimensioni con bassa esposizione all'indice, come la Romania e la Colombia. L'aumento delle allocazioni dei diritti speciali di prelievo (DSP) del Fondo Monetario Internazionale (FMI) che prevediamo avverrà ad aprile 2021 potrebbe essere positivo per molti mercati emergenti che offrono alti rendimenti e presentano bassa copertura delle riserve.

## I nostri Forum

Il Secular e i Cyclical forum di PIMCO sono forum economici nei quali i nostri professionisti degli investimenti di tutto il mondo si riuniscono quattro volte l'anno per dibattere dello stato dell'economia e dei mercati globali e individuare le tendenze che a nostro avviso avranno rilevanti implicazioni d'investimento. Questi forum alimentano il processo di investimento di PIMCO che si è evoluto nel corso dei 50 anni della nostra storia e ha dimostrato il suo valore in pressoché tutti i contesti di mercato.

Durante il Secular Forum, che si tiene una volta all'anno, ci concentriamo sulle prospettive per i prossimi 3-5 anni, al fine di assicurarci che i nostri portafogli siano posizionati in modo da beneficiare delle tendenze e dei cambiamenti strutturali in atto nell'economia globale. Poiché crediamo che avvalersi di una pluralità di idee produca migliori risultati d'investimento, invitiamo illustri relatori (economisti, politici e storici, alcuni dei quali insigniti del premio Nobel) che offrono validi spunti alle nostre discussioni, fornendo una prospettiva pluridimensionale. Ci gioviamo inoltre della partecipazione attiva del Global Advisory Board di PIMCO, composto da esperti di fama mondiale in materia di politica ed economia.

Nell'ambito dei Cyclical Forum, che si svolgono tre volte all'anno, ci focalizziamo invece sulle prospettive a sei-dodici mesi, analizzando le dinamiche del ciclo economico nei principali paesi sviluppati ed emergenti con l'obiettivo di individuare potenziali cambiamenti delle politiche monetarie e fiscali, dei premi al rischio e delle valutazioni relative che determinano il posizionamento dei portafogli.

**I rendimenti passati non sono una garanzia né un indicatore attendibile dei risultati futuri.**

**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 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. Gli **MBS e gli ABS** possono essere sensibili alle fluttuazioni dei tassi d'interesse o esposti al rischio di rimborso anticipato. Sebbene di norma beneficino di garanzie private, pubbliche o emesse da agenzie federali, non è possibile assicurare che i garanti facciano fronte ai loro obblighi. I **titoli di debito societari** sono soggetti al rischio che l'emittente si renda inadempiente sul rimborso del capitale e degli interessi, nonché potenzialmente alla volatilità di prezzo causata da fattori quali la sensibilità ai tassi d'interesse, la percezione del mercato relativamente al merito creditizio dell'emittente e la liquidità generale del mercato. 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. La **qualità creditizia** di un determinato titolo o insieme di titoli non garantisce la stabilità o la sicurezza del portafoglio. I **credit default swap (CDS)** sono contratti over-the-counter (OTC) tra due parti per trasferire l'esposizione creditizia di titoli a reddito fisso; i CDS sono la tipologia di derivato di credito più diffusa. 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. Il valore delle **azioni** può diminuire a causa delle condizioni di mercato, economiche e settoriali sia reali che percepite. 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.

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.

**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 o di una raccomandazione in favore di particolari titoli, strategie o prodotti di investimento. Non viene fornita alcuna garanzia in merito al conseguimento dei risultati.

**L'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.

Il presente documento riporta le opinioni 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** (società n. 2604517) è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (12 Endeavor Square, London E20 1JN) nel Regno Unito. I servizi forniti da PIMCO Europe Ltd non sono disponibili per i singoli investitori, che non devono fare affidamento su questa comunicazione ma contattare il proprio consulente finanziario. **PIMCO Europe GmbH** (società n. 192083, Seidlstr.24-24a, 80335 Monaco, Germania), **la filiale italiana di PIMCO Europe GmbH** (società n. 10005170963), **la filiale spagnola di PIMCO Europe GmbH** (NIF W2765338E) e **la filiale irlandese di PIMCO Europe GmbH** (società 909462) 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 della Sezione 32 della Legge bancaria tedesca (KWG). La filiale italiana, la filiale irlandese e la filiale spagnola sono inoltre soggette rispettivamente alla supervisione di: (1) Filiale italiana: Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) ai sensi dell'articolo 27 del Testo Unico Finanziario; (2) Filiale irlandese: Central Bank of Ireland ai sensi del Regolamento 43 dei Regolamenti dell'Unione europea (Mercati degli strumenti finanziari) 2017, e successive modifiche; e (3) Filiale spagnola: Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) in conformità con gli obblighi previsti dagli articoli 168 e da 203 a 224, nonché con gli obblighi del Titolo V, Sezione I della legge spagnola sui mercati finanziari (LMF) e degli articoli 111, 114 e 117 del Decreto Reale 217/2008, rispettivamente. I servizi offerti da PIMCO Europe GmbH sono destinati unicamente a clienti professionali come da definizione contenuta alla Sezione 67, comma 2, della Legge sulla negoziazione di titoli tedesca (WpHG) e non agli investitori individuali, i quali non devono fare assegnamento sulla presente comunicazione. **PIMCO (Schweiz) GmbH** (registrata in Svizzera, società n. CH-020.4.038.582-2). I servizi forniti da PIMCO (Schweiz) GmbH non sono disponibili per i singoli investitori, che non dovrebbero fare affidamento su questa comunicazione ma contattare il proprio consulente finanziario. Nessuna parte della presente pubblicazione può essere riprodotta in alcuna forma o citata in altre pubblicazioni senza espressa autorizzazione scritta. PIMCO è un marchio depositato di Allianz Asset Management of America L.P. negli Stati Uniti e nel resto del mondo. © 2021, PIMCO