



PROSPETTIVE  
CICLICHE

GENNAIO 2023

# Mercati in tensione, la forza dell'obbligazionario

Attivi resilienti con rendimenti appetibili possono aiutare i portafogli a restare in assetto nel 2023, quando ci attendiamo che l'inflazione si moderi, la politica monetaria si stabilizzi e prenda piede una recessione.



**Autori:**

**Tiffany Wilding**  
Managing Director  
Economia economica

**Andrew Balls**  
Chief Investment Officer  
Reddito fisso globale

**Sintesi**

- L'inasprimento delle condizioni finanziarie verosimilmente raffredderà l'inflazione e condurrà a una recessione nei mercati sviluppati che dovrebbe essere modesta ma non indolore in quanto la disoccupazione probabilmente salirà.
- Le obbligazioni sono nuovamente interessanti, con migliori rendimenti e minore volatilità attesa per gli attivi di maggiore qualità al centro del nostro modello a cerchi concentrici.
- Siamo prudenti in aree più sensibili all'economia dei mercati finanziari, mentre le azioni sono divenute meno interessanti in un contesto di tassi d'interesse più elevati.

Dopo avere affrontato difficoltà su tutti i fronti nel 2022, gli investitori dovrebbero essere ricompensati da maggiori opportunità quest'anno, nonostante il contesto di ostacoli per l'economia globale.

Ci attendiamo una modesta recessione nel 2023 nei mercati sviluppati mentre le banche centrali continuano la loro battaglia contro l'inflazione. Tuttavia permangono incertezze. Abbiamo discusso di questi e di altri fattori in occasione del nostro Cyclical Forum tenutosi a dicembre a Newport Beach e abbiamo individuato tre principali temi economici per l'inizio del 2023, che analizziamo nel prossimo capitolo.

Una recessione di qualsiasi tipo potrebbe mettere ulteriormente sotto pressione gli attivi più rischiosi come le azioni e il credito societario di minore qualità. Crediamo tuttavia che il riprezzamento avvenuto sui mercati finanziari nel 2022 abbia migliorato le prospettive di rendimento in altri spazi, soprattutto per le obbligazioni. Noi ci focalizziamo sui settori obbligazionari di alta qualità che offrono rendimenti appetibili che non si vedevano da diversi anni.

Seguendo il nostro modello a cerchi concentrici, a fronte del rischio che aumenta per gli attivi nei cerchi più esterni, privilegiamo gli investimenti più vicini al nucleo centrale per il 2023. Aniché assumere maggiori rischi per inseguire rendimenti incrementali, miriamo a rendere i portafogli resilienti, puntando su investimenti che dovrebbero essere in grado di resistere anche in caso di una contrazione più significativa. In altre parole, ci aspettiamo una recessione lieve ma siamo pronti ad affrontare un'eventuale contrazione più profonda.



# Prospettive economiche: attese di recessione

Dal nostro *Cyclical Outlook di ottobre*, "Prevalere sotto pressione", l'attività economica è stata più resistente del previsto, mentre l'inflazione è rimasta elevata. Tuttavia, le *prospettive* - misurate dalle indagini condotte tra i dirigenti d'azienda e i responsabili degli acquisti - sono peggiorate, poiché le banche hanno inasprito le condizioni di credito, gli ordini industriali sono diminuiti e i consumatori hanno esaurito i loro risparmi. Le condizioni finanziarie rimangono restrittive a fronte dell'innalzamento del livello atteso dei tassi di riferimento e della cristallizzazione di quanto già scontato dai mercati a seguito dei rialzi operati dalle banche centrali.

Di conseguenza, un qualche tipo di recessione nei prossimi 12 mesi appare ancora probabile nei mercati sviluppati. A differenza di altre recenti recessioni, in cui i rialzi dei tassi per prevenire l'inflazione hanno scatenato più diffuse tensioni sui mercati, questa recessione e l'aumento della disoccupazione potrebbero essere il prezzo da pagare per riportare l'inflazione ai livelli obiettivo. Il nostro scenario di riferimento prevede che **le recessioni nel 2023 saranno modeste**, anche se ci stiamo preparando per una serie di possibili esiti.

Evidenziamo **tre temi** per l'inizio del 2023:

## **1. L'INFLAZIONE PROBABILMENTE SI MODERERÀ E I RISCHI PER LE PROSPETTIVE D'INFLAZIONE APPAIONO PIÙ BILANCIATI.**

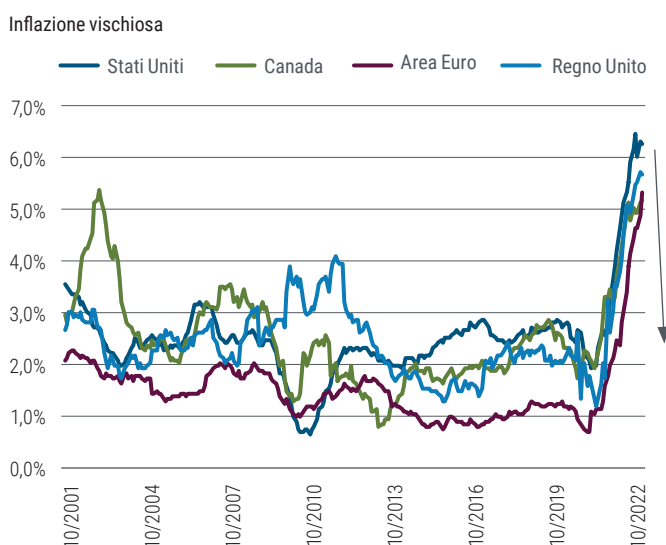
Le limitazioni sul lato dell'offerta legate inizialmente alla pandemia e successivamente alla guerra in Ucraina, l'impennata della domanda indotta dai pacchetti di stimolo e l'accelerazione del costo unitario del lavoro sono tutti fattori che hanno contribuito all'inflazione. Tuttavia, ora che la maggior parte degli aggiustamenti dei prezzi appare essere alle spalle, una parte dell'inflazione probabilmente verrà meno senza grandi sforzi da parte delle banche centrali.

Ad esempio, gli aumenti del 40% dei prezzi delle auto usate negli Stati Uniti e del 50% dei prezzi dell'energia a livello globale hanno contribuito 4 punti percentuali all'inflazione complessiva americana nel 2022. Se questi prezzi si stabilizzeranno, l'inflazione complessiva dei prezzi al consumo (CPI) degli Stati Uniti potrebbe scendere da circa l'8% al 4% (annualizzato) con relativa velocità, a nostro avviso.



Per passare dal 4% al 2% potrebbe volerci più tempo, in quanto le componenti “più vischiose” potrebbero essere lente a moderarsi (cfr. Figura 1). La domanda insoddisfatta sui mercati del lavoro delle economie sviluppate ha comportato aumento dei salari e del costo unitario del lavoro. I prezzi degli alloggi e degli affitti sono previsti moderarsi solo gradualmente.

**Figura 1 – Inflazione di fondo “vischiosa” prossima al picco**



Fonte: Haver Analytics ed elaborazioni PIMCO all'ottobre 2022. I panieri di prezzi “vischiosi” sono costruiti includendo 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? Noi pensiamo di sì” (Federal Reserve Bank of Cleveland, 2010).

La riapertura economica della Cina più veloce del previsto potrebbe accelerare l’allentamento dei colli di bottiglia nelle filiere produttive. Crediamo che i consumi, soprattutto nel comparto dei servizi, traineranno la ripartenza limitando qualsiasi pressione sui prezzi globali dei beni.

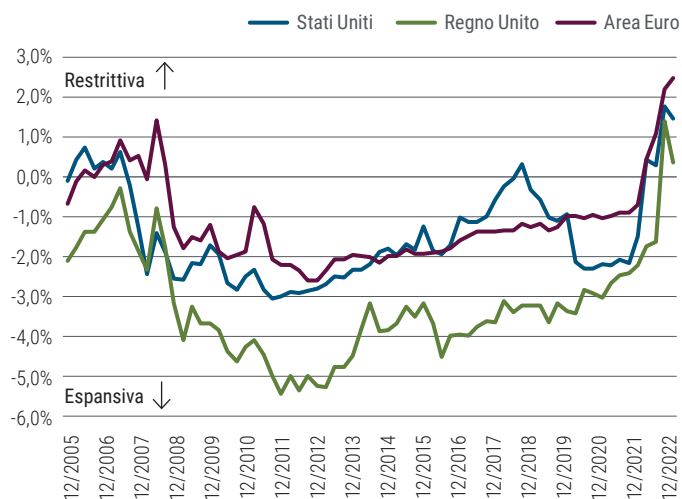
**2. LE BANCHE CENTRALI SONO PIÙ VICINE A MANTENERE LA POLITICA MONETARIA A LIVELLI RESTRITTIVI CHE A INASPRIRLA.**

La politica monetaria verosimilmente ha già raggiunto livelli restrittivi in diverse principali economie – si veda la Figura 2. Benché i tassi nominali overnight dei mercati sviluppati siano tuttora inferiori all’inflazione è probabile che questo cambierà con il moderarsi dell’inflazione e il raggiungimento del punto in cui fare una pausa nel ciclo di rialzi da parte delle banche centrali.

Riteniamo che la Federal Reserve (Fed) degli Stati Uniti potrebbe dover raggiungere un tasso nominale sui federal funds pari a circa il 5%, che è già ampiamente prezzato dai mercati e si riflette nelle proiezioni della Fed stessa.

Secondo le stime, il tasso d’interesse neutrale reale in Europa

**Figura 2: la politica monetaria appare già restrittiva in diversi mercati sviluppati**



Fonte: Bloomberg, Haver Analytics e calcoli PIMCO al dicembre 2022. Un livello superiore all’0% indica che la politica monetaria di tale regione è probabilmente restrittiva e un livello inferiore all’0% indica che la politica monetaria è probabilmente semplice (accomodante). Il dato di ciascuna regione è calcolato come tasso reale a termine a 1 anno su un orizzonte annuale (espresso dal dato degli swap sui tassi di interesse al netto delle aspettative di inflazione di lungo termine rilevate nelle indagini) corretto per il tasso reale neutrale (r\*) stimato da PIMCO sulla base del nostro modello interno. La stima dell’area euro è una somma ponderata per il PIL di stime individuali per Germania, Francia, Spagna, Italia, Paesi Bassi, Belgio, Finlandia e Austria.

è ben al di sotto di quello di altri paesi del mondo, il che suggerisce che la Banca Centrale Europea (BCE) ha meno lavoro da fare. Riteniamo che un tasso del 3%, o leggermente superiore, sia una stima ragionevole del punto di pausa per la BCE, dato che l’area dell’euro è probabilmente vicina, se non già in recessione, e che l’inflazione potrebbe raggiungere il picco nel quarto trimestre del 2022 o all’inizio del 2023.

Le banche centrali del Regno Unito e del Canada probabilmente puntano a tassi nominali che si collocano fra quello della BCE e quello della Fed. Le stime dei loro tassi neutrali reali sono superiori rispetto a quello europeo.

Nel complesso, le banche centrali dei mercati sviluppati hanno già largamente riallineato i prezzi di mercato alla necessità di una politica restrittiva e hanno compiuto questo processo piuttosto rapidamente, senza granché ulteriore nervosismo sui mercati o contagio. La velocità di inasprimento stando al nostro indice delle condizioni finanziarie (che comprende tassi, azionario, credito e valute) ha rispecchiato quella realizzata durante la crisi finanziaria globale del 2008, con poco deterioramento del funzionamento del mercato e senza subitaneo arresto sui mercati del credito che potrebbero comportare un esito economico più severo.

Benché ci attendiamo che le banche centrali dei mercati sviluppati continuino ad alzare i tassi grosso modo nel prossimo trimestre prima di fermarsi e mantenere la politica monetaria in territorio restrittivo, il trade-off con cui si confrontano alla fine cambierà. Oggi, a fronte della bassa disoccupazione e dell'inflazione elevata, una politica restrittiva è necessaria. Addentrando nel 2023, con il moderarsi dell'inflazione e l'aumento della disoccupazione la necessità di una politica restrittiva diverrà più sfumata.

---

## Le banche centrali dei mercati sviluppati hanno ampiamente riallineato i prezzi di mercato con la necessità di politiche restrittive

---

Considerando che gli Stati Uniti sembrano essere in testa nei trend inflazionistici dei mercati sviluppati e che nel paese a stelle e strisce l'inflazione potrebbe calare più velocemente che altrove, la Fed potrebbe essere la prima banca centrale a discutere di riduzione dei tassi nella seconda metà del 2023.

### 3. LE RECESSIONI POCO PROFONDE NON SARANNO DEL TUTTO INDOLORI.

Poiché l'inasprimento delle condizioni finanziarie raffredda l'inflazione nel tempo (l'effetto della politica monetaria si avverte con uno scarto temporale), il processo non sarà indolore per l'economia reale in quanto il meccanismo di trasmissione agisce largamente attraverso l'indebolimento del mercato del lavoro.

Utilizzando dati che risalgono agli anni '14 in mercati sviluppati, stimiamo l'aumento della disoccupazione necessaria per moderare l'inflazione. Secondo noi, le banche centrali dovrebbero aumentare il tasso di disoccupazione di circa 0,7 punti percentuali per far scendere l'inflazione di un punto percentuale. In base a tale misura, la disoccupazione statunitense potrebbe dover aumentare a circa il 5%, dal 3,5% di dicembre, per moderare l'inflazione "vischiosa" nel tempo.

Il mercato del lavoro statunitense è uno di quelli con maggiore domanda insoddisfatta fra le economie sviluppate e di conseguenza il costo unitario del lavoro è ben al di sopra sia di quello degli altri mercati sviluppati sia di un livello compatibile con l'obiettivo d'inflazione di lungo termine del 2% della Fed. Misure analoghe in altre regioni sono anch'esse elevate. Nell'Unione Europea e nel Regno Unito, l'aumento

del costo unitario del lavoro è intorno al 4% su base annua, mentre in Canada è leggermente superiore. Verosimilmente la disoccupazione dovrà salire anche in queste regioni.

### IN SINTESI: RECESSIONE PROBABILE MA SOFT LANDING PLAUSIBILE

Il Regno Unito, che probabilmente è già in recessione, pare essere il primo a entrare in contrazione fra i mercati sviluppati. Ci aspettiamo che sia seguito dall'Area Euro, e che gli Stati Uniti e il Canada scivolino in recessione più avanti nella prima metà del 2023. L'inflazione nell'Eurozona e nel Regno Unito sembra seguire l'andamento di quella americana con uno scarto temporale. Stimiamo che l'inflazione complessiva dell'Area Euro e del Regno Unito abbia raggiunto il picco poco sopra il 10% nel quarto trimestre del 2022, mentre quella americana (CPI) verosimilmente lo ha toccato intorno al 9% a metà 2022.

Il Giappone si distingue per una maggiore resilienza, con una crescita prevista pari o leggermente superiore al trend, in quanto l'allentamento delle restrizioni economiche contribuisce a compensare i venti contrari a livello globale. I tassi di fondo dell'inflazione giapponese si sono stabilizzati, aumentando la probabilità che la Banca del Giappone alteri ulteriormente il suo quadro di controllo della curva dei rendimenti, in seguito alla prima correzione annunciata alla fine di dicembre dopo il Cyclical Forum.

La politica fiscale probabilmente sarà sottotono nonostante la debolezza economica, con un impatto molto più contenuto sulle prospettive per il 2023 negli Stati Uniti e in Canada. Le misure di sostegno per fronteggiare i costi energetici in Europa e nel Regno Unito non sono probabilmente sufficienti per scongiurare una recessione.

L'incertezza sul versante macroeconomico è tuttora elevata e sussistono rischi. I legami fra le economie reali e i mercati globali, unitamente all'inasprimento più rapido delle condizioni finanziarie che si sia visto da decenni, accrescono il rischio di incidenti, di contagio e di perturbazioni sui mercati del credito.

Tuttavia è ancora plausibile un soft landing in quanto la tesaurizzazione della forza lavoro a fronte di un'offerta tuttora scarsa nonché la moderazione dell'inflazione riaccelerano la crescita dei redditi reali. I bilanci di consumatori e imprese sono solidi e presentano elevate riserve di liquidità, mentre le strozzature sul lato dell'offerta legate alla pandemia hanno creato una cospicua quantità di ordini ancora da evadere, domanda accumulata ed espansione dei margini, tutti fattori che verosimilmente sosterranno l'attività economica. La riapertura della Cina potrebbe anch'essa fornire una spinta positiva all'economia globale.

# Implicazioni per gli investimenti: il ritorno dell'obbligazionario

Continuiamo a ravvisare solide argomentazioni a favore degli investimenti in obbligazioni dopo il riposizionamento dei rendimenti su valori più alti nel 2022 e con una contrazione economica che appare probabile nel 2023. I mercati del reddito fisso oggi possono offrire ampie opportunità per costruire portafogli resilienti con il potenziale sia di rendimenti appetibili che di mitigazione dei rischi di ribasso.

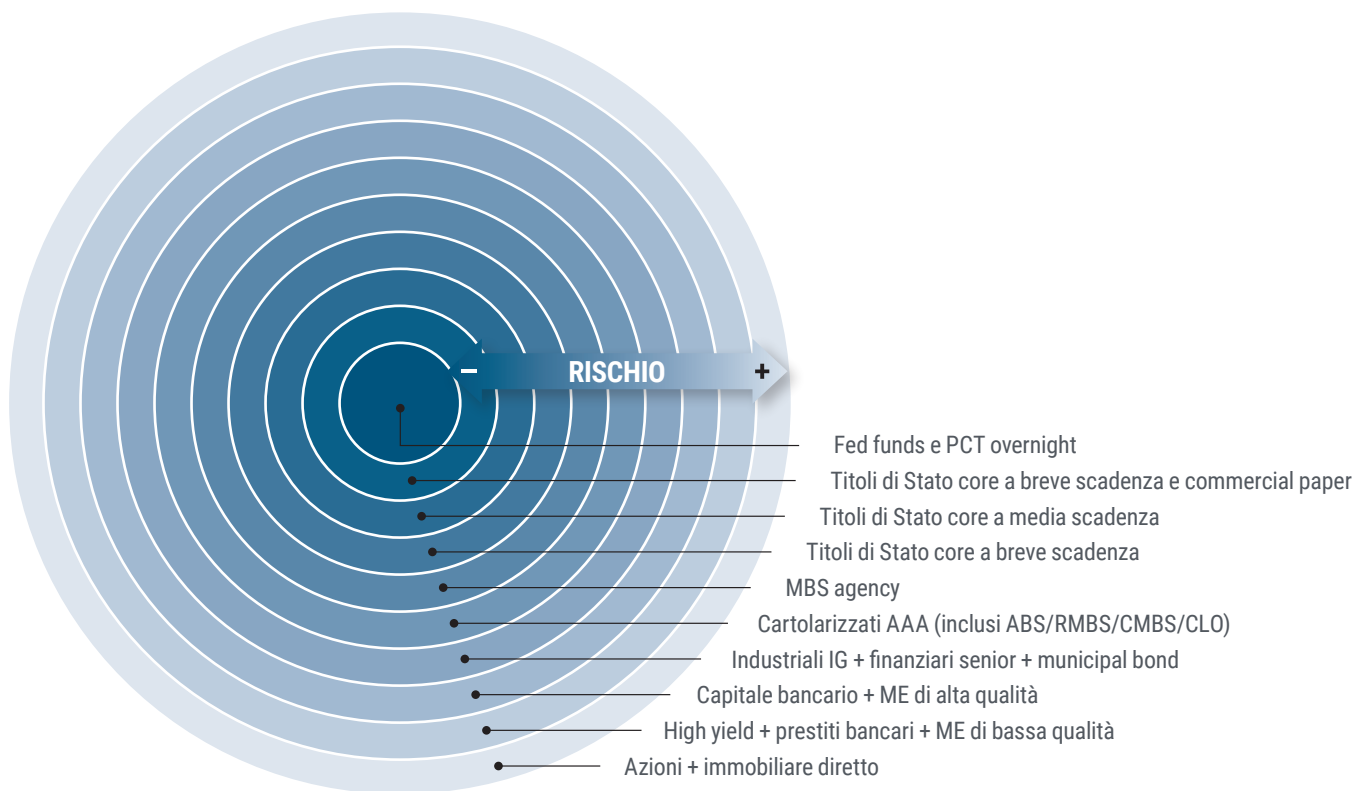
Benché il nostro scenario di base preveda una modesta recessione e inflazione in moderazione, il confronto in seno al nostro Comitato Investimenti (CI) si è focalizzato sull'ampio ventaglio di scenari plausibili e sui rendimenti dei prezzi degli attivi in quegli scenari. Ad esempio, il credito societario potrebbe performare bene in una recessione molto mite. Benché ci attendiamo disinflazione, le obbligazioni del Tesoro americano indicizzate all'inflazione (TIPS) potrebbero registrare valida performance vista l'incertezza sul livello di assestamento dell'inflazione di fondo rispetto ai prezzi correnti.

In questo contesto vogliamo essere cauti nel posizionamento di rischio complessivo e conservare liquidità che ci consenta di incrementare il rischio nei portafogli in caso di nuove informazioni rilevanti sulle prospettive o di significativi movimenti di mercato.

Nonostante la gamma di scenari, l'incertezza sulle prospettive riguardo alla Fed dovrebbe essere molto inferiore nel 2023. Questo ci porta a concentrarci sul modello a cerchi concentrici che abbiamo usato nel corso degli anni e resta scritto sulla lavagna nella sala riunioni del nostro Comitato Investimenti (cfr. Figura 3).

Nei cerchi nel nucleo centrale della figura si trovano gli attivi a breve e media scadenza che presentano minor rischio su base relativa, si passa poi agli MBS agency americani e alle obbligazioni societarie nei cerchi intermedi per finire con l'azionario e l'immobiliare nel cerchio più esterno in cui si trovano gli attivi più rischiosi.

Figura 3 : I cerchi concentrici di PIMCO



Fonte: PIMCO. **A scopo puramente illustrativo.** MBS = titoli da cartolarizzazioni di mutui. ABS = titoli garantiti da attivi. RMBS = titoli da cartolarizzazioni di mutui residenziali. CMBS = titoli da cartolarizzazioni di mutui su immobili commerciali. CLO = obbligazioni garantite da prestiti. IG = investment grade. ME = mercati emergenti.

È più che un'osservazione empirica sulla correlazione di rischio e rendimento, è un'affermazione di causa ed effetto, in un processo in cui la politica delle banche centrali rappresenta un driver cruciale. La variazione del costo del denaro al centro si propaga ai cerchi più esterni mutando i prezzi degli attivi rischiosi. I prezzi degli attivi agli estremi più esterni dipendono inoltre dagli spiriti animali degli investitori e dalla fiducia nelle autorità e nelle loro politiche.

Quando PIMCO ha introdotto questo schema a cerchi concentrici anni addietro, la focalizzazione era sul successo delle banche centrali nel ridare vigore all'economia dopo la crisi finanziaria globale. Oggi la focalizzazione è sulla loro capacità di ridurre l'inflazione. Se la Fed e le altre banche centrali sapranno convincere gli investitori che il centro terrà, gli attivi al centro dovrebbero performare bene. Questo, in sequenza, dovrebbe alimentare il miglioramento dei rendimenti sui cerchi più esterni.

Tuttavia, qualora ci fosse una perdita di fiducia riguardo all'inflazione e le banche centrali fossero costrette ad alzare i tassi più del previsto questo avrà conseguenze negative per i cerchi più esterni.

### STRATEGIE OBBLIGAZIONARIE CORE

Il riprezzamento nella porzione a breve della curva dei rendimenti nei passati 12 mesi ha rafforzato l'attrattiva delle obbligazioni a breve scadenza nei cerchi concentrici del nucleo centrale.

I fondi obbligazionari core statunitensi offrono rendimenti iniziali di circa il 5,5%,<sup>1</sup> che aumentano per i fondi con una maggiore componente di credito. Si tratta di un dato interessante alla luce delle nostre previsioni di base, e il profilo di rischio più favorevole di questi fondi potrebbe offrire un'ulteriore mitigazione del rischio di ribasso rispetto agli attivi sui cerchi più esterni nell'eventualità di esiti peggiori.

Nel complesso non prevediamo di operare grandi variazioni nell'attuale posizionamento sulla base delle prospettive e delle valutazioni. Semmai siamo focalizzati a individuare operazioni asimmetriche per la gamma di scenari plausibili, a complemento dell'attuale posizionamento.

Ci aspettiamo un intervallo di rendimento da circa il 3,25% al 4,25% per il decennale americano nel nostro scenario di base e range più ampi nei diversi scenari per il 2023, con la prospettiva di un posizionamento neutro sulla duration – una misura del rischio del tasso di interesse – o di un sottopeso tattico ai livelli attuali.

I prezzi dei TIPS suggeriscono grande fiducia nella credibilità dell'azione di contrasto all'inflazione della Fed e potrebbero offrire una protezione di prezzo ragionevole rispetto a scenari d'inflazione più avversi.

### MORTGAGE-BACKED SECURITIES (MBS)

Manteniamo un giudizio positivo sugli MBS di agenzie statunitensi. Si tratta di attivi di alta qualità, con rating AAA e spread relativamente interessanti, che si collocano nei cerchi più interni e sono titoli cosiddetti, "bend-but-not-break".<sup>2</sup> Il previsto calo della volatilità dei tassi d'interesse sosterrrebbe gli MBS.

### CREDITO SUI MERCATI PUBBLICI E PRIVATI E PRODOTTI STRUTTURATI

I nostri giudizi sul credito e sui prodotti strutturati sono cambiati poco dalle prospettive cicliche di ottobre e privilegiamo nettamente l'alta qualità e l'elevata liquidità nel posizionamento dei portafogli core.

Siamo particolarmente cauti nelle aree del mercato più economicamente sensibili, soprattutto per gli attivi che risentiranno maggiormente di eventuali eccessi sul fronte della politica monetaria. Ne sono un esempio i prestiti bancari a tasso variabile senior garantiti rispetto ai quali il nostro team nel credito ravvisa sostanziale rischio di declassamento e di insolvenza persino agli attuali livelli dei tassi ufficiali. Ci saranno ancora società interessanti, resilienti, in questo settore ma gli investitori dovrebbero esercitare prudenza.

Data l'elevata incertezza, il nostro team di analisti sarà ancor più proattivo nel declassare singoli nomi in caso di indicatori prospettici che segnalino deterioramento del merito creditizio.

I mercati privati del credito, che possono essere più lenti a riprezzare rispetto ai mercati pubblici, potrebbero essere a rischio di ulteriori cali nel breve termine. Tuttavia chi ha un approccio paziente può accantonare capitale per cogliere opportunità nei mesi e negli anni a venire.

### VALUTE E MERCATI EMERGENTI

Privilegiamo il dollaro statunitense, l'Euro e la Sterlina britannica come valute di finanziamento per le posizioni lunghe nelle valute del G-10 e valute dei mercati emergenti laddove ravvisiamo fattori ciclici e vantaggi in termini di valutazioni. Con l'acquisizione di maggiore fiducia sulle prospettive riguardo alla Fed e all'economia, probabilmente ci saranno valide ragioni per aumentare le posizioni corte sul Dollaro americano.

<sup>1</sup> Sulla base di dati Bloomberg relativi ai livelli recenti di rendimento di fondi obbligazionari core.

<sup>2</sup>"Bend-but-not-break" si riferisce ad obbligazioni che PIMCO non si aspetta subiscano un default in un contesto caratterizzato da tensione creditizia.



Riguardo al Giappone, siamo stati sottopesati sulla duration in molti portafogli, prevedendo l'aggiustamento nel regime di controllo della curva dei rendimenti da parte della Bank of Japan. Ci aspettiamo di mantenere quei sottopesi visto il potenziale di ulteriori aggiustamenti di questo tipo. Ciò rafforza i motivi per essere sovrappesati sullo Yen, che è conveniente secondo i nostri modelli valutativi e costituisce un posizionamento dal quale ci attendiamo vantaggi in caso di recessione più profonda del previsto.

Siamo sottopesati sul rischio di tasso di interesse anche rispetto alla Cina, dove l'orientamento è verso rendimenti più elevati alla luce della riapertura del paese.

A fronte di shock globali senza precedenti, i paesi dei mercati emergenti si sono dimostrati resilienti. I tassi reali elevati sono un cuscinetto rispetto ai rischi di ulteriori aumenti dei tassi da parte della Fed e agli effetti del Dollaro americano. La riapertura della Cina è un fattore favorevole e crediamo che il picco dell'inflazione sia alle spalle.

Le valutazioni dei mercati emergenti sono convenienti in prospettiva storica. Tuttavia molto dipenderà dalla capacità della Fed di domare l'inflazione e dall'abilità della Cina nel riattivare l'attività economica. I mercati emergenti appaiono pronti a performare bene in prospettiva ma ci manteniamo cauti sino a che non si chiarirà il quadro evolutivo della politica monetaria.

## MATERIE PRIME

Le prospettive delle materie prime si confermano favorevoli, con supporto dal sotto-investimento nella produzione di idrocarburi e in opere e infrastrutture elettriche, nonché dalle scorte di petrolio basse e da quelle agricole ridotte. Il maggior catalizzatore nel 2023 probabilmente sarà il riemergere della domanda cinese. Il principale fattore sfavorevole è la decelerazione della domanda dei mercati sviluppati a fronte dell'inasprimento delle condizioni finanziarie.

I passati due anni hanno evidenziato i benefici di diversificazione delle materie prime. Con i mercati a termine che già scontano un calo sequenziale dei prezzi, il costo opportunità di detenere coperture dall'inflazione come le materie prime è molto basso.

## ASSET ALLOCATION E AZIONARIO

L'azionario è diventato meno interessante a fronte dei tassi di interesse più alti e del rischio di recessione. I rendimenti obbligazionari più elevati hanno accelerato il passaggio da un mercato "TINA" ("there is no alternative", in cui non c'era alternativa all'azionario) a un contesto in cui esistono alternative appetibili.

Poiché il premio di rischio azionario (ERP) si è compresso e i rendimenti degli utili azionari sono rimasti indietro rispetto all'aumento dei tassi, le azioni appaiono costose. I nostri modelli indicano che l'S&P sconta una probabilità di recessione molto inferiore rispetto a quanto suggeriscono gli indicatori macro, mentre le stime degli utili per azione (EPS) appaiono eccessivamente ottimistiche (per saperne di più, si veda il nostro ultimo *Asset Allocation Outlook*, "[Meno rischio e più rendimento in portafoglio](#)").

Per cambiare il nostro posizionamento di sottopeso dovremmo vedere la stabilizzazione dei tassi, premi al rischio azionario che riflettano una recessione e aspettative di utili azionari più bassi. Sino a che queste condizioni non si verificheranno, privilegiamo i settori difensivi e le società di qualità con valutazioni ragionevoli, bilanci in ordine e prospettive di crescita resiliente.

## I nostri Forum

Il Secular e i Cyclical forum di PIMCO sono forum economici i nostri professionisti degli investimenti di tutto il mondo si ritrovano 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 degli ormai quasi 50 anni della nostra storia e ha dimostrato il suo valore praticamente in tutti i contesti di mercato.

Durante il Secular Forum, che si tiene una volta all'anno, ci concentriamo sulle prospettive per i prossimi cinque 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. Apprezziamo inoltre la 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.





rischio. Il valore della maggior parte delle obbligazioni e delle strategie obbligazionarie è influenzato dalle variazioni dei tassi di 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 titoli garantiti da ipoteca di agenzie statunitensi** emessi da Ginnie Mae (GNMA) sono garantiti dalla piena fede e dal credito del governo degli Stati Uniti. I titoli emessi da Freddie Mac (FHLMC) e Fannie Mae (FNMA) forniscono una garanzia di agenzia per il rimborso puntuale del capitale e degli interessi, ma non sono garantiti dalla piena fede e dal credito del governo degli 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 statunitense. **Il 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. Il valore degli **immobili** e dei portafogli che investono in immobili può fluttuare a causa di: perdite dovute a sinistri o condanne, variazioni delle condizioni economiche locali e generali, dell'offerta e della domanda, dei tassi d'interesse, delle aliquote delle imposte sulla proprietà, delle limitazioni normative sugli affitti, delle leggi sulla zonizzazione e delle spese operative. **La diversificazione** non garantisce contro le perdite.

La **qualità creditizia** di un determinato titolo o insieme di titoli non garantisce la stabilità o la sicurezza del portafoglio.

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.

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 PIMCO Financial Conditions Index (FCI) è un indice proprietario che sintetizza le informazioni relative al futuro stato dell'economia contenute in un vasto insieme di variabili finanziarie. Tra queste figurano il tasso sui Fed fund, i rendimenti obbligazionari, gli spread creditizi, i prezzi azionari, le quotazioni petrolifere e l'USD ponderato per l'interscambio – tutti fattori che incidono sull'economia. I pesi di queste variabili sono determinati dalle simulazioni effettuate con il modello FRB/US della Federal Reserve. Un aumento (calo) dell'indice FCI implica un inasprimento (allentamento) delle condizioni finanziarie.

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 in generale fornisce servizi solo a istituzioni, investitori qualificati, intermediari finanziari e investitori istituzionali. Gli investitori individuali devono contattare il loro consulente per gli investimenti per definire le opzioni di investimento più appropriate alla loro situazione finanziaria. Questa non è un'offerta a qualsiasi persona in qualsiasi giurisdizione in cui sia illegale o non autorizzato. **PIMCO Europe Ltd (società n. 2604517, 11 Baker Street, Londra W1U 3AH, Regno Unito)** è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA) (12 Endeavour Square, Londra E20 1JN) nel Regno Unito. I servizi forniti da PIMCO Europe Ltd non sono disponibili per gli investitori retail, 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, Corso Vittorio Emanuele II, 37/Piano 5, 20122 Milano, Italia), la filiale irlandese di PIMCO Europe GmbH (società n. 909462, 57B Harcourt Street Dublino D02 F721, Irlanda), la filiale inglese di PIMCO Europe GmbH (società n. FC037712, 11 Baker Street, Londra W1U 3AH, Regno Unito), la filiale spagnola di PIMCO Europe GmbH (N.I.F. W2765338E, Paseo de la Castellana 43, Oficina 05-111, 28046 Madrid, Spagna) e la filiale francese di PIMCO Europe GmbH (società n. 918745621 R.C.S. Paris, 50-52 Boulevard Haussmann, 75009 Parigi, Francia)** 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, irlandese, inglese, spagnola e francese sono inoltre regolamentate da: (1) Filiale italiana: Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) (Via Giovanni Battista Martini, 3 - 00198 Roma) ai sensi dell'articolo 27 del Testo Unico Finanziario; (2) Filiale irlandese: Central Bank of Ireland (New Wapping Street, North Wall Quay, Dublino 1 D01 F7X3) ai sensi del Regolamento 43 dei Regolamenti dell'Unione europea (Mercati degli strumenti finanziari) 2017, e successive modifiche; (3) Filiale inglese: Financial Conduct Authority (FCA) (12 Endeavour Square, Londra E20 1JN); (4) Filiale spagnola: Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) (Calle Edison, 4, 28006 Madrid) 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 e (5) Filiale francese: ACPR/Banque de France (4 Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09) in conformità con l'Art. 35 della Direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari e con la vigilanza di ACPR e AMF. 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 sono disponibili per gli investitori individuali, i quali non devono fare affidamento sulla presente comunicazione. **PIMCO (Schweiz) GmbH (registrata in Svizzera, società n. CH-020.4.038.582-2, Brandschenkestrasse 41 Zurigo 8002, Svizzera)**. I servizi forniti da PIMCO (Schweiz) GmbH non sono disponibili per gli investitori retail, 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. © 2023, PIMCO