



ASSET  
ALLOCATION  
OUTLOOK

DICEMBRE 2020

# Investire a inizio ciclo, beneficiando del rimbalzo della crescita

Puntiamo sulle opportunità  
d'investimento che beneficiano  
della ripresa economica senza  
rinunciare alla resilienza  
dei portafogli

## AUTORI



**Erin Browne**  
Gestore  
Asset Allocation



**Geraldine Sundstrom**  
Gestore  
Asset Allocation

## IN BREVE

- Per il 2021 prevediamo un clima favorevole per gli attivi rischiosi alimentato dalla ripresa di inizio ciclo dell'economia mondiale.
- Pertanto nell'azionario restiamo sovrappesati e abbiamo incrementato in modo selettivo l'esposizione ai settori a maggior orientamento ciclico tra cui i comparti industriale, dei materiali, dei semiconduttori, dell'immobiliare e dei beni di consumo durevoli. Continuiamo inoltre a puntare su opportunità in settori che possano beneficiare dei cambiamenti dirompenti di lungo termine, come quelle offerte dalle società tecnologiche.
- Riscontriamo sacche di opportunità anche in taluni segmenti dei mercati del credito, dove continuiamo a privilegiare i titoli legati all'immobiliare alla luce dei fondamentali robusti, nonché settori ed emittenti investment grade selezionati di maggiore qualità.
- Crediamo resti cruciale costruire portafogli diversificati e resilienti, con capacità di tenuta in un ventaglio di possibili scenari economici. Due sono i principali rischi che ravvisiamo, ossia minore crescita e maggiore inflazione, e ci premuriamo di coprirli.



Il 2020 è stato un anno straordinario per i mercati finanziari nonostante le sfide che si sono presentate. La pandemia di COVID è stata un cigno nero che ha causato la più aspra contrazione trimestrale del PIL mondiale e la peggiore impennata della disoccupazione dalla Grande Depressione. La flessione dei mercati azionari e del credito è stata una delle più brusche mai registrate. E molto altro è accaduto di inedito in questo anno: i prezzi del petrolio sono stati temporaneamente in territorio negativo, la volatilità (VIX) ha superato quella registrata nei momenti più bui della crisi finanziaria mondiale e le banche centrali hanno aumentato le già imponenti dimensioni dei loro bilanci di ulteriori 7.000 miliardi di Dollari.

Al tracollo dei mercati è però seguito un rimbalzo altrettanto senza precedenti. Non vi è stato dunque nulla di normale in questo 2020. Il 2021 dovrebbe essere contrassegnato da un lento ma costante ritorno alla normalità. A fronte di ulteriori progressi nei test, nel tracciamento dei contatti e con l'arrivo dei vaccini diminuirà la necessità di distanziamento sociale e la ripresa potrà godere di maggior slancio. Il miglioramento dei fondamentali dovrebbe essere favorevole per i mercati degli attivi rischiosi e specialmente per i settori ciclici.

Se volgiamo lo sguardo indietro, nell'arco di un anno siamo passati, in modo alquanto repentino, da un contesto di fine ciclo a dicembre 2019 a uno scenario di inizio ciclo a dicembre 2020. A fine 2019, ci preoccupavamo del rallentamento della crescita, delle valutazioni elevate e degli alti livelli d'indebitamento delle imprese. Il COVID e la sua diffusione nelle diverse parti del mondo hanno colto praticamente tutti di sorpresa, noi compresi, ma i suoi effetti hanno portato, in meno di un anno, l'economia mondiale in una posizione completamente differente. Con il passaggio alla fase di inizio ciclo per l'economia globale ci attendiamo un'accelerazione della crescita degli utili sebbene permanga un alto grado d'incertezza sulla velocità e sul vigore della ripresa a fronte delle forze opposte rappresentate da un lato dalla lentezza dell'attività economica e dall'altro dallo stimolo monetario e fiscale senza precedenti.

Per il 2021 ci attendiamo che la ripresa economica mondiale favorisca gli attivi rischiosi. Manteniamo il sovrappeso sull'azionario nei nostri portafogli multi-asset nonché in maniera selettiva su aree dei mercati del credito e abbiamo incrementato l'esposizione alle regioni e ai settori a maggior orientamento ciclico. Restiamo tuttavia sempre concentrati sulla resilienza e sulla diversificazione dei portafogli data l'insolita divergenza dei possibili esiti a fronte di una crisi sanitaria ancora non risolta.

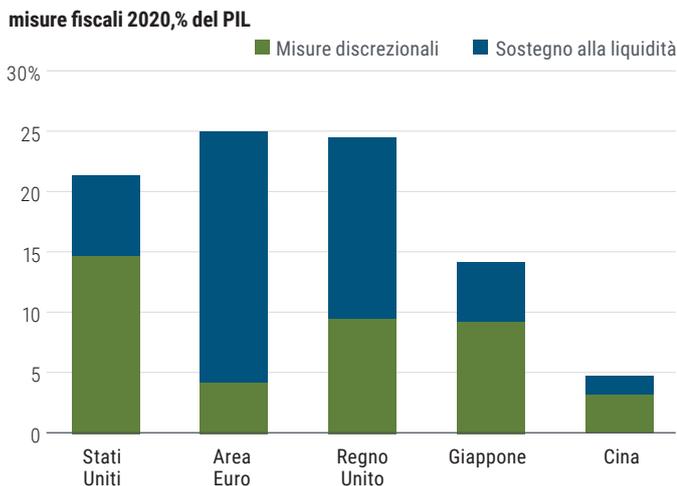
## STATO DELLA RIPRESA ECONOMICA

La ripresa pare bene avviata alla luce del netto rimbalzo dell'attività economica globale nel terzo trimestre. Certo, l'economia mondiale non è ancora del tutto fuori dalle secche e la velocità della ripresa sarà indubbiamente influenzata dagli sviluppi sul fronte della pandemia. La recente nuova impennata dei contagi evidenzia la natura precaria della risoluzione della crisi ma le notizie promettenti sullo sviluppo e la disponibilità di diversi vaccini potrebbero accelerare i tempi di contenimento del COVID.

La politica economica è l'altro fattore fondamentale che potrebbe produrre sorprese positive o negative a seconda dei suoi sviluppi. Le autorità sono state celeri nel rispondere alla crisi nei mesi passati e sono già state varate poderose misure di sostegno monetario e fiscale (cfr. Figura 1). Questi tempestivi interventi di accomodamento e di iniezione di liquidità, di cui abbiamo scritto già nel nostro [aggiornamento semestrale dell'asset allocation outlook](#), hanno favorito il ritorno della calma sui mercati e un deciso rimbalzo dei prezzi degli attivi.

Crediamo sarà necessario ulteriore stimolo da parte delle autorità per sostenere la ripresa ancora fragile. Visto il limitato spazio d'intervento della politica monetaria, con i tassi pressoché a zero nella maggior parte delle economie

**Figura 1 Sostegno della politica fiscale poderoso rispetto alle dimensioni delle principali economie mondiali**



Fonte: PIMCO, governi e banche centrali delle rispettive aree geografiche, al 30 novembre 2020. Il grafico mostra le misure fiscali del 2020 in percentuale del PIL di ciascun paese o regione.

Nota: i dati sono previsionali per il 2020 e comprendono sia le misure annunciate che quelle attese. Le misure discrezionali comprendono erogazioni dirette ai cittadini e alle imprese, prestiti a fondo perduto, aumento della spesa sanitaria e sgravi fiscali. Il sostegno alla liquidità comprende garanzie su prestiti, concessioni su crediti, posticipi di scadenze tributarie e nuovi prestiti.

sviluppate, toccherà alla politica fiscale prendere le redini. Il passaggio del testimone è già ben avviato e l'entità e la portata della politica fiscale avrà cruciali implicazioni sia per la ripresa economica che per i prezzi degli attivi.

Viste le differenti esigenze, capacità e propensioni politiche, prevediamo che la risposta di politica fiscale varierà sensibilmente da un'area geografica all'altra. Negli Stati Uniti, l'esito elettorale di novembre fa presagire un Congresso diviso nel 2021 con i Repubblicani che probabilmente conserveranno la maggioranza al Senato dopo il ballottaggio in Georgia a inizio gennaio. In ogni caso, quale che sarà il partito che prevarrà, la maggioranza al Senato sarà di misura e pertanto occorrerà ricorrere al compromesso per fare approvare i provvedimenti di legge. Le possibilità di interventi imponenti appaiono dunque ridotte e la politica fiscale verosimilmente si concentrerà sugli aiuti per far fronte al COVID e sulle infrastrutture, con provvedimenti d'entità relativamente modesta.

In Europa, ci attendiamo che la politica fiscale si mantenga espansiva rispetto al contesto pre-pandemia sebbene molte delle misure discrezionali legate al COVID varate dai governi dovrebbero essere lasciate decadere nel 2021. Facciamo osservare che è un quadro molto diverso rispetto alle politiche procicliche di austerità adottate nell'Area dell'Euro dopo le recessioni del 2008–2009 e del 2011–2012. Anche le erogazioni del Recovery Fund dovrebbero dare un certo impulso alla crescita l'anno prossimo, soprattutto nei paesi periferici dell'Eurozona e in Europa orientale.

In Giappone, la politica fiscale dovrebbe restare accomodante e prevediamo ulteriore stimolo pari a circa il 3% del PIL, concentrato in investimenti pubblici / sul settore dei servizi, nell'arco di 15 mesi (gennaio 2021 - marzo 2022). Inoltre, in uno scenario ribassista, potrebbero essere varati ulteriori provvedimenti a sostegno della crescita.

Il nostro scenario di base prevede che la ripresa economica mondiale continui nel 2021 e prenda slancio con il diffondersi delle vaccinazioni e il ritorno alla normalità nel distanziamento sociale. Prevediamo tuttavia che sarà una "lunga risalita" con ostacoli lungo la strada (come indicato nel nostro [Blog di giugno 2020](#)) e che per tornare ai livelli di produzione mondiale pre-COVID potrebbero volerci finanche due anni. Due sono i fattori cruciali dirimenti che incideranno sul processo di ripresa: il contenimento del virus e il sostegno della politica fiscale.

# Temi di asset allocation per il 2021

Nel nostro [aggiornamento semestrale dell'asset allocation outlook](#), avevamo osservato che nonostante il diffuso shock sull'economia reale, le valutazioni degli attivi rischiosi apparivano prossime al valore equo al netto degli effetti dei minori tassi di sconto e del sostegno straordinario da parte delle autorità. Avevamo inoltre promosso un orientamento di modesta propensione al rischio nei portafogli multi-asset con enfasi sui settori di maggior qualità e resilienti a fronte di un ampio ventaglio di esiti possibili. Questo continua ad essere un nostro fondamentale orientamento nei portafogli visti gli elementi d'incertezza sul breve termine e i cambiamenti dirompenti di lungo termine in atto (si veda il nostro [Secular Outlook "Cambiamenti sempre più dirompenti"](#)).

Con le presidenziali americane alle spalle e gli sviluppi positivi sul fronte dei vaccini, stiamo cominciando a posizionare i portafogli multi-asset in modo tale da beneficiare della ripresa ciclica. Naturalmente, l'approccio deve essere prudente nell'incremento delle posizioni in quanto le condizioni economiche potrebbero deteriorarsi qualora il contenimento del virus non dovesse riuscire nel modo sperato o in caso di ritardi nella tempistica delle vaccinazioni di massa.

## AZIONARIO E CREDITO

Al prendere slancio dell'attività economica nel 2021 prevediamo un robusto rimbalzo degli utili societari (cfr. Figura 2). La maggior crescita degli utili societari, seppur positiva anche per il credito, è maggiormente trainante per i mercati azionari, che infatti storicamente hanno generato maggiori rendimenti corretti per il rischio nelle fasi iniziali del ciclo economico.

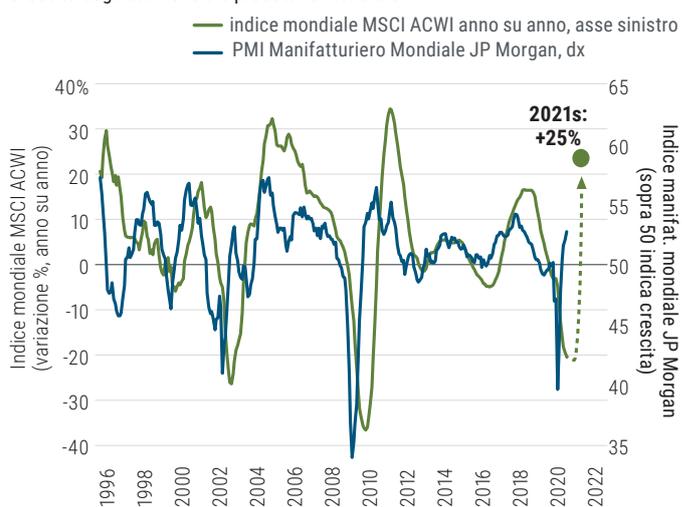
In tale contesto macroeconomico, crediamo che le valutazioni azionarie siano convenienti rispetto all'obbligazionario societario. Un modo per rilevarlo è analizzare il differenziale fra i rendimenti azionari e gli spread delle obbligazioni societarie. I rendimenti azionari dovrebbero in generale offrire un premio rispetto agli spread obbligazionari in quanto gli investimenti azionari sono più sensibili alla volatilità degli utili e gli investitori richiedono di essere adeguatamente remunerati per il rischio di eventuale calo degli utili. Il differenziale di rendimento

dell'azionario, sia statunitense che mondiale, attualmente è prossimo al livello medio dell'ultimo quinquennio. Tuttavia, con la crescita degli utili destinata ad accelerare con la prosecuzione della ripresa mondiale, l'azionario appare più appetibile del credito.

Prevediamo un rimbalzo della crescita mondiale nel 2021 e al contempo una risposta graduale delle banche centrali dei mercati sviluppati al miglioramento del panorama macroeconomico. Nei mesi scorsi la Federal Reserve ha concluso la revisione del suo quadro di riferimento e indicato che il tasso di occupazione da solo non sarà più sufficiente a suggerire un aumento dei tassi d'interesse ma occorrerà anche il raggiungimento o lo sfioramento dell'obiettivo d'inflazione. L'impegno della Fed a consentire il superamento dell'obiettivo d'inflazione sostiene l'azionario, che si presenta appetibile a fronte di un probabile periodo prolungato di tassi reali bassi o negativi.

**Figura 2 L'incremento dell'attività economica tende a essere un segnale positivo per la crescita degli utili societari**

Crescita degli utili vs. ciclo produttivo mondiale



Fonte: MSCI, stime FactSet, Bloomberg ed elaborazioni di PIMCO al 31 ottobre 2020.

### TEMI NELL'AZIONARIO

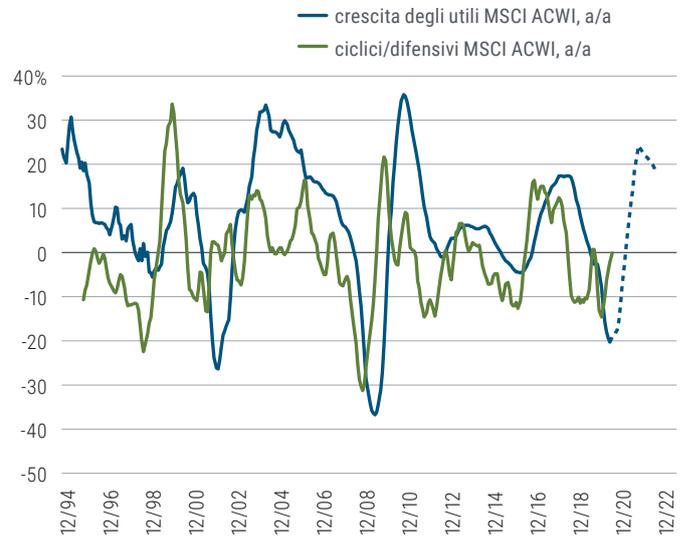
La ripresa dell'attività economica e il continuo miglioramento degli utili societari dovrebbero favorire un rimbalzo degli attivi ciclici (cfr. Figura 3), la cui performance è rimasta decisamente indietro rispetto a quella dei big che hanno trainato il mercato dalla correzione di marzo, come i colossi tecnologici. Ricerchiamo in modo attivo opportunità da cogliere in questo ambito pur mantenendoci altamente selettivi negli spazi su cui puntare per ottenere l'esposizione ciclica desiderata. La ripresa manifatturiera globale dovrebbe sostenere i comparti degli industriali, dei materiali e dei semiconduttori. Gli stimoli fiscali mirati e il miglioramento dell'occupazione dovrebbero favorire risparmi e consumi delle famiglie con ricadute positive sui settori dell'immobiliare e dei beni di consumo durevoli. Ci manteniamo invece cauti sui settori dei trasporti e dell'alberghiero che potrebbero trovarsi alle prese con difficoltà sul versante degli utili per diversi anni. Dal punto di vista geografico, col proseguire della ripresa nel 2021 ci attendiamo benefici per i titoli ciclici azionari in paesi come il Giappone e in taluni mercati emergenti (cfr. Figura 4).

Oltre a incrementare la nostra esposizione ai ciclici, continuiamo a ricercare opportunità in settori che possono beneficiare dei cambiamenti dirompenti di lungo termine in quanto prevediamo consistenti investimenti e maggiore domanda in quegli ambiti nei prossimi anni. Questi settori comprendono società tecnologiche con fondamentali robusti destinate a beneficiare ulteriormente dei trend di lungo termine accelerati dal COVID. Gli Stati Uniti e la Cina rimangono gli attori dominanti in ambito tecnologico a livello mondiale e restano pertanto paesi sui quali ci focalizziamo ma puntiamo anche a beneficiare di altri temi in evoluzione in altre aree geografiche come l'energia verde in Europa e l'automazione in Giappone.

### TEMI NEL CREDITO

Nel credito, gli spread si sono considerevolmente contratti da marzo e aprile, e sebbene riteniamo che il credito sia meno appetibile dell'azionario in termini relativi, vi ravvisiamo sacche di opportunità in taluni segmenti.

Figura 3 I settori ciclici tendono a sovraperformare nelle fasi iniziali di una ripresa



Fonte: MSCI, stime FactSet ed elaborazioni di PIMCO al 31 ottobre 2020.  
 Settori ciclici: automobilistico, bancario, beni strumentali e beni di consumo durevoli, servizi finanziari diversificati, energetico, materiali, media, semiconduttori e trasporti.  
 Settori difensivi: utility, servizi di telecomunicazione, vendita di prodotti alimentari e beni di consumo essenziali, alimentari/bevande/tabacco, prodotti d'uso domestico, farmaceutico e biotecnologico, servizi e apparecchi sanitari.

Figura 4 Composizione settoriale delle diverse aree geografiche: il Giappone e i Mercati Emergenti hanno le maggiori percentuali di ciclicità

Settore	Regione					
	Stati Uniti	Europa	Regno Unito	Giappone	ME	Cina
Settori ciclici	36%	48%	42%	<b>55%</b>	<b>53%</b>	28%
difensivo	28%	38%	40%	30%	17%	17%
Altro	36%	14%	18%	15%	30%	55%

Fonte: indice mondiale MSCI ACWI al 30 novembre 2020

Nel segmento societario i diversi settori si stanno riprendendo con diversa velocità a seconda di quanto sono stati colpiti dalla pandemia. Siamo prudenti sugli high yield, soprattutto in quelle aree che potrebbero avere esigenze di finanziamento nella seconda ondata del COVID, ma ravvisiamo valore nei settori e negli emittenti investment grade di maggiore qualità. Continuiamo a privilegiare i titoli legati all'immobiliare (principalmente negli Stati Uniti) alla luce dei fondamentali robusti. Il mercato immobiliare ha dimostrato resilienza nello shock del COVID in quanto al suo arrivo presentava condizioni robuste con basso grado di indebitamento e solidi bilanci delle famiglie, inoltre il settore ha beneficiato dei bassi tassi d'interesse, delle politiche di mitigazione delle perdite e della scarsità di offerta sul mercato. I titoli da cartolarizzazioni di mutui statunitensi continuano a scontare nei prezzi una dose di incertezza riguardo a future morosità e agli effetti delle moratorie sui pagamenti, inoltre gli MBS non-agency non hanno goduto di supporto diretto da parte della Fed, pertanto riscontriamo opportunità a prezzi appetibili in questi ambiti. Nei mercati emergenti ravvisiamo interessanti opportunità nel credito ma preferiamo assumere esposizione in strumenti più liquidi.

Nel complesso, nei portafogli multi-asset privilegiamo un modesto sovrappeso sugli attivi rischiosi, sia azionario che credito. Le valutazioni appaiono elevate in termini assoluti ma i bassi tassi di interesse, il sostegno da parte delle autorità e il miglioramento della crescita degli utili dovrebbero essere di sostegno nell'orizzonte ciclico. Inoltre, il contesto di tassi bassi dovrebbe spingere gli attivi rischiosi in quanto stimola maggiore domanda da parte degli investitori alle prese con la difficile scelta fra aumentare il rischio o ridurre i propri obiettivi di rendimento.

## PRINCIPALI RISCHI, ED ELEMENTI DI DIVERSIFICAZIONE

Ci stiamo posizionando per beneficiare della ripresa ciclica ma costruendo portafogli capaci al contempo di tenuta in un ventaglio di scenari economici. Il principale rischio nel breve termine è che le misure volte a contenere il virus possano

ostacolare la ripresa economica. Se continuasse l'impennata dei contagi i governi potrebbero trovarsi di fronte alla difficile scelta di dover tornare ad applicare o estendere i lockdown. Inoltre, nonostante gli annunci positivi sullo sviluppo dei vaccini, permangono incognite sulla tempistica della loro produzione e distribuzione di massa.

Crediamo che la duration (titoli di Stato) di elevata qualità continuerà a costituire una fonte affidabile di diversificazione protettiva rispetto a eventuali shock di crescita, nonostante i rendimenti a livelli storicamente bassi. I titoli di Stato americani hanno maggior spazio di rally rispetto a quelli della maggior parte dei mercati sviluppati e verosimilmente conserveranno il loro status di attivi d'elezione in un contesto di fuga verso la qualità, manteniamo pertanto il sovrappeso sui Treasuries nei nostri portafogli multi-asset. Come altro elemento di diversificazione, apprezziamo anche i titoli sovrani di alcuni mercati emergenti, tra cui il Perù e la Cina, che offrono un vantaggio in termini di rendimento e hanno dimostrato la tendenza a performare bene in momenti di avversione al rischio (cfr. Figura 5).

**Figura 5 La duration dei mercati emergenti (ME) di maggiore qualità ha fornito diversificazione nei momenti di correzione azionaria**

Periodi di correzione azionaria	Azioni globali	Titoli di Stato americani decennali	Debito ME di alta qualità in val. locale
Sett. '08 – Feb. '09	-44,0%	7,6%	15,5%
Mag. '11 – Sett. '11	-20,5%	9,4%	8,1%
Ott. '18 – Dic. '18	-12,8%	3,4%	4,1%
Feb. '20 - Mar. '20	-20,5%	5,6%	4,3%
<b>Rendimento medio</b>	<b>-24,4%</b>	<b>6,5%</b>	<b>8,0%</b>

Fonte: Bloomberg e PIMCO al 30 novembre 2020. L'azionario mondiale è rappresentato dall'indice MSCI ACWI, il debito dei mercati emergenti di alta qualità è rappresentato da quello di Ungheria, Singapore, Polonia, Repubblica Ceca, Israele, Corea del Sud, Tailandia, Cina, Cile e Malesia. I paesi emittenti hanno ottenuto rating investment grade da almeno una delle primarie agenzie (S&P, Moody's o Fitch).

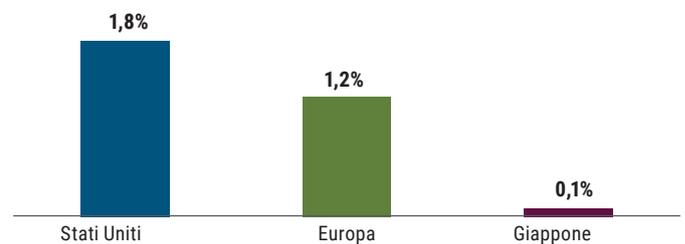
Un altro potenziale rischio è quello di una sorpresa al rialzo sul versante dell'inflazione. Ci attendiamo che l'inflazione a livello mondiale resti contenuta nel breve termine in quanto l'indebolimento della domanda dei consumatori, i bassi prezzi dell'energia e l'incremento della disoccupazione conseguenti alla pandemia dovrebbero frenare l'aumento dei prezzi dei beni. Tuttavia, i consistenti livelli di spesa pubblica, il marcato aumento del debito pubblico e l'orientamento accomodante delle banche centrali potrebbero portare a maggiore inflazione nel contesto globale post-COVID (cfr. Figure 6). Il futuro mix di politica monetaria e fiscale sarà un fattore cruciale nel determinare gli sviluppi sul versante dell'inflazione nel più lungo periodo ma riteniamo che i rischi siano orientati al rialzo.

Molti attivi indicizzati all'inflazione presentano valutazioni appetibili e crediamo sia un buon momento per aggiungere coperture contro l'inflazione nei portafogli multi-asset. Ci concentriamo su attivi che possano svolgere il ruolo sia di copertura contro l'inflazione che di elemento di diversificazione in uno scenario di indebolimento delle condizioni economiche, come le obbligazioni indicizzate all'inflazione che, oltre a offrire una copertura diretta contro l'inflazione, beneficiano in caso di discesa dei tassi reali. Crediamo inoltre che l'oro costituisca un buon serbatoio di valore di lungo termine con bassa correlazione con gli attivi rischiosi tradizionali. Stiamo evitando invece gli attivi reali più sensibili alla crescita come le materie prime energetiche, date le nostre aspettative di una ripresa economica graduale con significativi rischi al ribasso e rendimenti reali bassi o negativi negli anni a venire.

## CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Gli investitori, e le persone in generale, attendono con trepidazione la fine di un anno fuori dall'ordinario e molti si auspicano un 2021 più tranquillo. Noi di PIMCO prevediamo per il nuovo anno la prosecuzione della ripresa economica mondiale, che secondo il nostro scenario di base sarà graduale ma potrà essere accelerata o frenata a seconda dell'evoluzione della pandemia e dell'entità dell'ulteriore sostegno delle autorità alle economie ancora fragili.

**Figura 6 Aspettative d'inflazione di lungo termine per Stati Uniti, Giappone e Area Euro**



Fonte: Bloomberg al 30 novembre 2020. Le attese d'inflazione per gli Stati Uniti sono basate sull'inflazione di pareggio a 5 anni e quelle per l'Europa e per il Giappone sul tasso swap sull'inflazione di pareggio a cinque anni su un orizzonte quinquennale.

A fronte di tale contesto esprimiamo un orientamento di propensione al rischio nei portafogli multi-asset, con una predilezione per l'azionario rispetto ad altri attivi rischiosi. Abbiamo incrementato l'esposizione alle aree geografiche e ai settori ciclici che possono beneficiare dell'allungamento di passo dell'attività economica, restando al contempo focalizzati su quei comparti in cui gli avanzamenti tecnologici verosimilmente comporteranno cambiamenti dirompenti di lungo termine.

Ravvisiamo due rischi principali, ossia crescita più contenuta e maggiore inflazione, e ci premuriamo di coprirli. Riteniamo che i titoli tradizionali del reddito fisso dovrebbero continuare a offrire una fonte affidabile di diversificazione rispetto a eventuali shock di crescita ma i tassi bassi e il rischio di sorprese sul versante dell'inflazione richiedono un ampliamento del ventaglio degli elementi di diversificazione.

Riteniamo che gli investitori dovrebbero approntare portafogli capaci di cogliere i benefici del clima più sereno previsto per il 2021, incorporando al contempo sufficiente diversificazione che consenta di superare eventuali burrasche che potrebbero manifestarsi.

# Posizionamento sulle classi di attivo

Di seguito riepiloghiamo come stiamo posizionando i nostri portafogli multi-asset alla luce delle nostre previsioni economiche mondiali.

## RISCHIO COMPLESSIVO



Privilegiamo un posizionamento di moderata propensione al rischio nei portafogli multi-asset a fronte della nostra previsione di prosecuzione della ripresa dell'economia mondiale nel 2021. A seconda dell'efficacia degli interventi volti a risolvere la crisi sanitaria e dell'entità dell'ulteriore sostegno da parte delle autorità potrebbero giungere sorprese positive o negative. Pertanto puntiamo a bilanciare il portafoglio per proteggerlo da due principali rischi: una crescita minore del previsto e un'inflazione superiore alle attese.

## AZIONI



Siamo sovrappesati sull'azionario in previsione di un rimbalzo degli utili societari nel 2021 e di tassi d'interesse attesi confermarsi contenuti. Privilegiamo l'azionario statunitense in ragione della maggiore redditività e delle caratteristiche di crescita. Puntiamo inoltre sulle azioni giapponesi e quelle di taluni mercati emergenti che dovrebbero beneficiare della ripresa ciclica.

## TASSI



Nonostante i rendimenti contenuti, siamo modestamente sovrappesati sulla duration come elemento di diversificazione rispetto al posizionamento di propensione al rischio nell'azionario e nel credito. I titoli statunitensi si confermano appetibili rispetto a quelli di altri mercati sviluppati per il vantaggio di rendimento offerto. Deteniamo inoltre un modesto sovrappeso sui titoli sovrani di alcuni mercati emergenti di alta qualità che possono performare bene in momenti di avversione al rischio.

**CREDITO**



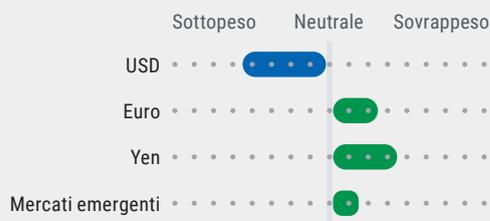
Nonostante il significativo calo degli spread nei mesi scorsi, specifici settori del credito restano appetibili. Nel segmento societario siamo concentrati sugli emittenti investment grade di maggiore qualità e ci manteniamo cauti sugli high yield alla luce delle preoccupazioni di insolvenza che aleggiano. Continuiamo a privilegiare i titoli legati al settore immobiliare alla luce dei fondamentali robusti e puntiamo a cogliere opportunità interessanti nel credito nei mercati emergenti.

**ATTIVI REALI**



L'inflazione dovrebbe restare contenuta nel breve termine ma i consistenti livelli di spesa pubblica, il marcato aumento del debito pubblico e l'orientamento accomodante delle banche centrali potrebbero portare a maggiore inflazione nel più lungo termine. Puntiamo sulle obbligazioni indicizzate all'inflazione che offrono una copertura diretta contro l'inflazione e diversificazione in caso di maggiore debolezza economica, nonché sull'oro che tende a mantenere basse correlazioni con i tradizionali attivi rischiosi.

**VALUTE**



Dopo anni di consistente apprezzamento, il Dollaro statunitense appare sopravvalutato rispetto ad altre valute "rifugio" alternative come l'Euro e lo Yen, che sono divenuti sempre più appetibili. Deteniamo inoltre un modesto sovrappeso su alcune valute dei mercati emergenti.

**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 una maggiore sensibilità e volatilità rispetto a quelle con duration più breve. Di norma, i prezzi delle obbligazioni diminuiscono in caso di aumento dei tassi d'interesse e i contesti di bassi tassi d'interesse fanno aumentare tale rischio. Le attuali 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. **I titoli di Stato** sono di norma garantiti dal governo emittente. Le obbligazioni delle agenzie federali e delle autorità statunitensi sono sostenute in varia misura, ma in genere non beneficiano della piena garanzia del governo degli Stati Uniti. I portafogli che investono in tali titoli non sono garantiti e possono subire fluttuazioni di valore. **Le obbligazioni indicizzate all'inflazione** di emittenti governativi sono titoli a reddito fisso la cui quota capitale viene modificata periodicamente in funzione del tasso di inflazione; il valore di tali titoli diminuisce in caso di aumento dei tassi d'interesse reali. **Il valore delle azioni può diminuire a causa delle condizioni di mercato, economiche e industriali sia reali che percepite. 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 fondi immobiliari** sono soggetti a rischi, come quelli di risultati deludenti ottenuti dal gestore, di cambiamenti sfavorevoli della legislazione fiscale e della mancanza dei requisiti necessari al trasferimento esentasse dei redditi. **I titoli ad alto rendimento e a basso rating** comportano rischi maggiori rispetto ai titoli con un rating più elevato. I portafogli che investono in tali titoli sono esposti a livelli più elevati di rischio di credito e di liquidità rispetto ai portafogli che non detengono tali strumenti. 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. 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. La **diversificazione** non garantisce l'assenza di perdite.

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

**Con rischio di gestione** si intende il rischio che le tecniche d'investimento e le analisi del rischio impiegate da PIMCO non producano i risultati desiderati e che alcune politiche o determinati sviluppi possano incidere sulle tecniche d'investimento a disposizione di PIMCO nella gestione della strategia.

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 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.

I termini **"convenienti"** e **"costosi"** utilizzati nel presente documento si riferiscono generalmente a titoli o classi di attività ritenuti essere sostanzialmente sottovalutati o sopravvalutati rispetto alla media storica nonché alle aspettative future del gestore. Non vi è garanzia di risultati futuri né che la valutazione di un titolo garantisca un profitto o protegga da una perdita.

Una valuta **"rifugio"** è una valuta ritenuta a basso rischio in virtù della stabilità del governo che la emette e della solidità dell'economia sottostante. Tutti gli investimenti comportano rischi e possono subire perdite di valore.

La **correlazione** è una misura statistica delle oscillazioni di un titolo rispetto a un altro. La **duration** è la misura della sensibilità della quotazione di un'obbligazione alle variazioni dei tassi d'interesse ed è espressa in anni.

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. Non è possibile investire direttamente in un indice non gestito. Le informazioni contenute nel presente documento sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non si rilascia alcuna garanzia in merito.

Il presente documento non costituisce un'offerta ad alcun soggetto in qualsiasi giurisdizione in cui ciò sia illegale o vietato. | **PIMCO Europe GmbH** (Società n. 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Monaco, Germania) e la filiale italiana di PIMCO Europe GmbH (Società n. 10005170963) sono autorizzate e regolamentate in Germania dall'Autorità di vigilanza finanziaria federale tedesca (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Francoforte sul Meno) ai sensi della Legge sul sistema creditizio tedesco (KWG). La filiale italiana è inoltre soggetta alla supervisione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) ai sensi del Testo Unico della Finanza italiano | 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. ©2020, PIMCO