

SECULAR
OUTLOOK

GIUGNO 2023

The Aftershock Economy

I mercati verosimilmente affronteranno maggiore volatilità con l'uscita dell'economia globale dalla stagione dei poderosi stimoli fiscali e monetari. Nell'epoca post-stimoli, i rendimenti appetibili per le obbligazioni di alta qualità incoraggiano un approccio più resiliente agli investimenti.



PRINCIPALI CONCLUSIONI

AUTORI:

Richard Clarida

Consulente economico globale

Andrew BallsChief Investment Officer
Reddito fisso globale**Dan Ivascyn**

Group Chief Investment Officer

I primi anni '20 di questo secolo sono stati caratterizzati da una serie di gravi perturbazioni economiche, finanziarie e geopolitiche su scala mondiale e ci vorrà tempo prima che le conseguenze definitive di questi shock siano pienamente avvertite. In occasione dell'ultimo Secular Forum di PIMCO abbiamo discusso di come le recenti dinamiche cicliche di breve periodo probabilmente avranno conseguenze durature sul lungo periodo.

L'economia globale sta uscendo da una fase di interventi monetari e fiscali poderosi, che è improbabile si ripetano nel nostro orizzonte secolare. Dopo l'impennata dell'inflazione su scala globale post-pandemia, le banche centrali stanno cominciando ad accorgersi che le politiche monetarie non convenzionali comportano costi oltre che benefici, mentre gli alti livelli di debito pubblico verosimilmente limiteranno la capacità di intervento della politica fiscale in contrazioni future.

Con la stagione delle politiche di soppressione della volatilità verosimilmente al capolinea, i mercati sono probabilmente destinati a un periodo di accentuata volatilità, con un ventaglio insolitamente ampio di potenziali assestamenti. Noi crediamo che i rischi per la crescita globale siano orientati al ribasso nel nostro orizzonte secolare di cinque anni e che i rendimenti delle varie classi di attivo verosimilmente saranno più differenziati in questa nuova epoca.

Ci aspettiamo che le banche centrali confermino i loro attuali obiettivi d'inflazione e che diano priorità a mantenere le aspettative di inflazione di lungo termine ancorate a questi obiettivi. Crediamo che i tassi di interesse ufficiali neutrali reali di lungo termine nelle economie avanzate resteranno ancorati in un intervallo compreso tra lo 0% e l'1%. Con il debito pubblico in aumento e il possibile ritorno di un premio per il rischio di inflazione, ci aspettiamo l'irripidimento della curva dei rendimenti con la richiesta degli investitori di maggiore remunerazione per le obbligazioni a più lunga scadenza sull'orizzonte secolare.

Le nostre aspettative di tassi neutrali bassi e di un ritorno dell'inflazione in prossimità del livello obiettivo rafforzano le prospettive positive per l'obbligazionario core e di alta qualità. Dopo il sensibile aumento dello scorso anno, i livelli di partenza degli interessi, storicamente fortemente correlati ai rendimenti futuri, per le obbligazioni di alta qualità sono prossimi alle medie di lungo periodo dei rendimenti azionari, potenzialmente con volatilità significativamente minore e maggiore protezione dai ribassi rispetto all'azionario. Questo può aiutare gli investitori a costruire portafogli prudenti e resilienti senza rinunciare al potenziale di rialzo. Prediligiamo gli investimenti di alta qualità, più liquidi e restiamo cauti rispetto alle aree più sensibili al ciclo economico. Ci aspettiamo opportunità sempre più interessanti sui mercati privati nel tempo, soprattutto alla luce del panorama bancario in evoluzione.

Una nuova stagione di tensioni geopolitiche tra una superpotenza affermata e una rivale in ascesa avrà probabilmente implicazioni economiche globali. Continuiamo a credere che il Dollaro americano conserverà il suo status di valuta dominante a livello globale nonostante l'allargarsi del fiscal gap e il crescente indebitamento degli Stati Uniti, anche se ci sono opportunità di investimento anche in altre aree.



Relatori invitati al nostro Secular Forum 2023

Tim Adams

Presidente e CEO dell'Institute of International Finance

Alejandro Díaz de León

Ex Governatore della Banca centrale del Messico

Elizabeth Economy

Senior Fellow, Hoover Institution, Università di Stanford; in congedo in quanto Senior Advisor sulla Cina presso il Dipartimento del Commercio degli Stati Uniti

Niall Ferguson

Saggista; Milbank Family Senior Fellow, Hoover Institution, Università di Stanford; Senior Faculty Fellow, Belfer Center for Science and International Affairs, Università di Harvard

Kathryn Judge

Professore Harvey J. Goldschmid di Diritto presso la Facoltà di Giurisprudenza della Columbia University

Adi Kumar

Senior Partner a capo dell'attività globale di Reinvestimento nelle Economie di McKinsey & Company

Nancy Lazar

Capo economista globale, Piper Sandler

Michael Pettis

Professore di Finanza presso la Guanghua School of Management dell'Università di Pechino; Senior Fellow del Carnegie Endowment for International Peace

Hélène Rey

Professore Lord Bagri di Economia alla London Business School

Global Advisory Board di PIMCO

Esperti di chiara fama mondiale in campo politico ed economico

Tema secolare: economia in assestamento

I primi tre anni di questo decennio sono stati caratterizzati da continui sconvolgimenti – dell'ordine economico e finanziario globale, dell'equilibrio geopolitico, nonché in termini di entità e portata degli interventi dei governi – e crediamo che questa si confermerà essere la nuova realtà con cui gli investitori dovranno confrontarsi nei prossimi cinque anni. Si tratta di un trend che avevamo già evidenziato nei nostri recenti *Secular Outlook* e che abbiamo rivisitato in occasione del nostro ultimo Secular Forum annuale di maggio.

L'anno scorso nella tesi del nostro Secular Outlook "Raggiungere la resilienza" avevamo sostenuto che in un mondo più frammentato, governi e imprese avrebbero dato crescente priorità alla sicurezza rispetto all'efficienza economica a breve termine. Avevamo segnalato potenziali pressioni inflazionistiche a fronte del riposizionamento delle filiere industriali in paesi amici e dell'aumento della spesa pubblica a sostegno della transizione energetica e per la difesa nazionale.

Quella tesi si conferma sostanzialmente valida ma le prospettive per i prossimi cinque anni devono tenere conto e inglobare diversi importanti sviluppi intervenuti dal nostro forum di maggio 2022, tra cui:

- la svolta in senso restrittivo della politica monetaria in risposta al maggiore aumento prolungato dell'inflazione su scala globale da 40 anni
- il dibattito sull'approdo del tasso di interesse ufficiale neutrale una volta che (o se) le banche centrali riporteranno l'inflazione ai livelli obiettivo
- tre dei maggiori fallimenti bancari nella storia degli Stati Uniti e il crollo di Credit Suisse in Europa
- l'approvazione di un'ambiziosa tripletta di leggi negli Stati Uniti – l'Infrastructure Investment and Jobs Act, l'Inflation Reduction Act, e il CHIPS and Science Act – a sostegno di una nuova politica industriale americana assertiva, che forniranno una spinta propulsiva positiva sull'orizzonte ciclico e secolare con l'immissione nell'economia dei fondi stanziati
- segnali contrastanti in merito alla direzione di rotta della Cina sul fronte economico e geopolitico nel terzo mandato del Presidente Xi Jinping

Le nostre view per l'orizzonte secolare si innestano inoltre su quelle riportate nelle nostre ultime *Prospettive Cicliche* "Mercati instabili, la solidità dell'obbligazionario", in cui abbiamo indicato di prevedere modeste recessioni nei mercati sviluppati con rischi al ribasso accresciuti dall'inasprimento del credito. Abbiamo inoltre segnalato che le principali banche centrali sono vicine alla fine del loro ciclo di rialzi dei tassi anche se non ancora prossime alla normalizzazione o all'allentamento della politica monetaria, mentre in futuro le risposte dei governi potrebbero essere limitate dagli alti livelli di debito pubblico nonché alla luce del ruolo dello stimolo fiscale post-pandemia nell'alimentare l'inflazione.

In questo contesto di continui, molteplici sconvolgimenti, le dinamiche cicliche di breve termine stanno avendo conseguenze più durature di lungo periodo, inaugurando quella che chiamiamo "l'economia in assestamento". In questo documento condividiamo alcune delle principali implicazioni economiche e per gli investimenti derivanti dalle conclusioni tratte al nostro Secular Forum 2023.

Volatilità macroeconomica e tensioni geopolitiche probabilmente permarranno

Vale la pena di ricordare la straordinarietà dei primi tre anni di questo decennio rispetto al decennio precedente.

Il mondo ha affrontato una pandemia, di quelle che capitano una volta in un secolo, che le autorità hanno contrastato con lockdown e chiusure di parti rilevanti dell'economia mondiale, fornendo al contempo ingenti stimoli monetari e fiscali. Col tempo quegli stimoli, associati alla riapertura dell'economia globale e al ripristino delle filiere produttive, hanno alimentato il maggiore aumento protratto dell'inflazione su scala globale da 40 anni. Le banche centrali alla fine hanno risposto con un ciclo di rialzi dei tassi su scala globale che è stato il più aggressivo da decenni, da cui sono conseguiti, tra l'altro, una debacle dei mercati finanziari nel 2022, una crisi bancaria, condizioni di credito inasprite e diffuse previsioni di una recessione quest'anno o il prossimo (cfr. Figura 1).

Questi eventi probabilmente faranno sentire i loro effetti per anni. Ci attendiamo cicli economici più brevi e più volatili, minore spazio di manovra da parte dei governi per attuare una politica fiscale anticiclica e banche centrali meno disposte a rincarare la dose con quantitative easing (QE) illimitato.

Prevediamo una stagione in cui limitazioni sul lato dell'offerta – non solo scarsità di domanda – assieme a perduranti cambiamenti post-pandemia nel mercato del lavoro diventino fonti significative di oscillazioni economiche e continuino a esercitare pressione al rialzo sui livelli dei prezzi su scala globale.

Figura 1 – Dal Secular Forum dello scorso anno (maggio 2022), sono intervenuti diversi sviluppi che non si vedevano da parecchio tempo

Rispetto a maggio 2022, nei passati...	Non si era mai visto
13 anni	L'indice MOVE di volatilità dei mercati obbligazionari a 180
15 anni	Un tasso sui fed fund oltre il 5%
34 anni	Un'inflazione media a doppia cifra nei paesi OCSE
42 anni	475 punti base di rialzi dei tassi della Fed in 12 mesi

Fonte: ICE BAML, U.S. Federal Reserve, OCSE, a maggio 2022

Benché condividiamo sostanzialmente l'opinione prevalente che la crescita globale in media, nel nostro orizzonte secolare, sarà deludente rispetto all'esperienza pre-pandemia, crediamo anche tuttavia che i rischi per la crescita siano decisamente orientati al ribasso.

I motivi comprendono il rischio di inasprimento più netto e più persistente delle condizioni finanziarie globali in ragione delle recenti turbolenze nel sistema bancario e della risposta ad esse da parte delle autorità, una contrazione più decisa per effetto dei rialzi sincroni da parte delle banche centrali, una possibile escalation della guerra in Ucraina, un potenziale cedimento della ripresa economica della Cina e il rischio crescente di uno scontro fra Stati Uniti e Cina su Taiwan.

Il nostro forum ha compreso presentazioni sulle potenziali traiettorie dei tassi d'interesse neutrali reali e nominali e sul futuro degli obiettivi di inflazione delle banche centrali nei prossimi cinque anni.

Crediamo che i tassi ufficiali neutrali reali di lungo termine nelle economie avanzate resteranno ancorati nell'orizzonte secolare nel range della Nuova Neutralità compreso tra lo 0% e l'1% dalle potenti forze di lungo periodo rappresentate dall'invecchiamento demografico e dalla fiacca crescita della produttività.

I rapporti tra Stati Uniti e Cina sono previsti continuare a dominare le dinamiche geopolitiche e potremmo essere già entrati nella "Seconda Guerra Fredda" come ha suggerito lo storico Niall Ferguson – uno dei relatori ospiti al forum – con implicazioni per i paesi di tutto il mondo a fronte del riallineamento delle alleanze e dei rapporti commerciali. Ciò detto, ci aspettiamo che i trend nel commercio globale e nelle modalità di investimento siano alimentati molto più dalla riduzione del rischio ("de-risking") che dal disaccoppiamento ("decoupling"). Le filiere non vengono fondamentalmente disaccoppiate, perlopiù vengono riaccoppiate a livello globale verso paesi amici, una tendenza che quanto meno negli Stati Uniti è già in atto.

Autorità alle prese con limitazioni e stanchezza

Nonostante l'impennata dell'inflazione a livello globale dopo la pandemia, crediamo che le banche centrali faranno ciò che sarà necessario per mantenere le aspettative di inflazione di lungo termine ancorate ai loro attuali obiettivi d'inflazione. Non prevediamo che le banche centrali dei mercati sviluppati cambino formalmente i loro obiettivi d'inflazione, ci aspettiamo però che quelle che hanno come target il 2% siano disponibili a tollerare il "2 virgola qualcosa" nell'ambito di una strategia di "disinflazione opportunistica" in cui si aspettano che un calo della domanda aggregata in una futura recessione riporti l'inflazione sull'obiettivo. Rispetto al nostro scenario di base, pensiamo che i rischi di inflazione siano orientati al rialzo.

Venendo agli strumenti a disposizione delle autorità, crediamo che nei prossimi cinque anni, visti gli attuali livelli astronomici di debito pubblico rispetto al PIL (cfr. Figure 2), lo spazio fiscale sarà più limitato che in passato – dalla politica o dai mercati finanziari – e lo sarà di conseguenza anche la capacità della politica fiscale di attutire future contrazioni economiche.

Prevediamo inoltre la possibilità che le banche centrali a livello mondiale comincino a soffrire di "stanchezza da QE". Per la prima volta da decenni, l'inflazione alta e ostinata sta mettendo in risalto che, come per ogni decisione economica, il QE e la prodigalità fiscale possono avere dei costi oltre ai benefici.

Questo può avere implicazioni per le politiche future in quanto le ricette che hanno funzionato nei passati 15 potrebbero divenire meno rilevanti.

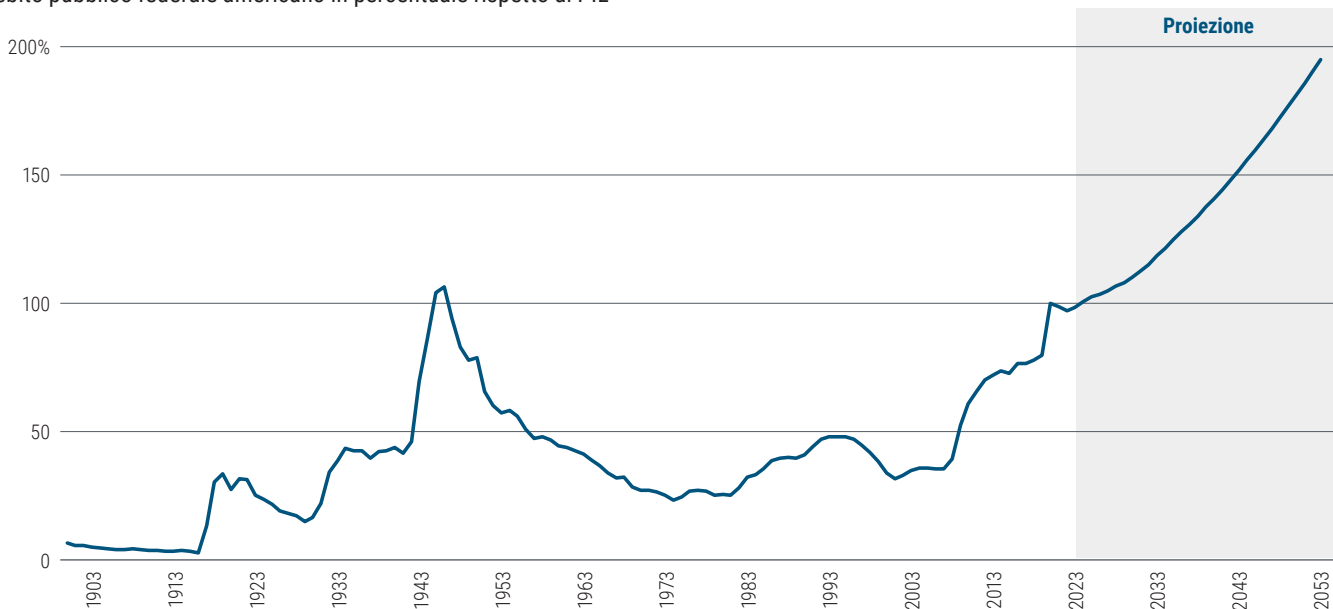
E in un mondo in cui vi sono stanchezza da QE e capacità fiscale limitata, una perturbazione ciclica potrebbe diventare più secolare.

Con minore spazio per attuare una politica fiscale tradizionale, i governi col tempo potrebbero ricorrere maggiormente a interventi normativi.

Questo creerà vincitori e perdenti nei settori interessati, presentando al contempo opportunità per i gestori attivi.

Figura 2 – Il rapporto debito/PIL degli Stati Uniti è stimato crescere in modo sostanziale sul lungo periodo

Debito pubblico federale americano in percentuale rispetto al PIL



Fonte: dati e proiezioni dell'ufficio di bilancio del Congresso americano (CBO) a febbraio 2023

Alla luce del crollo di Credit Suisse, nonché dei fallimenti e delle complesse risoluzioni bancarie di Silicon Valley Bank, Signature Bank e First Republic Bank, crediamo che i rinnovati appelli a ripensare e ridisegnare l'architettura finanziaria all'interno della quale operano le banche finalmente acquisirà slancio.

Questo implicherà, quantomeno negli Stati Uniti, una regolamentazione più stringente che esigerà che le banche detengano maggiore capitale e maggiore liquidità. Probabilmente la capacità delle banche di intermediazione della liquidità si contrarrà ulteriormente e alcune attività tradizionali passeranno sui mercati privati e a soggetti erogatori di credito non bancari. Ravvisiamo l'opportunità di subentrare in quanto soggetto di grande esperienza nell'erogazione del credito in aree un tempo presidiate dalle banche regionali quali il credito al consumo, i mutui e varie forme di finanziamenti assistiti da attivi.



Potenziabili perturbazioni e assestamenti

Lo scenario generale di base sopradescritto discende dalle nostre analisi al forum che hanno anche evidenziato il notevole ventaglio di assestamenti che potrebbero emergere nel nostro orizzonte secolare.

L'esito delle elezioni americane del 2024 che determinerà chi sarà il prossimo inquilino della Casa Bianca e il partito che avrà il controllo del Congresso potrebbero avere significative implicazioni per la politica fiscale e monetaria nonché per la politica estera degli Stati Uniti. Il clima politico segnala che probabilmente si accentueranno ancor di più le pressioni per tenere un atteggiamento di "durezza nei confronti della Cina", indipendentemente da chi sarà alla Casa Bianca nel 2025.

Parimenti, le elezioni presidenziali di gennaio 2024 a Taiwan potrebbero dimostrarsi cruciali per le relazioni fra Stati Uniti e Cina in una fase in cui i due paesi stanno andando verso una rivalità strutturale e la Cina si impone sempre più in Asia. Se il Kuomintang (KMT) battesse il Partito Progressista Democratico (DPP), attualmente in maggioranza e su posizioni più indipendentiste, potrebbe diminuire il rischio secolare di scontro su Taiwan.

Anche in assenza di un aspro conflitto militare, è possibile una significativa escalation della rivalità tra Stati Uniti e Cina su altri fronti. Tra le implicazioni economiche potrebbero esserci impennate della domanda e shock sul lato dell'offerta; ulteriori cambiamenti nel panorama del commercio internazionale in un clima di duplicazione e riposizionamento delle filiere in aree più vicine al mercato domestico e in paesi amici; e la Cina potrebbe persino riconsiderare i suoi investimenti in obbligazioni del Tesoro americano. Nel frattempo, un previsto ordine esecutivo del Presidente americano sui flussi di capitali è verosimilmente l'inizio, e non la fine, di un periodo secolare di aumento di questo tipo di restrizioni oltre a quanto si è già visto in materia di controlli sulle esportazioni.

Ci sono rischi per le prospettive di inflazione, sia negli Stati Uniti che a livello globale. Sebbene non rappresenti il nostro scenario di base, c'è la possibilità che l'inflazione americana si confermi più ostinata del previsto e non scenda al di sotto del 4% nel medio termine o resti prossima al 3% nel nostro orizzonte secolare.

Vi sono incertezze riguardo agli effetti delle risposte alle pressioni inflazionistiche sui mercati emergenti (ME) rispetto a quelli sviluppati (MS). C'è anche incertezza riguardo agli effetti di lungo termine dell'inflazione elevata sulle aspettative di inflazione, visto l'aumento persistente dell'inflazione a livelli che non si registravano da decenni.

Le banche centrali potrebbero continuare a essere alle prese con la difficoltà di bilanciare i contrastanti obiettivi di mantenimento della crescita, riduzione dell'inflazione e minimizzazione dell'instabilità finanziaria e dimostrare al contempo di avere imparato le lezioni impartite dalla "inflazione ruggente" degli attuali anni '20. La possibilità di diffusa adozione di valute digitali delle banche centrali (CBDC) o stablecoin, criptovalute stabili emesse da soggetti privati, si profila anch'essa come una possibile forza dirompente per l'ordine finanziario globale e – ancorché non probabile nel nostro orizzonte secolare – una possibile sfida per lo status di valuta dominante a livello globale del Dollaro americano.

Dall'invasione dell'Ucraina da parte della Russia, l'Europa in particolare ha dovuto affrontare shock sull'offerta e sulla domanda di energia che hanno reso la sicurezza e l'indipendenza energetica obiettivi fondamentali. Questo può imporre a determinati paesi di investire ulteriormente in fonti d'energia e accelerare la transizione verde, il che può potenzialmente contribuire a pressioni inflazionistiche.

L'adozione diffusa dei large language model dell'IA è un'incognita con valide credenziali.

L'adozione accelerata dei large language model (LLM) dell'intelligenza artificiale (IA) è un'incognita con valide credenziali. Nel nostro orizzonte secolare, potrebbe avere una sostanziale influenza positiva sulla crescita della produttività, il eserciterebbe pressioni al ribasso sull'inflazione e al rialzo sui tassi di interesse reali. Quell'influenza potrebbe vedersi in ambiti come la guida autonoma, nonché in termini di ridotti costi di passaggio ad altro operatore per i consumatori e di miglioramento dei flussi delle informazioni. L'IA potrebbe anche aumentare la longevità, ad esempio accelerando i progressi della medicina in ambiti quali l'immunoterapia oncologica con le nanotecnologie.

Ci sono tuttavia anche rischi significativi associati ai recenti rapidi progressi compiuti nell'ambito dell'IA, tra cui l'aumento della diffusione di notizie non veritiere tramite i social media e il rischio di attacchi informatici. L'IA inoltre ha il potenziale, già nel nostro orizzonte secolare, di acuire le disparità di reddito e accentuare la polarizzazione politica e il populismo.

Implicazioni per gli investimenti: essere resilienti ripaga

Considerato che l'epoca del QE, dei tassi prossimi allo zero e della soppressione della volatilità da parte delle banche centrali sembra essere giunta al capolinea, privilegiamo gli investimenti di alta qualità più liquidi nel nostro orizzonte secolare e restiamo cauti rispetto alle aree più sensibili al ciclo economico. Crediamo che i rendimenti delle varie classi di attivo verosimilmente saranno più differenziati in questa nuova epoca di economia in assestamento.

OBBLIGAZIONARIO

Sulla base degli attuali livelli di partenza degli interessi, storicamente fortemente correlati ai rendimenti futuri, le obbligazioni di alta qualità possono offrire potenziali rendimenti di lungo termine analoghi a quelli azionari con volatilità significativamente minore e maggiore protezione dai ribassi rispetto all'azionario. Crediamo che i mercati obbligazionari scontino la volatilità attesa come i mercati azionari non fanno nello stesso modo. Inoltre, poiché ci aspettiamo che le banche centrali manterranno la loro credibilità rispetto alla stabilità dei prezzi, riteniamo che le obbligazioni offrano copertura rispetto al rischio azionario in un portafoglio diversificato.

Con il debito pubblico degli Stati Uniti oltre il 100% del PIL e il possibile ritorno di un premio per il rischio di inflazione, il

premio a termine per le obbligazioni del Tesoro americano verosimilmente aumenterà e potrebbe essere una forza secolare che irripidisce la curva dei rendimenti (cfr. Figura 3). La curva dei rendimenti al momento è invertita ma ci aspettiamo che gli investitori alla fine esigeranno rendimenti più alti per le obbligazioni a media e lunga scadenza a fronte della maggiore incertezza riguardo all'inflazione. Questo incrementerebbe ulteriormente l'appetibilità delle obbligazioni.

La crisi dei liability-driven investment (LDI) dello scorso anno nel Regno Unito ha ricordato che le preoccupazioni per la stabilità di bilancio possono portare serie conseguenze anche in paesi dei mercati sviluppati dotati di valuta propria, nonché nell'Eurozona e nei mercati emergenti. Da quanto scontano i mercati non si evincono alti livelli di preoccupazione per la stabilità di bilancio di lungo termine ma l'episodio del Regno Unito potrebbe essere un monito rispetto alle questioni di lungo termine che riguardano i bilanci pubblici.

Nel frattempo, l'Eurozona ha superato relativamente bene una serie di tensioni e scosse a giudicare dalla stabilità dei mercati del debito sovrano rispetto alle ondate di crisi dello scorso decennio. Ciò si deve in parte al ruolo della Banca centrale europea e all'insieme più omogeneo di strumenti fiscali per affrontare shock macroeconomici.

Figura 3 – Il premio a termine per il decennale americano resta elevato e verosimilmente aumenterà



Fonte: Indagine della Federal Reserve di New York presso gli operatori principali (primary dealer) a marzo 2023. Il premio a termine è la remunerazione richiesta dagli investitori per sopportare il rischio di variazione dei tassi di interesse per la durata dell'obbligazione.



Sarà tuttavia importante mantenere l'attenzione per individuare i vincitori e i perdenti anche a fronte della perdurante incertezza che interessa il settore bancario. Anche sui finanziari abbiamo una predilezione per l'alta qualità, in termini sia di singoli titoli che di posizione lungo la struttura del capitale. Il sistema bancario dell'Area dell'Euro ha reagito piuttosto bene alle turbolenze che hanno interessato le banche regionali americane e agli scossoni derivanti da Credit Suisse. Tuttavia l'Area Euro appare tuttora non ben equipaggiata per affrontare un'eventuale crisi bancaria in piena regola, viste le carenze a livello dell'attuale quadro normativo relativamente alle risoluzioni delle crisi e alla tutela dei depositi.

MERCATI PUBBLICI E PRIVATI

Invitiamo a non adagiarsi a fronte dei bassi livelli di volatilità mostrati da molti attivi sui mercati privati del credito rispetto a quelli pubblici negli ultimi anni. Con il riprezzamento sui mercati pubblici, che sta avvenendo con passo più spedito, ci aspettiamo una migliore remunerazione per il rischio nelle obbligazioni di alta qualità rispetto alle varie forme di credito privato sensibili al ciclo economico.

Ciò detto, il credito privato è destinato a trarre vantaggio dalle recenti turbolenze registrate nel comparto bancario. Ci attendiamo un contesto ricco di opportunità nell'orizzonte secolare sia per le strategie di credito privato in bonis che per stili di investimento più opportunistici.

Il lungo periodo di tassi bassi seguito alla crisi finanziaria globale del 2008–2009 ha portato a una caccia ai rendimenti. Il credito privato ha registrato una crescita impetuosa e un allentamento dei criteri nell'analisi creditizia. Uno degli assestamenti sarà verosimilmente rappresentato dall'aumento delle perdite su crediti nel settore, il che tenderà a creare situazioni sfidanti per i vari attivi esistenti e al contempo opportunità di lungo termine.

Molta della crescita nel credito privato ha riguardato il credito alle imprese. Rispetto a questo esprimiamo due principali conclusioni. La prima è che crediamo che lo stock esistente di credito privato alle imprese verosimilmente deluderà gli investitori in un contesto economico più difficile. La seconda è che crediamo che gli investitori possano trarre benefici dal diversificare i loro portafogli di credito privato per comprendervi varie forme di credito privato in bonis, incluso negli ambiti dell'immobiliare e della finanza specializzata.

Le sfide che i mercati del credito societario e dell'immobiliare commerciale si trovano ad affrontare verosimilmente creeranno opportunità di investimento per i capitali privati flessibili che possono investire lungo la struttura del capitale. Bisogna essere pazienti, ma ci aspettiamo di vedere opportunità di lungo termine convincenti nel passaggio da un contesto di robusta formazione del capitale e di adagiamento a uno di maggiori sfide in termini di disponibilità di capitale e di fondamentali in indebolimento.

VALUTE E MERCATI EMERGENTI

Continuiamo a credere che il Dollaro americano conserverà il suo status di valuta dominante a livello globale nonostante l'allargarsi del fiscal gap e il crescente indebitamento degli Stati Uniti, anche se ci sono opportunità di investimento anche in altre aree. L'uso del Dollaro negli scambi internazionali potrebbe continuare a erodersi, ancorché lentamente, con l'ulteriore frammentarsi del commercio mondiale in blocchi regionali in competizione tra loro. Questo potrebbe segnalare un declino dell'eccezionalismo americano e potenzialmente un periodo prolungato di risultati superiori per gli investimenti in aree diverse dagli Stati Uniti.

Crediamo che il Dollaro americano resterà la valuta dominante a livello globale ma ravvisiamo opportunità di investimento anche altrove.

Uno degli obblighi di essere la valuta di riserva a livello globale è che quando il mondo è in crisi, tutti vogliono comprare dollari, il che può far sì che il biglietto verde diventi sopravvalutato. Il Dollaro continuerà a risentire dei ciclici flussi di capitale, e nel tempo potrebbe indebolirsi rispetto a determinate valute dei mercati emergenti, soprattutto quelle destinate a beneficiare dei trend di rimpatrio e ricollocamento delle produzioni in paesi amici.

La quota di economia mondiale dei mercati emergenti è attesa crescere più velocemente nei prossimi cinque anni in uno scenario più multipolare. Le principali tendenze che alimentano tale crescita sono già in corso e comprendono la globalizzazione dei servizi; il ricollocamento delle produzioni in paesi più vicini e amici; la competizione per materie prime fondamentali come il litio, il cobalto e le terre rare; e la transizione verde. Questo creerà un universo emergente più vario che può fungere da elemento di diversificazione del rischio nei portafogli globali.

Nel periodo che ci attendiamo nell'orizzonte secolare di continue scosse e aggiustamenti, le capacità globali di PIMCO ci aiutano a trovare un equilibrio fra posizioni resilienti, più liquide, e opportuni investimenti sui mercati privati, nonché a cogliere valore nei mercati emergenti e in quelli sviluppati. Puntiamo a individuare opportunità di diversificazione, relative value, e rendimenti corretti per il rischio nell'universo di investimento più ampio possibile senza concentrazioni nelle aree più rischiose.

I nostri Forum

PIMCO è un leader globale nella gestione obbligazionaria attiva con profonde competenze ed esperienza sui mercati pubblici e privati. Il processo di investimento di PIMCO è alimentato dai nostri forum economici, il Secular e i Cyclical forum, in cui quattro volte l'anno si riuniscono i nostri professionisti degli investimenti provenienti da tutto il mondo per discutere e dibattere dello stato dell'economia e dei mercati globali e individuare le tendenze che crediamo avranno importanti implicazioni per gli investimenti. In occasione di questi ampi dibattiti applichiamo prassi delle scienze comportamentali per massimizzare lo scambio di idee, mettere in discussione le nostre ipotesi, contrastare i bias cognitivi e generare conoscenze inclusive.

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.

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 rischi, tra cui il rischio di mercato, di tasso di interesse, di emittente, di credito, di inflazione e di liquidità. Il valore della maggior parte delle obbligazioni e delle strategie obbligazionarie varia in funzione delle fluttuazioni dei tassi d'interesse. Le obbligazioni e le strategie obbligazionarie con duration più lunga tendono a evidenziare una maggiore sensibilità e volatilità rispetto a quelle con duration più breve. Di norma, i prezzi delle obbligazioni diminuiscono in caso di aumento dei tassi d'interesse e i contesti di bassi tassi d'interesse fanno aumentare tale rischio. Le riduzioni di capacità delle controparti obbligazionarie possono contribuire al calo della liquidità del mercato e all'aumento della volatilità dei prezzi. Al momento del rimborso gli investimenti obbligazionari possono avere un valore superiore o inferiore al costo iniziale. 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. 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 degli immobiliari** e dei portafogli che investono nel settore immobiliare può variare a causa di perdite dovute a danni o espropriazioni, mutamenti delle condizioni economiche locali e generali, domanda e offerta, tassi d'interesse, aliquote d'imposta sugli immobili, limiti normativi ai canoni di affitto, leggi sulla zonizzazione e spese operative. Con **rischio di gestione** si intende il rischio che le tecniche d'investimento e le analisi del rischio impiegate dal gestore non producano i risultati desiderati e che alcune politiche o determinati sviluppi possano incidere sulle tecniche d'investimento a disposizione del gestore nella gestione della strategia. La **qualità creditizia** di un determinato titolo o insieme di titoli non garantisce la stabilità o la sicurezza del portafoglio. La **diversificazione** non garantisce l'assenza di perdite.

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.

Eventuali riferimenti a specifici emittenti non sono voluti e non intendono costituire raccomandazioni ad acquistare, vendere o detenere i titoli di tali emittenti. I prodotti e le strategie di PIMCO possono includere o meno i titoli degli emittenti indicati e, laddove tali titoli siano inclusi, non viene fornita alcuna garanzia che essi continueranno ad essere inclusi.

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 in generale fornisce servizi a investitori istituzionali, intermediari finanziari e istituzioni qualificate. Si consiglia agli investitori individuali di rivolgersi al proprio consulente finanziario per valutare le opzioni d'investimento più adeguate alla propria situazione finanziaria. Questa non è un'offerta rivolta ad alcun soggetto in qualsiasi giurisdizione in cui essa sia illegale o vietata. | **Pacific Investment Management Company LLC**, 650 Newport Center Drive, Newport Beach, CA 92660 è regolamentata dalla Securities and Exchange Commission degli Stati Uniti. | **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, Seidstr. 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 sotto la vigilanza dell'ACPR e dell'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 devono fare affidamento su questa comunicazione ma contattare il proprio consulente finanziario. | **PIMCO Asia Pte Ltd** (registrazione n. 199804652K) è regolamentata dalla Monetary Authority of Singapore come titolare di una licenza per servizi legati ai mercati dei capitali e come consulente finanziario esente. I servizi di asset management e i prodotti di investimento non sono disponibili per soggetti per i quali tali servizi o prodotti non siano autorizzati. | **PIMCO Asia Limited** è autorizzata dalla Securities and Futures Commission per le Tipologie 1, 4 e 9 di attività regolamentate ai sensi della Securities and Futures Ordinance. PIMCO Asia Limited è registrata come società di gestione patrimoniale transfrontaliera presso la Financial Supervisory Commission della Corea (registrazione n. 08-02-307). I servizi di asset management e i prodotti di investimento non sono disponibili per soggetti per i quali tali servizi o prodotti non siano autorizzati. | **PIMCO Investment Management (Shanghai) Limited**, Suite 7204, Shanghai Tower, 479 Lujiazui Ring Road, Pudong, Shanghai 200120, Cina (codice unificato di credito sociale: 91310115MA1K41MU72) è registrata presso l'Associazione dei Gestori Patrimoniali della Cina come Gestore Privato di Fondi (registrazione n. P1071502, Tipo: Altro) | **PIMCO Australia Pty Ltd** ABN 54 084 280 508, AFSL 246862. Il presente materiale è stato predisposto senza tenere conto degli obiettivi, della situazione finanziaria o delle esigenze di particolari investitori. Prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento, si consiglia agli investitori di ottenere una consulenza professionale e di considerare se le informazioni qui contenute siano appropriate alla luce dei loro obiettivi, della loro situazione finanziaria e delle loro esigenze. | **PIMCO Japan Ltd**, Società di strumenti finanziari registrata presso la direzione dell'ufficio finanziario di Kanto con il numero 382. Membro dell'Investment Advisers Association, dell'Investment Trusts Association e della Type II Financial Instruments Firms Association giapponesi. Tutti gli investimenti comportano rischi. Non vi è alcuna garanzia che l'ammontare del capitale sia preservato o che un dato rendimento sia realizzato; l'investimento potrebbe subire perdite. Tutti i profitti e le perdite sono a beneficio o a carico dell'investitore. Gli ammontari, gli importi massimi e le metodologie di calcolo di ciascuna tipologia di commissione e spesa e il loro ammontare complessivo variano in funzione della strategia di investimento, della performance dell'investimento, del periodo di gestione e del saldo delle attività in circolazione e pertanto tali commissioni e spese non possono essere fissate in questa sede. | **PIMCO Taiwan Limited** è una società gestita e amministrata in modo indipendente con sede legale al seguente indirizzo: 40F., No.68, Sec. 5, Zhongxiao East Rd., Xinyi District, Taipei City 110, Taiwan (R.O.C.), Telefono +886 2 8729-5500. Il numero di riferimento della licenza commerciale della società approvato dall'autorità competente è (110) Jin Guan Tou Gu Xin Zi No. 020. | **PIMCO Canada Corp.** (199 Bay Street, Suite 2050, Commerce Court Station, P.O. Box 363, Toronto, ON, M5L 1G2) fornisce servizi e prodotti che possono essere disponibili solo in alcune province e territori del Canada e solo tramite intermediari autorizzati a tal fine. | **PIMCO Latin America** Av. Brigadeiro Faria Lima 3477, Torre A, 5° andar São Paulo, Brasile 04538-133. | Nessuna parte della presente pubblicazione può essere riprodotta in alcuna forma o citata in altre pubblicazioni senza espressa autorizzazione scritta. PIMCO è un marchio registrato di Allianz Asset Management of America LLC negli Stati Uniti e nel resto del mondo. ©2023 PIMCO.