



SECULAR
OUTLOOK

OTTOBRE 2020

Cambiamenti sempre più dirompenti

La pandemia ha intensificato i cambiamenti dirompenti di lungo termine, rendendo sempre più importanti la selezione del credito e la generazione di alfa.

SINTESI

- Quattro fattori di cambiamento dirompente sul versante macroeconomico probabilmente si intensificheranno ancor di più nel nostro orizzonte secolare: l'ascesa della Cina, il populismo, i rischi correlati al clima e la tecnologia.
- I due principali fattori che potrebbero produrre sorprese positive o negative sono: l'evoluzione della pandemia e il grado di permanenza o di ripiegamento della politica fiscale.
- Per avere successo negli investimenti verosimilmente servirà una gestione attiva capace sia di fronteggiare il cambiamento dirompente che di cogliere le opportunità che ne conseguiranno.

AUTORI:

Joachim Fels

Consulente economico globale

Andrew Balls

Chief Investment Officer
Reddito fisso globale

Daniel J. Ivascyn

Group Chief Investment Officer

A settembre, in occasione del nostro 39°

Secular Forum annuale, il primo integralmente virtuale nella storia di PIMCO, i nostri

professionisti degli investimenti di tutto il

mondo si sono ritrovati in videoconferenza per discutere delle prospettive post-pandemia per

l'economia, la politica, le politiche e i mercati

finanziari mondiali sull'orizzonte dei prossimi

3-5 anni e le relative implicazioni per i portafogli

d'investimento, giovandosi dei contributi dei

relatori ospiti (si veda il relativo inserto), del

nostro Global Advisory Board e di altri esperti.

Presentiamo di seguito le nostre conclusioni.

All'esordio dell'incontro, abbiamo ricordato il

quadro di riferimento delineato nel nostro

Secular Outlook "Affrontare i cambiamenti

dirompenti" di maggio 2019, prima della

pandemia. Allora avevamo previsto "un

contesto impegnativo per gli investimenti,

soggetto a incertezza radicale e ad una serie di

fattori di possibile cambiamento dirompente":

l'ascesa della Cina con correlate tensioni

geopolitiche, il populismo, tendenze

demografiche deflazionistiche, vulnerabilità

dei mercati finanziari correlate alle valutazioni

e a sacche di eccessivo indebitamento, la

tecnologia e i temi della sostenibilità con

conseguenti vincitori e perdenti.

Purtroppo, quest'anno si sono proprio

manifestati imponenti cambiamenti dirompenti e incertezza radicale, seppur

scatenati da una causa inattesa: la pandemia

di COVID-19, che ha già mietuto oltre un

milione di vite umane nel mondo, ha prodotto

la più grave recessione economica dalla

Grande Depressione ed eccezionali misure di

politica fiscale e monetaria varate dalle

autorità per fronteggiarla.

Confermiamo pertanto, nella sua essenza, il

quadro di cambiamenti dirompenti che

avevamo già previsto e crediamo che il

successo degli investimenti nell'orizzonte dei

prossimi 3-5 anni continuerà a dipendere dalla

capacità di fronteggiare cambiamenti

dirompenti di diversa origine e di perseguire in

modo attivo le opportunità che sorgeranno

nelle fasi di volatilità. Tali capacità sono ancor

più rilevanti allo stato attuale visto che i

mercati dovranno cimentarsi con le

conseguenze di lungo termine dello shock

causato dalla pandemia e dalla sua

propagazione, a fronte delle risposte

delle autorità.



RIPRESA CICLICA, MA POSTUMI DI LUNGO TERMINE

La prima metà del nostro orizzonte secolare (3-5 anni) sarà probabilmente caratterizzata da una "lunga risalita" nella ripresa, con una crescita superiore al tendenziale per un paio d'anni al riemergere dell'economia mondiale dal profondo fossato nel quale la pandemia di COVID l'ha fatta precipitare. I due principali fattori dirimenti che potrebbero produrre sorprese positive o negative sono: (1) la situazione sanitaria, nei suoi aspetti relativi a nuove ondate d'infezione e, sul fronte opposto, alla disponibilità di vaccini e di terapie; e (2) il grado di permanenza o di ripiegamento della politica fiscale. In Europa, si intravede già all'orizzonte maggiore stimolo con l'erogazione delle prime risorse del Recovery Fund dell'UE prevista nel 2021, mentre negli Stati Uniti l'esito delle presidenziali di novembre fornirà (si spera) maggiore chiarezza sul prosieguo del sostegno fiscale, la sua entità e natura.

È molto probabile che la ripresa ciclica continui nel successivo paio d'anni ma riteniamo che siano giustificate le preoccupazioni espresse da diversi relatori al nostro forum riguardo ai danni economici inferti dalla crisi che potrebbero pesare sul potenziale di crescita. Periodi prolungati di disoccupazione di solito comportano un'erosione delle competenze individuali e di conseguenza della produttività del lavoro. Inoltre, la maggiore incertezza verosimilmente deprimerà gli investimenti delle imprese per lungo tempo. Tutto ciò, unitamente alla crescente

I danni economici potrebbero incidere sulla crescita della produttività nel lungo termine

"zombificazione" nel comparto delle imprese a seguito del diffuso sostegno operato da governi e banche centrali, probabilmente inciderà sulla crescita della produttività nel lungo termine.

Abbiamo tuttavia dibattuto anche di scenari di crescita più positivi nel lungo termine, incentrati soprattutto sull'eventualità di politiche di bilancio molto più attive che promuovano gli investimenti pubblici e privati attraverso la spesa pubblica in infrastrutture, maggiori investimenti in ricerca e sviluppo nell'ambito della corsa allo sviluppo di nuove tecnologie, Green Deal, sviluppo del capitale umano attraverso l'istruzione e la formazione, e riforme fiscali. Sebbene non rappresentino il nostro scenario di base, tali sviluppi più positivi sono scenari di rilievo contemplati a fronte delle nostre previsioni di base più caute.

Siamo stati inoltre positivamente sorpresi dalla risposta delle autorità europee alla crisi, in particolare il nuovo Recovery Fund dell'UE e la risposta rapida e vigorosa della Banca centrale

europea (BCE) con il suo nuovo programma di acquisti di titoli in risposta all'emergenza pandemica. Questi sviluppi non fanno che confermare il comprovato adagio che l'Europa compie passi avanti nei momenti di crisi. Sebbene continuiamo ad attenderci occasionali battute d'arresto in ragione dei rischi politici in diversi paesi, sono aumentate le probabilità che l'Eurozona sia meno suscettibile alle crisi che in passato e che avanzi verso un'unione bancaria più completa e una maggiore capacità di bilancio comune.

LA CRISI POTENZIA QUATTRO FATTORI DI CAMBIAMENTO DIROMPENTE DI LUNGO PERIODO

Concentrandoci sui potenziali fattori di cambiamento dirompente, siamo giunti alla conclusione che diverse delle tendenze che avevamo precedentemente individuato come dirompenti probabilmente diverranno ancora più pronunciate nel nostro orizzonte secolare:

L'ascesa della Cina come potenza economica che scompagina i paesi produttori a maggior valore aggiunto e mette in discussione il consolidato ordine geopolitico mondiale dominato dagli Stati Uniti verosimilmente sarà accelerata dalla sua ripresa precoce e più robusta del previsto dalla crisi del COVID e dal suo rafforzato impegno sul piano strategico "Made in China 2025" recentemente ridenominato "strategia a doppia circolazione", incentrato sulla riduzione della sua dipendenza dalle tecnologie e dai mercati mondiali pur mantenendosi aperta ai mercati internazionali.

Il populismo e i suoi stretti congiunti, ossia il protezionismo e il nazionalismo, usciranno verosimilmente rafforzati dalla recessione innescata dalla pandemia e dai suoi effetti di aumento delle disuguaglianze in vari ambiti, anch'essi punti salienti nel nostro dibattito. A fronte di tale contesto, abbiamo valutato l'ipotesi che il populismo a livello mondiale abbia ormai raggiunto il suo apice, ma siamo giunti alla conclusione che così non sia.

I rischi correlati al clima e le relative conseguenze per le vite umane e l'attività economica sono divenuti ancor più evidenti e acuti quest'anno, focalizzando l'attenzione sull'accresciuta probabilità di eventi ambientali catastrofici. A parte questi rischi fisici, i rischi associati al passaggio a un'economia più green sono oggetto di crescente attenzione da parte delle autorità, delle imprese e degli investitori, come evidenziato tra l'altro da Mark Carney, che da poco è entrato a far parte del nostro Global Advisory Board ed è stato uno dei relatori invitati al nostro forum. Riguardo al clima, Carney ha parlato di rischio di un "momento di Minsky" (ossia di un crollo dei prezzi degli attivi; espressione coniata da Paul McCulley, ex capo economista di PIMCO). Inoltre, come abbiamo già sottolineato lo scorso anno, gli investitori dovranno tenere conto delle ulteriori risposte dei governi al rischio climatico e ad altri rischi ambientali sotto forma di

regolamentazione, requisiti di informativa aziendale, carbon tax e investimenti pubblici, compreso l'esplicito orientamento 'green' del nuovo consistente Recovery Fund dell'UE. Tutti questi sono temi mainstream attualmente e, a seconda delle scelte politiche, verosimilmente influenzeranno la politica di bilancio, le decisioni del settore privato, i flussi dei capitali e i prezzi degli attivi nel nostro orizzonte 'secolare'. Considerati i numerosi vincitori e perdenti che ne conseguiranno fra le imprese, questi trend richiedono un approccio attivo di gestione del rischio di credito e di default.

La crisi del COVID-19 ha potenziato anche la forza dirompente della **tecnologia**, nei suoi aspetti sia benefici che scompaginanti. Al venir meno della pandemia, le modalità di lavoro e di consumo probabilmente torneranno in qualche misura ai livelli pre-crisi ma l'ulteriore valore economico acquisito durante la crisi dalle società tecnologiche nuove e consolidate ne accrescerà ancor di più il vigore dirompente. La capacità di saper distinguere fra i vincitori e i perdenti che emergeranno dal processo di digitalizzazione sarà un'importante fonte di alfa per gli investitori attivi nell'orizzonte secolare.

POLITICA MONETARIA: CON LE MANI LEGATE

Dato il contesto economico difficile nel breve e nel più lungo termine e con i cambiamenti dirompenti che verosimilmente porteranno a ripetuti episodi di volatilità sui mercati finanziari, prevediamo che i tassi ufficiali nella maggior parte delle economie avanzate resteranno bassi o addirittura scenderanno ulteriormente per gran parte dei prossimi 3-5 anni. Riteniamo i tassi negativi uno strumento estremo con effetti avversi che si intensificano quanto più a lungo i tassi permangono negativi (si veda "Tassi negativi: un giudizio negativo"). Tuttavia, con i rendimenti obbligazionari già contenuti o negativi e le curve dei rendimenti piatte, è verosimile che un maggior numero di banche centrali si avventuri in territorio negativo (o scenda ulteriormente sotto lo zero) in risposta a eventuali futuri shock avversi, oltre a ulteriori acquisti su un ampio spettro di attivi finanziari.

Al forum abbiamo anche dibattuto del passaggio della Federal Reserve a un obiettivo più flessibile di inflazione media. Abbiamo concluso che, a giudicare dall'esperienza della banca centrale giapponese che nel 2006 ha stabilito un analogo obiettivo d'inflazione, potrebbe restare un'aspirazione insoddisfatta per un certo tempo, soprattutto considerato che l'impegno della Fed allo sfioramento appare piuttosto tiepido ad ora e pare non esserci pieno consenso nei suoi vertici. Le banche centrali, Fed compresa, hanno i mezzi per fornire sostegno ai mercati degli attivi in tempi di crisi ma il raggiungimento in modo credibile dei loro obiettivi d'inflazione richiede uno strumento al di fuori del loro controllo: la politica fiscale.

LA CHIAVE È IN MANO ALLA POLITICA FISCALE

La risposta alla crisi da parte dei governi, che a livello mondiale hanno adottato politiche fiscali senza precedenti facilitate dalla considerevole espansione degli acquisti di titoli di Stato da parte delle banche centrali, ha aperto la strada a un ventaglio molto più ampio di possibili scenari per le politiche fiscali in tutto il mondo nel nostro orizzonte secolare.

Lo spettro di possibili esiti presenta, da un lato, la possibilità che lo stimolo fiscale varato durante la crisi resti un'iniziativa una tantum e sia seguito da un ritorno a politiche passive o restrittive dovute a stallo sul fronte politico o alla rinascita di politiche di austerità intenzionalmente volute. In tale evenienza, l'attuale debole dominio della politica fiscale, in cui la monetizzazione è nell'interesse sia dei governi che delle banche centrali, resterebbe un mero episodio. In tale scenario, l'inflazione e le aspettative d'inflazione resterebbero contenute o addirittura scivolerebbero ulteriormente verso il basso e le banche centrali da sole non riuscirebbero a portare l'inflazione sull'obiettivo o al di sopra di esso.

Prevediamo che i tassi ufficiali nella maggior parte delle economie avanzate resteranno bassi o addirittura scenderanno ulteriormente

Nello scenario opposto che abbiamo discusso, al ritorno dell'economia alla normalità la politica fiscale permarrrebbe espansiva o diverrebbe più attiva, ad esempio concentrandosi su ulteriori programmi di spesa pubblica per affrontare le disuguaglianze, il fabbisogno di infrastrutture e sostenere i progetti green. In tale scenario, il dominio della politica fiscale si consoliderebbe e la politica monetaria sarebbe forzata a mantenere i tassi bassi e a monetizzare i disavanzi pubblici anche dopo un'eventuale risalita dell'inflazione.

Probabilmente, nella maggior parte delle economie, la politica fiscale avrà un'evoluzione che si collocherà a metà strada, ma ciascuno dei due scenari estremi sopra delineati appare oggi in qualche misura più probabile rispetto a prima che la pandemia scuotesse i governi facendoli uscire dalle loro rispettive comfort zone in materia di politica fiscale. Di conseguenza crediamo che sia aumentata la probabilità di avveramento degli scenari estremi per l'inflazione, ossia di esiti di deflazione o, all'opposto, di elevata inflazione, a seguito di politiche fiscali differenti.

Implicazioni per gli investimenti

Teniamo i nostri Secular Forum per individuare rischi e opportunità, prevedere tendenze di lungo termine, stabilire misure di protezione per i portafogli e priorità nella gestione del rischio.

LA REALTÀ DI UN CONTESTO DI BASSI RENDIMENTI

Quel che è chiaro in un periodo di crisi è che le prospettive di rendimento per i prossimi 3-5 anni dei mercati degli attivi, nonostante il persistente andamento positivo di quest'anno, saranno verosimilmente differenti da quelli osservati nel passato decennio. Le valutazioni di partenza, sui mercati obbligazionari e azionari, rendono assai arduo concepire il gonfiarsi dei prezzi degli attivi in corso come il sottoprodotto o il frutto intenzionale degli interventi delle autorità, tra cui le migliori iniziative delle banche centrali per compensare gli effetti di shock negativi futuri. Alla luce dei bassi rendimenti e delle valutazioni azionarie elevate su base storica, appare opportuno che i gestori di portafoglio e i responsabili dell'asset allocation riducano le loro aspettative di rendimento anziché spingersi troppo oltre o scendere eccessivamente nella scala di qualità nella speranza di mantenere livelli storicamente elevati di rendimento. Non mancano nella storia esempi di periodi pluriennali di rendimenti piatti o peggio. L'esperienza degli ultimi 10 anni non necessariamente fungerà da guida per il prossimo decennio.

Prevediamo che per gran parte o l'intero arco dei prossimi 3-5 anni i rendimenti dei titoli sovrani continueranno in generale a evidenziare movimenti laterali. È probabile che le banche centrali non innalzeranno i tassi ufficiali per molto tempo e c'è anche un certo rischio che possano abbassarli ulteriormente. Ravvisiamo per i rendimenti sia rischi di ribasso in caso di un ampio spostamento verso tassi di riferimento negativi che scenari di rialzo qualora le misure di politica monetaria e di politica fiscale portino a un incremento sostenuto delle aspettative di inflazione. Ravvisiamo un rischio assai ridotto di rialzo dell'inflazione a breve termine ma riteniamo sia più che opportuna una copertura dal rischio di innalzamento dell'inflazione nel tempo attraverso i TIPS, strategie di posizionamento sulla curva dei rendimenti e nell'immobiliare e potenzialmente un'esposizione alle materie prime.

In un contesto di bassi rendimenti, la loro ricerca può continuare a sostenere i mercati azionari, ma le valutazioni di partenza dovrebbero attenuare ogni eccessivo ottimismo. La lunga esperienza di decenni in Giappone e quella più breve, degli ultimi anni, in Europa dimostrano infatti che non c'è alcuna garanzia di guadagni sproporzionati dell'azionario rispetto all'obbligazionario, anche in contesti di rendimenti assai contenuti.

Relatori invitati al nostro Secular Forum 2020

Jason Bordoff

Direttore fondatore del Center on Global Energy Policy e Professore di Prassi Professionale presso la facoltà di Affari Pubblici e Internazionali della Columbia University

Mark Carney

Inviato speciale dell'ONU per l'Azione per il Clima e la Finanza; Consigliere in materia di finanza della presidenza britannica della COP26; ex Governatore della banca centrale del Regno Unito (2013-2020) e della banca centrale del Canada (2008-2013); ex Presidente del Financial Stability Board (2011-2018)

Mario Draghi

Ex Presidente della Banca centrale europea (2011-2019)

Jim Messina

Ex Vice Capo di Gabinetto della Casa Bianca (2009-2011); direttore della campagna elettorale dell'ex Presidente Barack Obama (2012)

Michael Murphy

Ex senior strategist di John McCain, Mitt Romney, Jeb Bush e Arnold Schwarzenegger

Condoleezza Rice

66° Segretario di Stato americano; Direttore dell'Hoover Institution; Consigliere per la Sicurezza Nazionale degli Stati Uniti (2001-2005)

Christina Romer

Professore di Economia presso la University of California, Berkeley; ex Presidente dei consiglieri economici della Presidenza USA (2008-2010)

In un periodo di debolezza dell'attività economica, la crescita di lungo periodo degli utili in termini di quota del PIL potrebbe subire uno stallo o un'inversione di marcia. Tali esiti potrebbero risultare da mutamenti di obiettivi della politica o delle imprese, dalla ri-regolamentazione o da un incremento della tassazione sul capitale. Un segnale importante potrebbe giungere a tal riguardo dalle prossime presidenziali americane.

Ravvisiamo inoltre rischi correlati alla de-globalizzazione e a mutamenti a seguito di pressioni ambientaliste che potrebbero comportare 'attivi incagliati' (stranded asset) per le imprese esposte su quel fronte. I fattori ambientali, sociali e di governance (ESG) sono sempre più importanti per i nostri clienti e valutarne l'impatto e la rilevanza è da tempo una componente centrale del nostro processo di investimento.

LE OPPORTUNITÀ NEL CREDITO

Sui mercati del credito, gli spread sono prossimi ai valori minimi, ma noi puntiamo a contribuire valore attraverso la selezione delle società e dei titoli.

A marzo 2020, le banche centrali hanno fornito un sostegno che ha ridotto le dislocazioni sui mercati del credito in una fase di estrema illiquidità sui mercati. Tuttavia, le banche centrali non proteggeranno gli investitori dal crescente rischio di default, che in un periodo di prolungata sospensione delle attività dovuta al COVID potrebbe interessare in modo sproporzionato taluni settori ed emittenti. In questo contesto non intendiamo avere un'esposizione al credito generico ma piuttosto essere selettivi attingendo pienamente alle capacità del nostro team globale di gestori di portafoglio e di analisti di ricerca in questo ambito.

Continuiamo a ritenere gli MBS agency statunitensi una fonte relativamente stabile e difensiva di reddito dei nostri portafogli. Anche gli MBS non agency statunitensi e il più ampio ventaglio di ABS statunitensi e globali offrono qualità di fascia alta nella struttura del capitale e un profilo di rischio favorevole in caso di sorprese negative sul versante macroeconomico o sui mercati.

Le strategie che investono nel credito e nell'immobiliare sui mercati privati offrono potenziale di rendimento appetibile compresi premi di illiquidità per gli investitori con capacità di impegno del capitale sul lungo termine e in grado di sostenere i maggiori rischi associati agli investimenti sui mercati privati.

OPPORTUNITÀ GLOBALI

Ci attendiamo di cogliere valide opportunità d'investimento in Europa se si manterrà l'attuale maggior stabilità dell'Area Euro o, da gestori attivi quali siamo, nell'eventualità che l'Europa prosegua secondo l'andamento che le è più consueto di un

passo avanti e due indietro. Una fonte cruciale di incertezza è se la politica monetaria meno politicizzata e la maggior collaborazione sul fronte fiscale che abbiamo osservato all'apice della crisi del COVID perdurerà a fronte di eventuali sfide e shock più specifici a livello di paese.

Ci attendiamo di cogliere valide opportunità d'investimento anche in Asia, una regione che ad oggi ha dimostrato una certa maggiore stabilità durante la crisi del COVID, comprese opportunità di gestione attiva frutto della selezione nel credito societario.

Riteniamo che la gestione attiva sia fondamentale per fronteggiare il rischio di credito

Crediamo che i mercati emergenti offrano potenziale di rendimento superiore a quello dei paesi sviluppati alla luce delle valutazioni iniziali, ma anche possibili effetti dirompenti più significativi che porteranno a un ventaglio di vincitori e perdenti.

Sui mercati emergenti, come per il credito societario, siamo convinti che la gestione attiva non sia un lusso ma una necessità per cogliere opportunità di rendimento appetibile, gestendo opportunamente i rischi, per i portafogli dei nostri clienti.

Con i tassi di riferimento delle banche centrali prossimi o a livelli che verosimilmente sono ai minimi e a fronte della notevole incertezza sia nel breve che nel medio termine sulla politica fiscale, ci attendiamo che le valute fungano da valvola di sfogo e da ammortizzatori. Prevediamo uno scenario di maggior volatilità sui mercati valutari e puntiamo a sfruttare tutte le opportunità che si presentano, con un dimensionamento prudente delle posizioni.

Sulla base delle valutazioni di partenza, non prevediamo alcun trend di lungo periodo di rilievo per le divise dei mercati sviluppati. Le prospettive di ripresa mondiale dallo shock del COVID nel breve periodo aumentano la possibilità di un ulteriore indebolimento del Dollaro statunitense d'ora in avanti, ma i ripetuti scompigli nel più lungo termine probabilmente daranno luogo a periodi di fuga verso il Dollaro che per molti investitori resta il rifugio più sicuro anche in un mondo più multipolare.

Le valute dei mercati emergenti, al pari delle obbligazioni di questi mercati, offrono potenziale di rendimenti superiori alla luce delle valutazioni iniziali ma sono anch'esse soggette al rischio di eventi dirompenti a livello locale o mondiale.

LE CATTIVE NOTIZIE POSSONO ESSERE EFFETTIVAMENTE CATTIVE NOTIZIE

Questo orizzonte secolare oltre a essere, molto probabilmente, un periodo di minori rendimenti, sarà anche verosimilmente un periodo di maggiore volatilità di quei rendimenti. Noi, da investitori, ci faremo trovare pronti.

Nella fase iniziale dell'orizzonte secolare, le incertezze sull'evoluzione della pandemia e sulla forma che assumerà la ripresa accrescono le probabilità di maggior volatilità nell'economia e sui mercati. Le banche centrali senz'ombra di dubbio si prodigheranno molto ma non si sa se saranno in grado di mantenere il loro ruolo di protagonisti principali nella soppressione della volatilità.

Non vediamo molte ragioni per aver fiducia che si perpetui lo schema osservato negli ultimi 10 anni secondo cui "le cattive notizie sono buone notizie", ovvero di un contesto in cui la risposta delle banche centrali prevista dai mercati predomina sulla realtà macroeconomica. Nell'orizzonte dei prossimi 3-5 anni è alquanto probabile che le cattive notizie sul versante macroeconomico si traducano in cattive notizie per gli attivi rischiosi.

Ancorché non sia possibile prevedere il quadro di più lungo termine con certezza, ravvisiamo il rischio di code di distribuzione della probabilità più spesse in quello che potrebbe essere un periodo di continua sperimentazione sui versanti sia

della politica monetaria che di quella fiscale. In effetti, l'incertezza sull'impatto di più lungo termine del cambio di equilibrio fra la politica monetaria e quella fiscale dà luogo a un ampio ventaglio di potenziali esiti macroeconomici e di mercato nel tempo e nei diversi paesi.

La prospettiva di un contesto d'investimento più difficile e il potenziale di aumento della volatilità nell'economia e sui mercati significa che porremo notevole enfasi sulla protezione del capitale e per evitare il rischio di esposizione a perdite assolute. Riteniamo inoltre che verosimilmente si tratterà di un contesto di investimento che richiederà un approccio paziente, globale e flessibile per utilizzare l'insieme più ampio possibile di strumenti d'investimento e cogliere opportunità corrette per il rischio appetibili nelle diverse aree geografiche.

Un contesto di rendimenti inferiori implica che verosimilmente l'alfa sarà una componente ancora più importante del rendimento totale. I gestori attivi capaci in modo affidabile di generare un contributo dell'alfa ai rendimenti nell'arco del ciclo possono aiutare i clienti a fronteggiare un contesto di investimento più difficile. Noi di PIMCO, avvalendoci integralmente delle nostre risorse, della nostra esperienza e delle nostre competenze specialistiche nei diversi settori, ci prodigheremo al meglio per generare alfa, gestire il rischio e assistere i nostri clienti a fronte dei cambiamenti dirompenti che interessano tutti noi.

I nostri Forum

Il Secular e i Cyclical forum di PIMCO sono forum economici quali 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 3-5 anni, al fine di assicurarci che i nostri portafogli siano posizionati in modo da beneficiare delle tendenze e dei cambiamenti strutturali in atto nell'economia globale. Poiché crediamo che avvalersi di una pluralità di idee produca migliori risultati d'investimento, invitiamo illustri relatori (economisti, politici e storici, alcuni dei quali insigniti del premio Nobel) che offrono validi spunti alle nostre discussioni, fornendo una prospettiva pluridimensionale. Ci gioiamo inoltre della partecipazione attiva del Global Advisory Board di PIMCO, composto da esperti di fama mondiale in materia di politica ed economia.

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

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

Tutti gli investimenti comportano rischi e possono subire perdite di valore. L'investimento nel **mercato obbligazionario** è soggetto a taluni rischi, tra cui il rischio di mercato, di tasso d'interesse, di emittente, di credito, di inflazione e di liquidità. Il valore della maggior parte delle obbligazioni e delle strategie obbligazionarie varia in funzione delle fluttuazioni dei tassi d'interesse. Le obbligazioni e le strategie obbligazionarie con duration più lunga tendono a evidenziare 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. 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. I **TIPS** sono obbligazioni indicizzate all'inflazione emesse dal governo statunitense. Il valore delle **azioni** può diminuire a causa delle condizioni di mercato, economiche e industriali sia reali che percepite. Le **materie prime** sono caratterizzate da un rischio maggiore in termini di rischio di mercato, politico, regolamentare e connesso ad eventi naturali e possono non essere idonee per tutti gli investitori. Il valore dell'**immobiliare** 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. Gli **MBS e gli ABS** possono essere sensibili alle fluttuazioni dei tassi d'interesse o esposti al rischio di rimborso anticipato e il loro valore può oscillare in risposta alla percezione dell'affidabilità creditizia dell'emittente da parte del mercato. Sebbene di norma beneficino di una qualche forma di garanzia privata o pubblica, non è possibile assicurare che i garanti privati facciano fronte ai loro obblighi. 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 **strategie di investimento azionarie e obbligazionarie sui mercati privati** comportano un elevato grado di rischio e si fa notare ai potenziali investitori che tali strategie sono idonee solo a soggetti con risorse finanziarie adeguate che non necessitano di liquidità in relazione all'investimento e in grado di tollerare il rischio economico, inclusa la possibile perdita dell'intero investimento. 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.

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. Le prospettive e le strategie possono variare senza preavviso. Si consiglia agli investitori di rivolgersi al proprio professionista degli investimenti prima di prendere qualsiasi decisione di investimento.

L'alfa è una misura di performance corretta per il rischio calcolata confrontando la volatilità (rischio di prezzo) di un portafoglio con la performance corretta per il rischio di un indice di riferimento; l'extra-rendimento rispetto al benchmark è l'alfa.

Il presente documento riporta le opinioni del gestore, che possono essere soggette a variazioni senza preavviso. Questo materiale viene distribuito unicamente a scopo informativo e non deve essere considerato alla stregua di una consulenza d'investimento o di una raccomandazione in favore di particolari titoli, strategie o prodotti d'investimento. Le informazioni contenute nel presente documento sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non si rilascia alcuna garanzia in merito.

PIMCO 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 ciò sia illegale o vietato.

PIMCO fornisce servizi solo a istituzioni e investitori qualificati. Questa non è un'offerta rivolta a persone in qualsiasi giurisdizione in cui essa sia illegale o vietata. | **PIMCO Europe Ltd** (Società n. 2604517) e PIMCO Europe Ltd - Italy (Società n. 07533910969) sono autorizzate e regolamentate dalla Financial Conduct Authority (12 Endeavour Square, Londra E20 1JN) nel Regno Unito. La filiale italiana è inoltre regolamentata dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) ai sensi dell'Articolo 27 del Testo Unico Finanziario italiano. I servizi offerti da PIMCO Europe Ltd sono destinati unicamente a clienti professionali come da definizione contenuta nel manuale della Financial Conduct Authority, e non agli investitori individuali, i quali non devono fare assegnamento sulla presente comunicazione. | **PIMCO Europe GmbH** (Società n. 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Monaco di Baviera, Germania), la filiale italiana di PIMCO Europe GmbH (Società n. 10005170963) e la filiale spagnola di PIMCO Europe GmbH (N.I.F. W2765338E) sono autorizzate e disciplinate in Germania dall'Autorità di vigilanza finanziaria federale tedesca (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Francoforte sul Meno) ai sensi della Sezione 32 della Legge sul sistema creditizio tedesco (KWG). La filiale italiana e quella spagnola sono inoltre rispettivamente vigilate dalla Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) ai sensi dell'Articolo 27 del Testo Unico Finanziario italiano, dalla Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV) conformemente agli obblighi disposti dagli articoli 168 e da 203 a 224 e agli obblighi contenuti nel Titolo V, Sezione I della legge spagnola sui mercati finanziari (LMF) e negli articoli 111, 114 e 117 del Decreto Reale 217/2008. I servizi offerti da PIMCO Europe GmbH sono destinati unicamente a clienti professionali come da definizione contenuta alla Sezione 67, Comma 2, della Legge sulla negoziazione di titoli tedesca (WpHG) e non agli investitori individuali, i quali non devono fare assegnamento sulla presente comunicazione. | Nessuna parte del presente documento 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.