

SECULAR
OUTLOOK

GIUGNO 2022

Raggiungere la resilienza

Volatilità, inflazione e tensioni geopolitiche portano nazioni e imprese a concentrarsi sulla difesa. Esploriamo i rischi e le opportunità che prevediamo nell'orizzonte dei prossimi cinque anni e promuoviamo portafogli resilienti in un mondo che si sta frammentando.



AUTORI:

Joachim Fels
Consulente economico globale

Andrew Balls
Chief Investment Officer
Reddito fisso globale

Dan Ivascyn
Group Chief Investment Officer

SINTESI

- La guerra in Ucraina ha allargato le fratture geopolitiche nel mondo e ravvisiamo rischi di deglobalizzazione nonché di mercati dei capitali più frammentati nell'orizzonte secolare.
- Queste tendenze potrebbero accrescere inefficienze economiche e pressioni inflazionistiche. Ravvisiamo inoltre un elevato rischio di recessione nell'orizzonte dei prossimi due anni.
- La nostra previsione secolare di cicli economici più brevi e, dato il mutato scenario per l'inflazione, la prospettiva di risposte più flessibili da parte delle autorità richiedono di puntare alla resilienza dei portafogli anziché alla corsa ai rendimenti. Gli investimenti in obbligazioni, a livelli di rendimento più alti, rivestiranno un ruolo importante per potenziare la resilienza in portafogli diversificati.
- Le strategie di credito privato possono essere un interessante complemento alle allocazioni nel credito sui mercati pubblici, benché osserviamo degli eccessi in alcuni di questi spazi. Intendiamo privilegiare il credito societario di qualità superiore e punteremo a offrire liquidità, anziché domandarla, in periodi di tensione sui mercati del credito.
- A fronte di maggiori pressioni inflazionistiche, riteniamo che i titoli del Tesoro americano indicizzati all'inflazione (TIPS), le materie prime e investimenti globali selezionati indicizzati all'inflazione offrano una copertura di prezzo ragionevole.



Relatori invitati al nostro Secular Forum 2022

Dan Gallagher

Direttore Affari Legali, Compliance e Affari Societari di Robinhood

Matteo Maggiori

Professore di Finanza presso la Stanford Graduate School of Business

Katherine Molnar

Chief Investment Officer del Fondo previdenziale della Polizia della Contea di Fairfax

Neha Narula

Direttrice dell'Iniziativa sulla valuta digitale del MIT

Randal Quarles

Ex Governatore e Vicepresidente per la supervisione bancaria del Consiglio Direttivo della Fed

Yuval Rooz

Chief Executive Officer e Cofondatore di Digital Asset

Alex C. Ruane

Scienziato ricercatore in scienze fisiche e Condirettore del Gruppo sugli impatti climatici dell'Istituto Goddard di Studi Spaziali della NASA

Angela Stent

Professoressa Emerita e Direttrice del Centro Studi Eurasiatici, Russi ed Est-Europei della Georgetown University e autrice di *Putin's World: Russia Against the West and With the Rest (Il Mondo di Putin: la Russia contro l'Occidente e rispetto agli altri)*

Barbara F. Walter

Professoressa di Scienze Politiche presso l'Università di California, San Diego, e autrice di *How Civil Wars Start (Come cominciano le guerre civili)*

Il contesto macroeconomico mondiale si conferma tutt'altro che normale e si profila un percorso volatile e sfidante per gli investitori sull'orizzonte dei prossimi cinque anni. Scombussolamento e incertezza probabilmente persisteranno e la deglobalizzazione allargherà le divisioni nell'economia globale. Un'ottica avveduta di lungo termine dovrebbe aiutare gli investitori a mantenere la rotta nel percorso sfidante. Queste sono alcune delle principali conclusioni del nostro recente Secular Forum annuale in cui i nostri professionisti degli investimenti, relatori ospiti (si veda il riquadro) e il [Global Advisory Board](#) di PIMCO si sono ritrovati in presenza per tre giorni di intensi dibattiti.

VERIFICA DI REALTÀ

Dopo un attento esame degli aspetti messi in rilievo in passato, siamo giunti alla conclusione che i temi illustrati nel nostro Secular Outlook 2021 "[L'Epoca della Trasformazione](#)" siano tuttora molto attuali. Avevamo previsto un contesto macroeconomico più incerto e volatile e individuato nella transizione ecologica, nella digitalizzazione e nelle trasformazioni sociali i principali fattori di cambiamento dirompente. Avevamo indicato di prevedere cicli di crescita e inflazione di minore durata e di accresciuta ampiezza nonché maggiore divergenza fra i vari paesi. Tutto questo vale tuttora.

L'ovvio aspetto nuovo da considerare è stato l'enorme sconvolgimento che non avevamo previsto lo scorso anno: l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia a febbraio e l'orribile guerra che imperversa da allora nonché l'ampia portata delle sanzioni economiche e finanziarie e delle altre risposte adottate dalla maggior parte delle democrazie occidentali. Nel riflettere sulle implicazioni di tali eventi per la nostra tesi d'investimento, abbiamo ritenuto opportuno operare una distinzione fra il nostro orizzonte ciclico di breve termine (6-12 mesi), quello di medio termine (da uno a due anni) e il nostro orizzonte secolare, ossia di più lungo termine, di cinque anni e potenzialmente oltre.

PROSPETTIVE DI BREVE TERMINE: ANTI-GOLDBLOCKS

Abbiamo brevemente discusso e confermato la nostra tesi ciclica, illustrata nelle nostre Prospettive Cicliche "[Anti-Goldilocks](#)" di marzo di quest'anno. I recenti dati macroeconomici corroborano il nostro giudizio che conflitto bellico e sanzioni assieme ai lockdown dovuti al COVID in Cina configurino uno shock di stampo stagflazionistico: spingono l'inflazione ancora più in alto sul breve periodo e rallentano la crescita economica delle principali economie verso la velocità di stallo nell'orizzonte ciclico. Inoltre, a fronte di un'inflazione complessiva attualmente elevata su scala mondiale - intorno all'8% negli Stati Uniti e in Europa al momento della stesura di questo documento - le principali banche centrali sembrano determinate prima di tutto a domare l'inflazione e a preoccuparsi della crescita più avanti, e questo ci conduce alle nostre previsioni sul medio termine.

MEDIO TERMINE: RISCHI DI RECESSIONE ELEVATI

Ravvisiamo un elevato rischio di recessione nell'orizzonte dei prossimi due anni alla luce del maggior potenziale di turbolenze sul versante geopolitico, dell'inflazione ostinatamente alta che riduce il reddito reale disponibile delle famiglie e della determinazione delle banche centrali a concentrarsi prima di tutto sulla lotta all'inflazione, che in aggiunta al netto inasprimento delle condizioni finanziarie già osservato aumenta il rischio di incidenti finanziari.

Inoltre, quando arriverà l'eventuale prossima recessione, ci aspettiamo che la risposta monetaria e fiscale sarà più contenuta e ritardata in confronto alle ultime recessioni, quando l'inflazione non era una preoccupazione e i debiti pubblici e i bilanci delle banche centrali erano meno ingrossati. Così come le autorità fiscali hanno imparato dalle difficoltà della ripresa dopo la crisi finanziaria globale e hanno risposto in modo più energico in occasione della recessione dovuta alla pandemia, allo stesso modo l'elevata inflazione di oggi potrebbe fare esitare le autorità a riconsiderare questi strumenti, in particolare negli Stati Uniti.

Ravvisiamo un elevato rischio di recessione nei prossimi due anni alla luce delle turbolenze sul fronte geopolitico, dell'inflazione ostinatamente alta e della determinazione delle banche centrali a concentrarsi prima di tutto sulla lotta all'inflazione

Pertanto, sebbene per molte ragioni riteniamo improbabile che sarà profonda come la Grande Recessione del 2008 o un repentino stop come la crisi del COVID nel 2020, la prossima recessione potrebbe però essere più prolungata e/o la successiva ripresa potrebbe essere più fiacca per una risposta meno vigorosa da parte di banche centrali e governi.

TEMA SECOLARE: PUNTARE ALLA RESILIENZA

Una fondamentale conseguenza di lungo termine della guerra in Ucraina e delle misure adottate per risponderci è l'allargamento delle fratture geopolitiche che potrebbe accelerare il passaggio da un mondo unipolare a uno bipolare o multipolare. Questa fratturazione era già in corso con l'ascesa della Cina al ruolo di primario soggetto economico e geopolitico e l'atteggiamento scettico nei suoi confronti da parte dei governi occidentali.

In un mondo più diviso, crediamo che governi e imprese punteranno sempre più alla sicurezza e alla resilienza:

- Con il rischio di conflitto militare divenuto più reale dopo l'aggressione russa nei confronti dell'Ucraina, molti governi – soprattutto in Europa ma anche altrove – hanno annunciato piani di aumento delle spese per la difesa e degli investimenti negli ambiti della sicurezza sia energetica che alimentare.
- Molte imprese si adoperano per sviluppare filiere produttive più resilienti attraverso la diversificazione globale, il ricollocamento degli impianti in aree più vicine al mercato domestico e in paesi amici. Iniziative di questo tipo erano già in corso a seguito delle tensioni commerciali fra Stati Uniti e Cina e dopo che la pandemia di COVID ha dimostrato la fragilità di catene del valore tortuose, ed è probabile che si intensificheranno dato il contesto geopolitico di maggiore insicurezza.
- Inoltre, in risposta ai rischi legati al clima e alla crisi del COVID, la maggior parte dei governi e molte imprese hanno già incrementato le iniziative di mitigazione e adattamento al riscaldamento globale e quelle volte a migliorare la sicurezza sanitaria di cittadini e dipendenti.

Le iniziative di rafforzamento della resilienza e della sicurezza potrebbero in molti casi andare a discapito dell'efficienza sul breve termine. Ravvisiamo cinque principali implicazioni macroeconomiche di questo trend di lungo periodo:

In primo luogo, gli aumenti di spesa in molti ambiti tra cui la difesa, la sanità, la sicurezza energetica e alimentare, filiere produttive più resilienti, la mitigazione e l'adattamento al cambiamento climatico, se non accompagnati da corrispondenti tagli in altre aree, potrebbero fornire sostegno alla domanda aggregata nell'orizzonte secolare. Tuttavia, molta di questa spesa addizionale potrebbe non favorire la crescita della produttività di lungo termine, salvo che le imprese si prodighino ulteriormente per accrescerla accelerando gli investimenti in tecnologia. Inoltre, il rafforzamento della resilienza sarà verosimilmente accompagnato da maggiore regolamentazione e protezionismo, che potrebbero pesare sulla crescita di lungo termine. Nel complesso, ci pare pertanto improbabile una crescita della produzione sostanzialmente più elevata nell'orizzonte secolare rispetto al decennio precedente la pandemia.

In secondo luogo, la ricerca di resilienza e di sicurezza introduce dei fattori inflazionistici. Le imprese creano ridondanze nelle filiere e avvicinano queste ultime al mercato domestico. Nella misura in cui i governi diventano più restrittivi in tema di immigrazione, i mercati del lavoro potrebbero divenire meno competitivi e questo potrebbe comportare pressioni per salari più alti. Inoltre, sebbene alla fine dovrebbe portare a prezzi energetici più bassi con l'uso delle rinnovabili più convenienti, la transizione ecologica potrebbe spingere più in alto i prezzi energetici per un certo tempo in quanto l'offerta da fonti fossili potrebbe ridursi più velocemente dell'espansione di quella da fonti rinnovabili. Tuttavia, in definitiva, se questi fattori porteranno a un'inflazione permanentemente più elevata nell'orizzonte secolare dipenderà dalle scelte politiche delle autorità fiscali e monetarie, a nostro giudizio.

In terzo luogo, considerati questi fattori inflazionistici, le banche centrali sono di fronte a un dilemma. Sostenere la domanda aggregata e rafforzare la resilienza potrebbe avere un costo in termini di inflazione più alta. D'altra parte, riportare l'inflazione sul livello obiettivo potrebbe avere un costo in termini di domanda e di occupazione. Per ora, vista l'entità della distanza rispetto all'obiettivo, la maggior parte delle banche centrali pone l'enfasi sul contrasto all'inflazione. Resta da vedere se

Le banche centrali sono di fronte a un dilemma: combattere l'inflazione o sostenere la crescita

questa continuerà a essere la loro priorità una volta che sarà ridiscesa a valori più vicini al target o se ne tollereranno moderati sforamenti. Il nostro giudizio generale è che i rischi di inflazione nell'orizzonte secolare si siano spostati al rialzo.

In quarto luogo, ravvisiamo un'accresciuta probabilità di credit event e cicli di default nel settore privato nell'orizzonte secolare. I bilanci pubblici e quelli delle imprese probabilmente verranno messi sotto pressione dai crescenti fabbisogni di spesa in sicurezza e resilienza, i costi di servizio del debito probabilmente saliranno e il rischio di una recessione è reale. L'inflazione elevata implica che le banche centrali potrebbero essere meno propense o meno in grado di sostenere i debitori del settore privato. Anche i governi potrebbero essere meno inclini a fornire sostegno a fronte dell'ulteriore innalzamento dei livelli dei debiti pubblici durante la pandemia e la necessità di finanziare costi previdenziali e sanitari in aumento per l'invecchiamento demografico.

In quinto luogo, ma non per importanza, ravvisiamo il rischio di deglobalizzazione finanziaria e di mercati dei capitali più frammentati nell'orizzonte secolare, una "guerra di capitali" per riprendere un'espressione usata da uno dei partecipanti al nostro forum. L'uso delle riserve valutarie e delle sanzioni finanziarie come arma potrebbe accrescere la tendenza di creditori pubblici e privati a investire in paesi con avanzi delle partite correnti e potrebbe portare a una riduzione dei flussi finanziari verso il Dollaro americano nel tempo. Tuttavia, data la mancanza di valute di paesi con mercati dei capitali profondi e liquidi che siano valide alternative al Dollaro, eventuali tali spostamenti verosimilmente non saranno certo repentini e avverranno su tempi molto lunghi e con tutta probabilità oltre il nostro orizzonte secolare.

Implicazioni per gli investimenti

Crediamo sia decisamente alle nostre spalle la fase globale che avevamo chiamato Nuova Normalità, caratterizzata da crescita modesta ma stabile e inflazione tenacemente al di sotto dell'obiettivo delle banche centrali. In quella fase molti investitori venivano remunerati dalla corsa al rendimento e da acquisti nelle fasi di ribasso in previsione dell'intervento delle banche centrali e, durante la pandemia, anche della politica fiscale, a sostegno degli attivi rischiosi. Nell'orizzonte secolare, crediamo che le banche centrali potrebbero essere meno in grado di sopprimere la volatilità di mercato e di sostenere i rendimenti di mercato degli attivi finanziari.

RAFFORZAMENTO DELLA RESILIENZA

Guardando al futuro, anziché fare la corsa ai rendimenti crediamo che nella costruzione dei portafogli gli investitori si adopereranno per ottenere allocazioni più robuste e rafforzare la resilienza a fronte di un contesto di maggiore incertezza per la volatilità macroeconomica e di mercato, nonché più incerto sul versante del sostegno da parte delle banche centrali. Da parte nostra, punteremo a potenziare la resilienza dei portafogli che gestiamo per conto dei clienti e a trarre benefici nelle fasi di volatilità dei mercati.

La diversificazione merita un approfondimento a sé. Così come le imprese diversificano le loro filiere di approvvigionamento, gli investitori possono diversificare i portafogli alla luce dei fattori e dei rischi geopolitici. Gli esiti sorprendenti sono possibili, come testimonia il rapido isolamento della Russia dal sistema finanziario globale. Esiste la possibilità che governi e imprese siano chiamati a schierarsi per una o l'altra parte nelle divisioni geopolitiche, siano esposti a rischi di sanzioni, di controllo dei capitali e in ultimo di confisca. Oltre alla diversificazione in diverse classi di attivo anche queste considerazioni di stampo geopolitico possono avere implicazioni per le decisioni di investimento e i premi al rischio richiesti.

UNO SCENARIO MONDIALE DI BASSI RENDIMENTI

Le valutazioni di partenza – anche dopo la debolezza osservata sui mercati degli attivi nei recenti mesi – e le nostre previsioni di un contesto macroeconomico e di mercato più volatile inducono ad attese realistiche di rendimenti contenuti sui mercati degli attivi nell'orizzonte secolare. La nostra previsione di cicli più brevi e di maggiore incertezza nonché – dato il mutato quadro per l'inflazione – di risposte delle autorità



meno a tutto campo spinge a concentrarsi maggiormente sulla resilienza rispetto alla corsa al rendimento. A nostro giudizio vi è un'elevata probabilità di recessione negli Stati Uniti e in altre economie avanzate nell'orizzonte dei prossimi due anni; anche questo richiede una valutazione lucida del potenziale di rendimento di mercato degli attivi e una focalizzazione sulla preservazione del capitale.

Ciò detto, i rendimenti degli indici di riferimento delle obbligazioni core si sono ripresi dai minimi dell'epoca COVID e nel nostro scenario di base riteniamo che i mercati a termine scontino già quello che verosimilmente sarà il valore massimo dei tassi ufficiali per i diversi paesi nell'orizzonte secolare, o valori prossimi ad esso. Le banche centrali dovrebbero avere maggior spazio per operare tagli di politica monetaria convenzionale se le pressioni inflazioniste saranno giudicate gestibili e i tassi di interesse saranno al di sopra dei limiti inferiori sperimentati in anni recenti, offrendo potenziale di performance interessante sui mercati obbligazionari in un contesto recessivo.

Le obbligazioni dovrebbero svolgere un ruolo importante nel conferire resilienza in portafogli diversificati

Prevediamo rendimenti positivi per la maggior parte degli indici di riferimento obbligazionari nell'orizzonte secolare e le obbligazioni, a livelli di rendimento più elevato, dovrebbero svolgere un ruolo importante nel conferire resilienza in portafogli diversificati.

TASSI DELLE BANCHE CENTRALI ANCORATI E PREMI AL RISCHIO OBBLIGAZIONARI PIÙ ALTI

Benché il periodo di Nuova Normalità che ha contraddistinto lo scorso decennio sia alle spalle, crediamo che la Nuova Neutralità di tassi ufficiali reali bassi verosimilmente si protrarrà oltre la fase ciclica di contrasto all'inflazione. I fattori di lungo periodo, tra cui gli aspetti demografici, gli alti livelli del debito e l'eccesso di risparmio a livello globale, che hanno spinto i tassi d'interesse neutrali a livelli più bassi verosimilmente continueranno ad ancorare i tassi ufficiali a livelli modesti sebbene ai margini potremmo osservare pressione al rialzo da maggiori fattori inflazionistici, compresa la deglobalizzazione e la focalizzazione sulla resilienza delle filiere produttive.

L'impatto diretto sui mercati finanziari della stretta di politica monetaria oltre a quello attraverso le variabili macroeconomiche probabilmente limiterà la misura in cui i tassi ufficiali potranno aumentare significativamente oltre il livello scontato dai mercati a termine, salvo che nello scenario di rischio di un'inflazione ostinata e di aspettative di inflazione in aumento che costringano le banche centrali a fissare tassi ufficiali alti con la recessione come bersaglio e non solo come sottoprodotto residuale.

In un contesto mondiale di maggiore incertezza per le prospettive macroeconomiche nonché, in particolare, per l'evoluzione futura dell'inflazione, prevediamo che i mercati finanziari richiederanno un maggior premio a termine ossia una maggiore remunerazione per il rischio per detenere obbligazioni a più lunga scadenza. È verosimilmente alle spalle il periodo di premi al rischio compressi quando la domanda di protezione dai rischi economici di ribasso superava le preoccupazioni per l'inflazione. In generale, ci aspettiamo premi a termine più alti in futuro.

Sul breve termine, l'appiattimento della curva è possibile a fronte della valutazione da parte dei mercati dei dati sull'inflazione e dei rischi d'inflazione rispetto ai rischi di recessione. Sull'intero orizzonte secolare ci attendiamo tuttavia il ritorno di curve più ripide in un contesto in cui il rischio d'inflazione è bidirezionale rispetto al valore obiettivo delle banche centrali e in cui c'è maggior potenziale di protratte pressioni al rialzo sul fronte dell'inflazione rispetto al periodo della Nuova Normalità.

Venendo ai tassi di interesse di mercato, ci aspettiamo che i bassi tassi ufficiali delle banche centrali (bassi rispetto ai primi anni 2000, quantomeno) restino un importante fattore di ancoraggio. Nel nostro scenario di base, prendendo come riferimento il rendimento del decennale americano, ci attendiamo un range simile o leggermente superiore rispetto a quello prevalente nell'ultimo decennio, escludendo il periodo del COVID nel 2020. Ciò significa un range stimato da circa l'1,5% al 4%. L'estremo superiore dell'intervallo esprime il potenziale di un po' di riprezzamento al rialzo rispetto all'esperienza del passato decennio, durante il quale il rendimento del decennale americano ha solo brevemente superato il 3%. Ciò riflette la nostra previsione di inflazione più alta rispetto al passato decennio quando si era mantenuta al di sotto dell'obiettivo delle banche centrali nonché i maggiori rischi al rialzo per l'inflazione sia sull'orizzonte ciclico che su quello secolare. Naturalmente ci sono casi di rischio che potrebbero spingere i rendimenti più in alto o più in basso rispetto allo scenario di base.

PREMI AL RISCHIO AZIONARIO PIÙ ALTI

Cicli economici più brevi e maggiore volatilità macroeconomica potrebbero inoltre spingere al rialzo i premi al rischio azionario (ossia gli investitori potrebbero richiedere premi più alti per detenere azioni anziché obbligazioni). Un contesto di inflazione più elevata tenderebbe inoltre a erodere la crescita nominale degli utili, a ridurre i margini, e renderli più volatili.

Oltre al lungo elenco di fattori inflazionistici – livelli delle scorte più alti, filiere produttive meno efficienti, maggior costo del lavoro e maggiori fabbisogni di investimento – i margini potrebbero risentire anche di maggiori spese per interessi e imposte. Nello scorso decennio, una porzione significativa del miglioramento della redditività del capitale proprio societario è derivata da tendenze al ribasso di spese come quelle operative, quelle per interessi e per imposte. È improbabile che dette tendenze proseguiranno nell'orizzonte secolare.

Di conseguenza ci attendiamo che i mercati azionari offrano in prospettiva minori rendimenti per gli investitori rispetto a quelli del periodo successivo alla crisi finanziaria globale. Dato l'orizzonte più offuscato sulle prospettive di crescita e profittabilità, gli investitori verosimilmente richiederanno premi al rischio azionario più elevati e prediligeranno gli investimenti azionari con utili affidabili. Un tale quadro avvalorata la nostra focalizzazione sulla qualità e l'importanza di un'attenta selezione. Riconoscere i temi di lungo periodo e individuare i beneficiari del nuovo contesto sarà parte integrante della generazione di alfa in un mondo con beta meno remunerativo.

PROTEZIONE DALL'INFLAZIONE

Dato il potenziale di pressioni al rialzo per l'inflazione nell'orizzonte secolare di cinque anni, riteniamo che i titoli del Tesoro americano indicizzati all'inflazione (TIPS) e determinati spazi selezionati dei mercati globali offrano una copertura a prezzo ragionevole rispetto a sorprese al rialzo dell'inflazione. I TIPS americani attualmente scontano un ritorno dell'inflazione sul target della Fed del 2% in 12-18 mesi. Questo è in linea con il nostro scenario di base ma un tale esito non è affatto garantito.

I mercati delle materie prime possono anch'essi offrire preziosa copertura dall'inflazione, soprattutto da sorprese sul fronte dell'inflazione, con un beta storico (un'alta sensibilità positiva) rispetto a tali sorprese molto superiore a quello dei TIPS. All'arrivo del 2022 i mercati delle commodity erano ampiamente su una traiettoria di rafforzamento in quanto la ripresa della domanda si è scontrata con un'offerta che ha sofferto per i diversi anni di scarsi investimenti, soprattutto nel settore energetico. Gli eventi in Ucraina hanno solo

accelerato quel trend e messo a nudo la necessità di un ciclo di consistenti investimenti per soddisfare i futuri fabbisogni energetici nonché per rispondere alle preoccupazioni per il clima e per la sicurezza. Pertanto ci attendiamo prezzi più alti in modo sostenuto che sono necessari per incentivare i capitali e generare sufficienti investimenti sui mercati dell'energia, almeno nell'orizzonte secolare.

Anche l'immobiliare può fungere da copertura dall'inflazione soprattutto nei segmenti del multifamiliare e del self-storage, in cui le locazioni sono in genere di durata inferiore all'anno. In Europa, persino le locazioni industriali e di uffici sono spesso indicizzate all'inflazione. Inoltre i fondamentali si confermano solidi nella maggior parte dei settori dell'immobiliare in quanto i tassi di occupazione degli immobili restano elevati e la nuova offerta verosimilmente resterà limitata per gli aumentati costi nell'edilizia.

ATTENZIONE SULLE OBBLIGAZIONI SOCIETARIE: ENFASI SULLA QUALITÀ

In generale la scarsa liquidità sui mercati del credito pubblici associata alla nostra previsione di maggiore volatilità macroeconomica, rischio di recessione nel medio termine e sostegno più incerto da parte della politica monetaria e fiscale implica che prevediamo di mantenere un approccio che mira agli spazi di maggiore qualità per gli investimenti nel credito societario. C'è il potenziale di maggiori default e perdite su crediti in una recessione con minor supporto monetario e fiscale rispetto all'esperienza del passato decennio di comprare nei ribassi con la prospettiva del sostegno delle autorità. Non crediamo infatti che l'ampio sostegno fornito dalle politiche agli emittenti societari durante l'emergenza COVID sarà il nuovo paradigma. Le banche centrali concentrate sulla lotta all'inflazione e i governi focalizzati sui temi della sicurezza nazionale e ambientale saranno semmai verosimilmente molto meno inclini a sostenere le imprese al di là di azioni mirate in settori ritenuti importanti per potenziare la resilienza.

Come sempre ci affideremo alle conoscenze e analisi del nostro team globale di gestori di portafoglio e analisti di ricerca nel credito per selezionare le posizioni di sovrappeso e sottopeso nello spazio societario. Prevediamo di privilegiare gli investimenti assistiti da garanzie e ci adopereremo per ottenere condizioni interessanti e documentazione chiara per gli investimenti nel credito non garantito. Mireremo a evitare posizioni che ci possano esporre a significativo rischio di insolvenza in un ciclo prolungato di default nel credito e a posizionarci non per domandare ma per offrire liquidità in periodi di tensione sui mercati del credito.

OPPORTUNITÀ NEL CREDITO PRIVATO E RISCHI

Le strategie nel credito privato possono fungere da complemento alle allocazioni sui mercati del credito pubblici, e in un contesto più difficile per questi ultimi ci aspettiamo di trovare valide opportunità per portafogli orientati al lungo termine e con alta tolleranza al rischio.

Ciò detto, alcuni degli stessi eccessi osservati nel credito sui mercati pubblici si sono visti sui mercati privati negli ultimi anni, specialmente nelle operazioni di finanziamento societario più integralmente in leva che si sono diffuse in anni recenti. Quegli eccessi dovrebbero generare un ricco insieme di opportunità per soluzioni di finanziamento privato selettive con l'adeguamento di bilanci eccessivamente in leva a una realtà di valutazioni e ipotesi di crescita più realistiche. Prevediamo tempi più difficili per le esposizioni nel credito societario privato datate ma ci attendiamo un miglior potenziale di performance su base relativa in alcuni degli spazi meno affollati del credito privato. Ad esempio lo spazio dei consumi e quello residenziale dovrebbero essere particolarmente ben posizionati per generare performance interessanti nei prossimi anni visto che è da oltre un decennio che le famiglie stanno riducendo il loro indebitamento (mentre le imprese sono tornate ad aumentarlo). Opportunità in altri segmenti diversificati del credito privato come i finanziamenti di aeromobili, il credito immobiliare, il leasing strumentale e il credito in ambiti che generano royalty presentano tutti il potenziale di sovraperformare il settore privato del debito societario, a nostro giudizio, viste le valutazioni e le condizioni di partenza in generale più solide.

MERCATI EMERGENTI: VINCITORI E PERDENTI

Ci aspettiamo che i mercati emergenti offrano valide opportunità ma sottolineiamo l'importanza della selezione attiva capace di distinguere i probabili vincitori dai perdenti in contesti d'investimento difficili. Alcuni paesi dovrebbero beneficiare della domanda di beni strumentali e gli esportatori di materie prime di ragioni di scambio più favorevoli. Altri paesi con fondamentali e assetti politici deboli potrebbero invece trovarsi ulteriormente esposti in un panorama mondiale di cicli più brevi e accresciuta volatilità macroeconomica. Anche le nazioni importatrici di materie prime potrebbero incontrare notevoli sfide.

In un mondo fratturato in cui occorre prestare grande attenzione alle linee militari e strategiche di divisione, l'essere meticolosi per operare la giusta diversificazione e individuare i giusti premi al rischio potrebbe rivestire particolare rilevanza nell'investire nei mercati emergenti. Questo rafforza la necessità di processi decisionali e di una gestione di stampo attivo a fronte del rischio di sanzioni e confische nonché del



Un mondo fratturato creerà vincitori e perdenti nei mercati emergenti, questo evidenzia la necessità di analisi e gestione del rischio di stampo attivo

potenziale di sorprese causate non solo da volatilità politica domestica ma da fattori politici regionali e globali.

VALUTE: IL DOLLARO AMERICANO, COME UN PORTO NELLA TEMPESTA

Benché il Dollaro americano appaia sopravvalutato secondo le metriche valutative standard, alla luce delle prospettive di maggiore volatilità macroeconomica e del rischio di recessione sul medio termine, ci aspettiamo che il biglietto verde continuerà a essere favorito in quanto percepito come una fonte di relativo riparo in periodi di volatilità macro e sui mercati, come un porto nella tempesta. Ne deriva, tra l'altro, che nel ricercare valore, ad esempio attraverso valute dei mercati emergenti convenienti su base relativa o valute G-10 legate alle commodity, sarebbe opportuno considerare un paniere con diversificazione geografica anziché porre enfasi sul rapporto di cambio con il biglietto verde.

OPPORTUNITÀ GLOBALI

Oltre a minori rendimenti per le classi di attivo in generale e la maggiore volatilità dei rendimenti nell'orizzonte secolare, prevediamo maggiore differenziazione fra i paesi in un contesto di instabilità geopolitica e code della distribuzione più spesse. Accresciuta volatilità e maggiore differenziazione a livello macroeconomico e nei rendimenti di mercato portano con sé sia rischi che opportunità. Ci adopereremo per mantenere i portafogli resilienti ma perseguiremo anche un approccio globale, puntando a massimizzare il ventaglio di opportunità e a trarre benefici da quelle migliori, mitigando i rischi di anelli deboli. Un contesto mondiale di maggiore orientamento al mercato domestico da parte degli operatori di mercato, aumento della deglobalizzazione e accresciuta frammentazione dei mercati dei capitali può portare opportunità per quegli investitori con orizzonte globale e dotati di team d'investimento capaci di individuare e trarre benefici dalle opportunità.

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 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 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. 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 delle **azioni** può diminuire a causa delle condizioni di mercato, economiche e industriali sia reali che percepite. 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. 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. La **diversificazione** non garantisce in alcun modo l'assenza di perdite. 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.

Le affermazioni relative alle tendenze dei mercati finanziari o alle strategie di portafoglio sono basate sulle condizioni di mercato correnti, che sono soggette a variazioni. Non sussiste alcuna garanzia che le suddette strategie di investimento si rivelino efficaci in tutte le condizioni di mercato o che siano idonee a tutti gli investitori. Ciascun investitore è tenuto a valutare la propria capacità di investimento a lungo termine, in particolare nei periodi di flessione del mercato. Si consiglia agli investitori di rivolgersi al proprio professionista degli investimenti prima di prendere qualsiasi decisione di investimento. Le prospettive e le strategie possono variare senza preavviso.

Le previsioni, le stime e talune informazioni contenute nel presente documento sono basate su ricerche proprietarie e non devono essere considerate alla stregua di una consulenza di investimento o di una raccomandazione in favore di particolari titoli, strategie o prodotti di investimento. Non viene fornita alcuna garanzia in merito al conseguimento dei risultati.

L'**alfa** è una misura di performance corretta per il rischio calcolata confrontando la volatilità (rischio di prezzo) di un portafoglio con la performance corretta per il rischio di un indice di riferimento; l'extra-rendimento rispetto al benchmark è l'alfa. Il **beta** è una misura della sensibilità dei prezzi alle oscillazioni del mercato. Il beta di mercato è pari a 1. La **correlazione** è una misura statistica delle oscillazioni di un titolo rispetto a un altro.

I termini "economici" e "ricchi" come qui utilizzati si riferiscono generalmente a una classe di attività o attività che si ritiene essere sostanzialmente sottovalutata o overpriced rispetto alla media storica, nonché alle aspettative future del gestore degli investimenti. Non vi è garanzia di risultati futuri o che una valutazione di una sicurezza garantisca un profitto o protegga da una perdita.

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 solo a istituzioni, investitori qualificati, intermediari finanziari e investitori istituzionali. Gli investitori individuali devono contattare il loro consulente per gli investimenti per definire le opzioni di investimento più appropriate alla loro situazione finanziaria. Questa non è un'offerta a qualsiasi persona in qualsiasi giurisdizione in cui sia illegale o non autorizzato. **PIMCO Europe 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 dell'articolo 15 della Legge tedesca in materia di intermediari finanziari (WpIG). 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 e della relativa normativa di attuazione. I prodotti e 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 affidamento sulla presente comunicazione. PIMCO è un marchio di Allianz Asset Management of America L.P. negli Stati Uniti e in tutto il mondo. ©2022 PIMCO