



SECULAR
OUTLOOK

OTTOBRE 2021

L'Epoca della Trasformazione

Gli investitori devono essere pronti per affrontare territori sconosciuti frutto delle drastiche trasformazioni del contesto macroeconomico nell'orizzonte secolare.

SINTESI

- Nei prossimi cinque anni l'economia globale probabilmente manifesterà maggiore incertezza, volatilità e divergenza in termini di crescita e inflazione rispetto al decennio di Nuova Normalità che ha preceduto la pandemia.
- Tre tendenze generali dovrebbero guidare le maggiori trasformazioni nell'orizzonte secolare: la transizione all'energia verde, l'accelerazione nell'adozione di nuove tecnologie e la crescente propensione a una condivisione più diffusa dei benefici.
- Nell'orizzonte secolare, viste le valutazioni di partenza e considerando le prospettive di cambiamenti dirompenti, divisioni e divergenze, i rendimenti delle diverse classi di attivo probabilmente saranno inferiori e più volatili ma i gestori attivi capaci di orientarsi in contesti di cambiamento dovrebbero cogliere valide opportunità di alfa.
- Benché ravvisiamo rischi al rialzo per i tassi d'interesse nel breve termine col proseguire della ripresa economica, nell'orizzonte secolare prevediamo che i tassi restino confinati in una banda di oscillazione relativamente ristretta e rendimenti inferiori ma positivi per le allocazioni obbligazionarie core. Restiamo in generale positivi sull'azionario ma ci aspettiamo notevole differenziazione fra le varie regioni e i diversi settori. Ravvisiamo inoltre potenziale di rendimenti appetibili nel credito privato e nell'immobiliare dopo la crisi del COVID-19 e punteremo a cogliere le opportunità in questi ambiti.

AUTORI:

Joachim Fels

Consulente economico globale

Andrew Balls

Chief Investment Officer
Reddito fisso globale

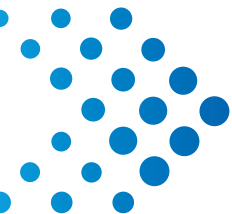
Daniel J. Ivascyn

Group Chief Investment Officer

A settembre si è tenuto il nostro Secular Forum annuale, il 40° nei 50 anni di storia della nostra società, che però non abbiamo festeggiato in presenza poiché quest'anno, come l'anno scorso, ci siamo riuniti in videoconferenza. Con un programma molto ricco di contributi del nostro Global Advisory Board, dei nostri team tematici intersettoriali e degli ospiti intervenuti (si veda il riquadro), i nostri professionisti degli investimenti di tutto il mondo si sono dedicati all'analisi delle prospettive per l'economia, la politica, le politiche e i mercati finanziari globali sull'orizzonte post-pandemico dei prossimi cinque anni e ne hanno discusso le implicazioni per i portafogli degli investitori. La trattazione che segue ne illustra le conclusioni.

TESI

Autorità e investitori si dovranno confrontare con un contesto macroeconomico radicalmente differente nell'orizzonte secolare. Stiamo infatti rapidamente lasciandoci alle spalle il decennio di Nuova Normalità seguito alla crisi finanziaria e precedente alla pandemia, caratterizzato da crescita modesta ma stabile, inflazione al di sotto dell'obiettivo, ridotta volatilità e consistenti rendimenti. All'orizzonte si profila un contesto più incerto e disomogeneo di crescita e di inflazione, denso di insidie per le autorità. A fronte dei cambiamenti dirompenti, di divisioni e divergenze, sui mercati dei capitali in generale i rendimenti saranno probabilmente inferiori e più volatili, anche se i gestori attivi capaci di orientarsi in contesti complessi dovrebbero cogliere valide opportunità di alfa.



Tre tendenze generali verosimilmente determineranno una notevole trasformazione dell'economia e dei mercati globali

CONDIZIONI DI PARTENZA

La nostra tesi secolare costituisce un'ulteriore evoluzione dei temi che avevamo evidenziato nel nostro *Secular Outlook 2020* "Cambiamenti sempre più dirompenti", in cui avevamo indicato che la pandemia avrebbe agito da catalizzatore, accelerando e intensificando quattro primari fattori di cambiamento dirompente di lungo termine: la rivalità fra Stati Uniti e Cina, il populismo, le tecnologie e il cambiamento climatico.

Gli sviluppi dell'ultimo anno hanno confermato quelle nostre previsioni. Le tensioni fra Stati Uniti e Cina non solo sono proseguite ma si sono intensificate sotto l'Amministrazione Biden. Il populismo e la polarizzazione sono in ascesa in molti paesi, ulteriormente alimentati da divisioni della politica sui lockdown e sui vaccini. La pandemia ha impresso una decisa accelerazione alla digitalizzazione e all'automazione. Condizioni meteorologiche estreme in molte parti del pianeta hanno inferto gravi perdite economiche e di vite umane e contribuito a una decisa inversione di rotta nei mercati dell'energia. Al nostro Forum abbiamo concluso che ciascuno di questi fattori di cambiamento dirompente di lungo periodo continuerà ad agire nel futuro prossimo.

Un'altra *condizione di partenza* di rilievo per le prospettive secolari è il deciso ulteriore aumento dei debiti pubblici e privati a seguito della recessione innescata dalla pandemia e delle risposte da parte delle autorità. Certo, a fronte di costi di finanziamento ai minimi storici o prossimi ad essi, i livelli record del debito non costituiscono una preoccupazione immediata. Tuttavia, il maggior indebitamento implica un'accresciuta vulnerabilità dei bilanci pubblici e privati a shock negativi sul fronte della crescita o a rialzi dei tassi d'interesse con conseguente incremento del rischio di fasi di destabilizzante tensione sui titoli sovrani e societari. Inoltre, elevati livelli di debito ed economie molto finanziarizzate, in termini di rapporto fra patrimoni e redditi, probabilmente limiteranno la capacità delle banche centrali di innalzare in modo deciso i tassi d'interesse senza provocare serie conseguenze per l'economia. Sul tema del *dominio dei mercati finanziari* torneremo più avanti.

In ultimo, ma non per importanza, la pandemia ha costretto o stimolato molti individui a riflettere sui propri stili di vita e sul rapporto fra i tempi di lavoro e di vita privata. È ancora troppo presto per indicare se ci saranno cambiamenti nelle preferenze, se saranno duraturi e quali saranno, ma sono certamente possibili significativi mutamenti rispetto al rapporto fra lavoro e tempo libero, lavoro da casa e in ufficio, nonché nella predilezione per determinati settori o sedi di lavoro rispetto ad altri. Anche le modalità di consumo potrebbero mutare in modo permanente in quanto molte persone potrebbero essere restie a viaggiare o a ritrovarsi in luoghi affollati anche dopo la fine della pandemia. Tutto questo impone grande umiltà nelle previsioni degli esiti economici sull'orizzonte secolare e rafforza la nostra indicazione di elevata incertezza macroeconomica negli anni a venire.

DRIVER SECOLARI

Nei nostri dibattiti abbiamo individuato tre tendenze generali che probabilmente guideranno la trasformazione dell'economia e dei mercati globali.

Un pianeta con zero emissioni nette di CO2 è auspicabile per molte ragioni ma il percorso verso quell'obiettivo probabilmente non sarà lineare

Il passaggio dal brown al green. A fronte della crescente attenzione di elettori e consumatori in molte parti del mondo ai temi della sostenibilità, governi, autorità di regolamentazione e imprese stanno intensificando le loro azioni di "decarbonizzazione" per azzerare le emissioni nette di CO2 entro il 2050. Gli investimenti sia privati che pubblici in energie rinnovabili sono destinati ad aumentare nell'orizzonte secolare e negli anni successivi. Sarà il settore privato a doversi far carico di gran parte di questi investimenti, ma sia il provvedimento bipartisan americano che il Next Generation dell'UE sosterranno la transizione con considerevoli investimenti in infrastrutture green nei prossimi cinque anni.

Naturalmente, i maggiori investimenti privati e pubblici in energia pulita saranno verosimilmente controbilanciati, in parte ma non integralmente, da minori investimenti e da distruzione di capitale nei settori cosiddetti "brown" ossia dei combustibili fossili come il carbone e il petrolio. Nella fase di transizione saranno possibili difficoltà nelle forniture e picchi dei prezzi dell'energia, come si è visto coi recenti eventi in Cina e in Europa, che potrebbero fiaccare la crescita e spingere al rialzo l'inflazione. Inoltre, poiché tale processo creerà vincitori e perdenti, sul fronte politico sono possibili proteste a fronte delle perdite di posti di lavoro nei settori dei combustibili fossili, dell'aumento dei prezzi e della tassazione delle emissioni di CO₂, o di dazi che gravino sulle importazioni inquinanti. Un pianeta con zero emissioni nette di CO₂ è auspicabile per molte ragioni, comprese quelle economiche, ma il percorso verso quell'obiettivo probabilmente non sarà lineare.

Scatto in avanti nell'adozione delle nuove tecnologie.

Nel Secular Outlook dello scorso anno avevamo indicato di attenderci una netta accelerazione della digitalizzazione e dell'automazione a seguito della pandemia. Quella nostra previsione trova conferma nei dati disponibili ad oggi che mostrano un deciso incremento degli investimenti in tecnologia da parte delle imprese. In passato analoghi aumenti degli investimenti, ad esempio negli anni '90 negli Stati Uniti, sono stati accompagnati da una volata della crescita della produttività. Gli sviluppi dell'ultimo anno suggeriscono che potrebbe essere stato così anche questa volta visto che la produttività ha compiuto un balzo in avanti, a cui però ha contribuito anche il rimbalzo ciclico. Resta da vedere se la recente impennata in termini di investimenti in tecnologia e crescita della produttività sia occasionale o segni l'avvio di un trend più robusto. I dati ad oggi corroborano l'ipotesi che la pandemia abbia agito da catalizzatore accelerando l'adozione delle nuove tecnologie.

La digitalizzazione e l'automazione porteranno esiti economici in generale migliori, creando nuova occupazione e incrementando la produttività negli ambiti di lavoro esistenti. Comporteranno tuttavia anche contraccolpi per coloro che vedranno scomparire le loro mansioni e che potrebbero non disporre di adeguate competenze per trovare un'occupazione altrove. Al pari della globalizzazione, anche la digitalizzazione e l'automazione probabilmente avranno come risvolti negativi l'aumento delle disuguaglianze e del sostegno a politiche populiste ad entrambi gli estremi dello spettro politico.

Molte autorità e società civili si adoperano per affrontare l'aumento delle disuguaglianze di reddito e ricchezza e rendere la crescita più inclusiva

Condivisione più diffusa dei benefici della crescita. La terza tendenza potenzialmente trasformativa in corso è l'accresciuto impegno da parte delle autorità e delle società civili in generale per affrontare l'aumento delle disuguaglianze di reddito e ricchezza e rendere la crescita più inclusiva. Ne è un esempio la recente attenzione da parte della leadership cinese alla "prosperità comune" per ridurre i divari di reddito e ricchezza privata. Un altro esempio, alla data di stesura di questo documento, è la proposta dei Democratici americani di un provvedimento di spesa pubblica da 3500 miliardi di Dollari in "infrastrutture soft" che riguarda principalmente misure di welfare come il sostegno al programma di assistenza sanitaria Medicare nonché interventi come l'estensione del credito d'imposta per i figli a carico per le famiglie che lavorano, l'asilo per tutti i bambini e la gratuità degli studi nei community college. Il provvedimento che verrà approvato dal Congresso sarà verosimilmente di entità molto più contenuta rispetto alla proposta ma i cambiamenti introdotti sarebbero dei cardini di difficile modifica negli anni a venire.

Al contempo, in parte per la pressione di investitori sempre più attenti agli ESG (i fattori di sostenibilità ambientale, sociale e di governance) e in parte nel proprio interesse, molte imprese si stanno impegnando per migliorare le condizioni di lavoro, la struttura delle retribuzioni e la rappresentanza delle diversità nella forza lavoro. Evidenze aneddotiche suggeriscono che l'equilibrio di forza nel rapporto fra datori di lavoro e dipendenti ha cominciato a spostarsi dai primi ai secondi con conseguente maggior potere negoziale dei lavoratori. Resta da vedere se questa tendenza continuerà o se il lavoro da casa grazie all'ausilio delle tecnologie consentirà alla fine alle imprese di decentrare il lavoro in aree geografiche nazionali o globali più economiche e in tal modo mantenere o persino accrescere il loro potere negoziale.

IMPLICAZIONI MACROECONOMICHE

Nell'Epoca della Trasformazione caratterizzata da tendenze dirompenti e politiche più interventiste, i cicli economici potrebbero essere di più breve durata, di accresciuta ampiezza e più divergenti fra i vari paesi. Non è difficile immaginare boom di investimenti, alimentati dagli investimenti green in accelerazione e in progetti per diversificare o rimpatriare le filiere al fine di accrescere la resilienza con elevato impiego di forza lavoro, seguiti da contrazioni dovute a politiche discontinue, shock dei prezzi energetici o cambiamenti troppo ambiziosi e repentini del quadro normativo.

Quello che ci attende a livello globale è un contesto più incerto e disomogeneo di crescita e inflazione

È altresì probabile che aumenti la divergenza ciclica fra i vari paesi e le diverse regioni del mondo a fronte di una differente velocità di avanzamento dei processi di trasformazione nonché di una politica fiscale che, spesso sospinta da cicli elettorali asincroni nei diversi paesi, diventi un fattore più dominante di determinazione della domanda. È inoltre probabile che si affievolisca la rilevanza della Cina come fattore di considerevole traino della crescita delle esportazioni di molte economie emergenti e sviluppate a seguito di una maggiore autosufficienza e di un ulteriore rallentamento della crescita economica del paese del Dragone sull'orizzonte secolare per ragioni demografiche, di riduzione del debito e in conseguenza del processo di "decarbonizzazione".

Nell'Epoca della Trasformazione, anche l'inflazione, come la crescita economica, probabilmente diverrà più volatile nei diversi paesi e più divergente fra le varie regioni. A fronte di code più spesse nella distribuzione normale, continuiamo a credere che sia aumentata la probabilità di periodi sia di inflazione molto più alta che di inflazione molto più bassa. I rischi al rialzo derivano dalla transizione a un'economia a zero emissioni inquinanti nette e dal suo impatto sui prezzi della CO₂, nonché dall'inversione del processo di globalizzazione, dall'attivismo sul versante fiscale e dal potenziale "graduale scivolamento" della missione precipua delle banche centrali. I rischi al ribasso scaturiscono dall'acquisizione da parte delle imprese della capacità di produrre di più impiegando minori risorse grazie agli avanzamenti tecnologici. In aggiunta, i livelli record di debito e di leva finanziaria aumentano il rischio di deflazione da debito in caso di shock negativi sulla crescita.

In sintesi, stiamo rapidamente lasciandoci alle spalle il decennio di Nuova Normalità pre-pandemia caratterizzato da crescita modesta ma stabile, inflazione al di sotto dell'obiettivo, ridotta volatilità e consistenti rendimenti. Quello che si profila all'orizzonte nell'Età della Trasformazione è un contesto più incerto e disomogeneo di crescita e di inflazione, denso di insidie per le autorità.

Relatori invitati al nostro Secular Forum 2021

Susan Athey

Professore di Economia delle Tecnologie presso la Graduate School of Business dell'Università di Stanford

Arminio Fraga

Ex Presidente della Banca Centrale del Brasile

Jason Furman

Professore di Politica Economica presso la Harvard Kennedy School

Kai-Fu Lee

Informatico, imprenditore e scrittore

Meghan O'Sullivan

Ex Vice Consigliere per la Sicurezza Nazionale degli Stati Uniti per l'Iraq e l'Afghanistan; Professore di Relazioni Internazionali presso la Harvard Kennedy School

Alfonso Prat-Gay

Ex Ministro del Tesoro e delle Finanze nonché Ex Presidente della Banca Centrale dell'Argentina

Ricardo Reis

Professore di Economia presso la London School of Economics and Political Science

Daniel Yergin

Esperto in materia di energia e Storico dell'economia; Vice Presidente di IHS Markit

Implicazioni per gli investimenti

Riteniamo che l'Epoca della Trasformazione comporterà prospettive più incerte per crescita e inflazione, sia all'interno dei paesi che nelle diverse regioni, sull'orizzonte dei prossimi cinque anni. Un contesto mondiale di cambiamenti dirompenti e divergenza rappresenterà un terreno più complesso per gli investitori rispetto all'esperienza della Nuova Normalità del passato decennio ma crediamo altresì che offrirà valide opportunità di alfa per quei gestori attivi capaci di trarre benefici da quello che ci attendiamo essere un periodo di maggiore volatilità e di "code più spesse" sulla curva gaussiana della distribuzione normale.

La maggiore volatilità macroeconomica e di mercato molto probabilmente implicherà rendimenti obbligazionari e azionari più contenuti. Le valutazioni di partenza, con bassi rendimenti reali e nominali sui mercati del reddito fisso e multipli azionari storicamente elevati, rafforzano tale attesa.

Gli interventi delle banche centrali hanno determinato come sottoprodotto dei provvedimenti macroeconomici delle autorità monetarie un netto incremento dei prezzi degli attivi. Gli interventi di politica monetaria e di politica fiscale adottati dalle autorità dei paesi sviluppati per contrastare la crisi del COVID-19 hanno consentito di scongiurare i peggiori esiti economici ma potrebbero avere contribuito a vulnerabilità di medio termine dei mercati finanziari. A fronte dei maggiori livelli di debito pubblico e privato su scala globale, c'è minor margine d'errore e occorre una decisa focalizzazione sulla preservazione del capitale.

Nel nostro scenario di base prevediamo che i bassi tassi ufficiali delle banche centrali ancorino i mercati obbligazionari globali

L'EVOLUZIONE DEI TASSI BASSI

Crediamo che i fattori di lungo termine che hanno sospinto verso il basso il tasso d'interesse ufficiale neutrale, tra cui fattori demografici, di equilibrio fra risparmi e investimenti e gli elevati livelli di debito, perdurino. Il potenziale di ripresa degli investimenti e di crescita della produttività nei prossimi anni potrebbe risollevare il tasso neutrale, ma sussiste anche la possibilità di maggiore risparmio precauzionale da parte delle famiglie a parziale o integrale compensazione delle pressioni.

L'incertezza delle prospettive di crescita e inflazione implica una gamma di possibili esiti per i tassi ufficiali nell'orizzonte secolare. Il nostro scenario di base tuttavia prevede che i tassi ufficiali neutrali si mantengano bassi e il potenziale di tassi terminali inferiori nel prossimo ciclo per le banche centrali che sono state capaci di allontanarsi in modo significativo dal limite inferiore nell'ultimo ciclo in ragione della sensibilità dei mercati finanziari rispetto a tassi più alti.

Per illustrare questo concetto prendiamo l'esempio della Federal Reserve. La banca centrale americana era riuscita a innalzare il tasso sui fed funds portandolo al range 2,25% - 2,5% a fine 2018 e in quel momento riteneva di avere ancora margine di rialzo, ma i movimenti sui mercati finanziari la spinsero a invertire la rotta e a ridurre i tassi sino all'1,5% - 1,75% nel 2019, già prima dello scoppio della pandemia e dei successivi interventi d'emergenza. Il dominio dei mercati finanziari potrebbe nuovamente rendere difficile per la Fed e le altre banche centrali adottare una politica monetaria significativamente restrittiva nei prossimi cinque anni. Il materializzarsi di rischi al rialzo dell'inflazione comporterebbe scelte difficili, maggiore volatilità e opportunità per i gestori attivi.

Il nostro scenario di base prevede che prevalgano bassi tassi ufficiali che ancorino i mercati obbligazionari globali. L'incertezza riguardo al contesto post-COVID influirà sul processo decisionale sia delle autorità che degli operatori di mercato e sono pertanto probabili fasi di ottimismo e di pessimismo sulla crescita e sull'inflazione, come accaduto nell'ultimo anno.

Le obbligazioni sono previste continuare a offrire benefici di diversificazione nei portafogli multi asset degli investitori

Nei mercati dei paesi sviluppati i rendimenti reali sono bassi e persino negativi, quelli nominali sono bassi e anche negativi in parti dei mercati core dell'Area Euro e giapponesi. Ci aspettiamo mercati ampiamente ancorati e rendimenti inferiori ma positivi per le allocazioni obbligazionarie core e benché ravvisiamo rischi al rialzo per i tassi d'interesse nel breve termine col proseguire della ripresa economica, stimiamo che sull'orizzonte secolare i tassi restino confinati in una banda di oscillazione relativamente ristretta.

Prevediamo che le obbligazioni continuino a conferire benefici di diversificazione nell'asset allocation generale e benché le aspettative di rendimento dovrebbero essere modeste per le diverse classi di attivo, vi sono paesi del mondo in cui le obbligazioni potrebbero sovraperformare l'azionario, soprattutto in termini di rendimento per unità di volatilità. (Per approfondimenti si rimanda alla [nostra analisi sulle obbligazioni in un contesto di bassi rendimenti](#)). Benché il nostro scenario di base non contempi un periodo prolungato di elevata inflazione, continuiamo a ritenere che i TIPS statunitensi, le materie prime e altri attivi reali siano validi strumenti di copertura dai rischi d'inflazione.

Prevediamo valide opportunità sui mercati emergenti e adotteremo un approccio che valuterà l'ampio ventaglio di opportunità

MERCATI EMERGENTI E SVILUPPATI

Prevediamo un contesto d'investimento in cui le tendenze macroeconomiche, i driver e i fattori di cambiamento dirompente associati agli alti livelli di debito determineranno una considerevole differenziazione fra regioni, paesi e settori. La divergenza nella performance macroeconomica comporterà vincitori e perdenti. In Asia, le prospettive di crescita più robusta e mercati dei capitali in sviluppo verosimilmente offriranno valide opportunità d'investimento nonostante i rischi associati al rallentamento della crescita in Cina e alle tensioni geopolitiche in corso. Più in generale, benché diversi paesi dei mercati emergenti siano alle prese con difficili circostanze di stampo secolare, come sempre è importante adottare un approccio che non sia di stampo passivo al beta e guardare ai mercati emergenti come a un ampio ventaglio di opportunità rispetto al quale prevediamo di individuare ottime opportunità.

Nei paesi sviluppati, con i tassi d'interesse ufficiali a livelli ridotti prevediamo una maggiore rilevanza della politica fiscale nei periodi di debolezza economica. Non ci aspettiamo una riedizione dell'approccio "da tempi di guerra" adottato nel momento più critico della pandemia ma un uso più attivo della politica di bilancio in caso di contrazioni cicliche rispetto al periodo della Nuova Normalità in cui erano le banche centrali ad assolvere il compito di sostegno.

È probabile che gli Stati Uniti e gli altri paesi anglofoni avranno una maggiore disponibilità e capacità di ricorrere alle leve fiscali rispetto ai paesi dell'Area Euro che pur condividendo la stessa valuta hanno ciascuno una propria autorità fiscale nazionale e dunque un iter più complesso. Sebbene le autorità dell'Eurozona abbiano scongiurato una crisi sovrana e appaia improbabile che all'indomani della recessione innescata dal COVID vengano imposte misure di austerità ai paesi dai bilanci meno robusti è probabile che la Germania e i paesi nordici confermino il loro orientamento conservativo indipendentemente da quanto contenuto, o addirittura negativo, possa essere il costo di finanziamento.

Ciò detto, la risposta dell'Area Euro alla pandemia e l'adozione del Next Generation EU con cui l'Unione Europea finanzia la ripresa con un meccanismo comunitario accresce la prospettiva di sostegno fiscale comune in periodi di debolezza economica nonché di finanziamento degli obiettivi green dell'UE. È la prima volta che vediamo l'EU erogare finanziamenti comuni agli stati membri sotto forma di contributi a fondo perduto e prestiti. Il contesto politico europeo, e soprattutto quello italiano, data l'importanza sistemica del mercato obbligazionario del Belpaese, resteranno una fonte di incertezza e potenzialmente di tensione, ma vi è almeno la prospettiva di un'Eurozona più stabile e noi punteremo a trarre benefici dalle opportunità d'investimento che emergeranno.

Semiconduttori, automazione industriale, energia verde e mobilità sono tutti ambiti che dovrebbero beneficiare dei trend secolari

ESG

Il passaggio dai combustibili fossili all'energia verde, l'accelerazione nell'adozione di nuove tecnologie e i cambiamenti post-pandemia nelle filiere produttive e in termini di preferenze determineranno anch'essi una serie di vincitori e perdenti e questo rafforza l'importanza della gestione attiva sui mercati del debito societario. I mutamenti del quadro normativo in materia ambientale porteranno con sé incertezza e complessità ma anche opportunità. Gli elevati livelli di debito sono fonte di particolare preoccupazione rispetto a quei paesi e a quelle imprese che rischiano di non farcela nel passaggio dal "brown" al "green". Tener conto dei fattori ESG in tutte le nostre strategie d'investimento e non solo nei portafogli dedicati ESG e sul clima è di cruciale importanza e noi siamo impegnati a offrire ai clienti servizi e processi d'investimento di elevata qualità anche in quell'ambito. (Per gli ESG si veda la barra laterale).

I nostri Forum

Il Secular e i Cyclical forum di PIMCO sono forum economici nei quali i nostri professionisti degli investimenti di tutto il mondo si riuniscono 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 dei 50 anni della nostra storia e ha dimostrato il suo valore in pressoché 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.

VALUTAZIONI DELLE CLASSI DI ATTIVO

In un contesto di protratto sostegno da parte delle banche centrali, di potenziali politiche fiscali anticicliche in fasi di contrazione nonché di rendimenti reali ridotti o negativi, prevediamo di mantenere un orientamento positivo sull'azionario nei nostri portafogli multi-asset. Come illustrato in precedenza, crediamo che la ripresa post-COVID-19 abbia evidenziato la necessità di investimenti in infrastrutture fisiche dopo anni di sotto-investimento, a fronte delle tendenze di digitalizzazione e di automazione nonché della spinta verso un'economia verde. Il passato decennio è stato trainato dal software, quello venturo sarà definito piuttosto dagli investimenti in beni strumentali legati a questi trend. Nella ripresa sarà cruciale differenziare fra vincitori e perdenti in termini di paesi, di settori nonché nella selezione dei titoli. In particolare, crediamo che i produttori di semiconduttori, i fornitori di sistemi e impianti per l'automazione industriale, di energia verde e di sistemi per la mobilità dovrebbero essere favoriti e prevediamo che gli investimenti in questi settori costituiranno una parte rilevante nella nostra costruzione dei portafogli.

Punteremo a trarre benefici dai premi di illiquidità perseguendo opportunità selezionate nel credito privato, nell'immobiliare e in mercati dei capitali in sviluppo

Nell'Epoca della Trasformazione in cui i tassi d'interesse reali e nominali probabilmente resteranno ancorati su livelli bassi, riteniamo opportuno cercare di massimizzare le opportunità nelle strategie obbligazionarie tradizionali con mandati flessibili per attingere all'intero ventaglio di opportunità globali e trarne benefici. È altresì opportuno a nostro giudizio andare oltre il reddito fisso tradizionale puntando su ambiti alternativi tra cui il credito privato e i mercati dei capitali globali in sviluppo ove questo sia in linea con le esigenze e le aspettative dei clienti.

Crediamo che l'immobiliare e il credito alternativo offrano potenziale di generazione di reddito appetibile e questi sono ambiti nei quali PIMCO prevede di continuare ad investire.

Le capacità quantitative e tecnologiche saranno importanti per tutte le società di gestione. Noi prevediamo di continuare a sviluppare queste capacità per offrire strategie quantitative dedicate che soddisfino la domanda dei clienti nonché a supporto del processo d'investimento mirato a generare alfa e a gestire il rischio efficacemente in tutti i portafogli dei nostri clienti.

Secular Spotlight

Opportunità e tendenze in ambito ESG

Al nostro forum abbiamo discusso delle implicazioni macroeconomiche e geopolitiche derivanti dalla transizione energetica nonché degli sviluppi normativi relativi agli investimenti ESG.

A livello mondiale siamo ancora lontani dal raggiungimento dell'obiettivo di contenimento del riscaldamento globale entro 1,5-2 gradi Celsius pattuito nell'Accordo di Parigi entrato in vigore nel 2016. Sono notevolmente aumentati gli impegni e i target di riduzione delle emissioni di CO2 ma le azioni necessarie per centrare quegli obiettivi ambiziosi restano insufficienti.

Il notevole capitale (politico, finanziario e umano) necessario per favorire quegli obiettivi può avere effetti fortemente dirompenti per l'economia globale. Il dispiegamento di capitale da parte degli attori pubblici e privati sarà considerevole visto il potenziale commerciale di soluzioni che possono crescere di scala, con conseguenti opportunità d'investimento su un ventaglio di classi di attivo. La riallocazione di capitali verso fonti energetiche più pulite da parte di governi e investitori ha meriti di lungo termine ma può anche causare dislocazioni di breve termine nella fase di transizione.

La traiettoria che conduce al picco di domanda di combustibili fossili contemporaneamente all'aumento delle pressioni sulle attività di esplorazione e produzione in quell'ambito derivanti da una regolamentazione più stringente e dal crescente orientamento a favore della sostenibilità accresce il rischio di volatilità dei prezzi dell'energia nell'orizzonte secolare e può tradursi in una più generale pressione al rialzo per l'inflazione.

Inoltre, la concentrazione delle fonti di minerali e materie prime necessarie per le tecnologie che consentono di produrre energia pulita comporta un'eccessiva dipendenza da determinati paesi e filiere che richiede un bilanciamento fra la diversificazione delle forniture e il raggiungimento di un futuro a energia più pulita nel più breve tempo possibile. Un'azione

concertata per restare ben al di sotto del limite dei 2 gradi Celsius significa quadruplicare il fabbisogno di minerali per le tecnologie che producono energia pulita entro il 2040. Il modo con cui il mondo garantirà un relativo equilibrio della domanda e dell'offerta di fonti energetiche sia tradizionali che innovative sarà di cruciale importanza per mantenere la stabilità sui mercati finanziari e la fiducia nelle autorità.

I requisiti di informativa pubblica in materia di clima si stanno diffondendo nelle diverse aree geografiche attraverso una serie di iniziative delle autorità di regolamentazione. Inoltre, una quota crescente di investitori reputa che il clima sia un driver sostanziale di performance. La mitigazione del cambiamento climatico e l'adattamento ad esso saranno probabilmente una primaria area di focalizzazione per i policymaker e i regolatori nell'orizzonte secolare. Quote e tassazione di emissioni di CO2 o meccanismi come il Carbon Border Adjustment Mechanism che rendono le importazioni inquinanti più costose continueranno a prendere slancio in molte economie. Benché sia remota la possibilità di introduzione negli Stati Uniti di una politica di quote e tassazione delle emissioni di CO2 a livello federale, determinati Stati americani continueranno ad andare avanti con iniziative di questo tipo all'interno della loro giurisdizione con considerevoli effetti.

Nel complesso, la transizione energetica rappresenta un evento di portata storica in termini di dispiegamento di capitale. Misurare i rischi e le opportunità derivanti direttamente dalla transizione e le implicazioni indirette per le diverse classi di attivo sarà sempre più cruciale per gli investitori. Confrontandosi costantemente con le autorità nonché con le organizzazioni internazionali, PIMCO è impegnata a contribuire allo sviluppo dei migliori quadri di riferimento, dei migliori strumenti e delle migliori soluzioni per consentire agli investitori di analizzare rischi e opportunità in questo ambito in rapida evoluzione.

[Scopri di più sull'approccio di PIMCO agli investimenti ESG](#)

Opportunità nel Credito Privato

Il credito privato resta un'area di relativa attrattività in quanto gli investitori possono puntare sui premi di illiquidità e complessità per ottenere appetibili rendimenti corretti per il rischio rispetto ai mercati pubblici. Segnaliamo che la ricerca di rendimento a livello globale ha prodotto consistenti afflussi di capitale in determinati segmenti dei mercati privati del credito e questo può comportare valutazioni più elevate e tutele meno robuste. Questo fenomeno è forse più evidente nel segmento del credito a imprese di medie dimensioni con società di private equity come sponsor.

A fronte di questo quadro, ci attendiamo che le soluzioni di capitale per le imprese e le opportunità di credito basate su attivi più complesse offrano rendimenti corretti per il rischio superiori rispetto al credito più tradizionale a imprese di medie dimensioni con società di private equity come sponsor. Le sfide poste dalla pandemia hanno comportato notevoli pressioni su molti modelli di business e bilanci e conseguentemente molti soggetti che ricorrono ai mercati del credito sono giunti al momento attuale con strutture di capitale molto complesse e fortemente in leva. Questo crea opportunità per quegli operatori che erogano credito sui mercati privati offrendo le soluzioni su misura che servono ai molti soggetti che fanno ricorso al credito. Queste opportunità spesso possono essere rappresentate da prestiti senior ma

anche da investimenti in titoli di capitale subordinato o strutturati che possono beneficiare di solide tutele negoziate e che offrono tutti un efficace connubio di potenziale mitigazione del rischio di ribasso e partecipazione ai rialzi analoga a quella offerta dalle azioni

Prevediamo altresì un ventaglio relativamente ricco di valide opportunità nei mercati dei mutui residenziali e di specialty finance rispetto ai quali crediamo gli investitori possano beneficiare di una robusta copertura offerta dagli attivi sottostanti, della diversificazione dei mutuatari e/o di flussi reddituali con minore correlazione rispetto ai mercati del credito più tradizionali. I rendimenti si sono compressi in determinati segmenti del credito residenziale di maggiore qualità ma prevediamo di continuare a cogliere opportunità nei portafogli di titoli basati su mutui in essere da lungo tempo statunitensi e di determinati paesi europei, nonché opportunità nell'origination di nuovi titoli con tutele del credito ben strutturate per gli investitori finali. Nella specialty finance, prevediamo protrate opportunità nelle forme di maggiore qualità del credito al consumo nonché nei crediti garantiti da attivi, compresi portafogli di crediti di lunga data, nonché in ambito trasporti e nei diritti di proprietà intellettuale.

[Scopri di più sugli investimenti alternativi di PIMCO](#)

Opportunità nell'immobiliare commerciale

Il COVID-19 ha avuto considerevoli ripercussioni sui mercati dell'immobiliare commerciale di tutto il mondo, determinando dispersione fra le diverse tipologie di strutture. Oltre a ciò, vi sono numerosi trend secolari che affollano i pensieri degli investitori, tra cui il processo di urbanizzazione globale, l'ascesa della classe media nelle economie in sviluppo, la carenza di offerta di immobili, l'accelerazione del commercio elettronico e i progressi biotecnologici.

Guardando all'orizzonte secolare, crediamo che i temi che guideranno il ventaglio di opportunità globali nell'ambito dell'immobiliare commerciale siano seguenti:

- La ripresa dalle dislocazioni indotte dal COVID-19, soprattutto nei segmenti dell'alberghiero e degli uffici
- I settori che beneficiano dell'accelerazione dei trend secolari, tra cui i comparti industriale e residenziale, nonché altri segmenti emergenti di nicchia come i data center e le soluzioni abitative alternative
- Le crescenti difficoltà di stampo secolare amplificate dalle pressioni dovute al COVID-19 nel comparto delle vendite al dettaglio e la situazione dei crediti deteriorati europei previsti in accelerazione nel 2022 e oltre.

Data l'ampiezza del ventaglio, prevediamo un contesto d'investimento relativamente ricco di opportunità mirate sull'intero spettro di rischio. Per gli investitori orientati al reddito, gli investimenti core e core-plus che beneficiano delle tendenze evidenziate sopra, possono offrire rendimenti corretti per il rischio appetibili rispetto a soluzioni più tradizionali nel reddito fisso e nel credito. Inoltre, i volumi in crescita delle transazioni, il fabbisogno di capitale per riposizionarsi nonché il quadro normativo verosimilmente daranno origine a interessanti opportunità nel credito immobiliare commerciale senior.

Per gli investitori opportunistici e che puntano all'apprezzamento del valore, crediamo vi siano opportunità di acquisizione di attivi o di ricapitalizzazioni col proseguire della ripresa. In particolare, vi è una netta esigenza di riposizionare gli attivi immobiliari e sviluppare quelli di prossima generazione che inglobino gli aspetti di sostenibilità (ESG) affinché siano adatti ai contesti futuri. Infine, dati gli alti livelli di debito prevediamo che le istituzioni finanziarie accelerino l'opera di sistemazione dei propri bilanci con conseguenti consistenti dismissioni di crediti non-core, sofferenze e crediti problematici garantiti da immobili commerciali.

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.

PIMCO integra i fattori **ambientali, sociali e di governance (fattori "ESG")** nel suo processo di ricerca e nella sua analisi degli investimenti, coinvolgendo gli emittenti nell'impegno su questi fattori di sostenibilità e per il contrasto del cambiamento climatico. L'integrazione dei fattori ESG operata da PIMCO comporta la valutazione strutturale dei fattori ESG di rilevanza sostanziale nel processo di ricerca e analisi degli investimenti, tra i quali, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, i rischi legati al cambiamento climatico, gli aspetti di rappresentanza delle diversità, di inclusione e uguaglianza sociale, i rischi regolamentari, la gestione del capitale umano. Per maggiori informazioni si rimanda alla Politica in materia di investimenti ispirati a criteri ambientali, sociali e di governance (ESG) di PIMCO.

Gli investimenti in fondi con obiettivi di sostenibilità ("fondi ESG dedicati") sono basati sui caratteristici processi d'investimento di PIMCO comprovati da 50 anni e integrati dai tre principi guida costituiti dall'Esclusione, dalla Valutazione e dall'Impegno degli emittenti. In questo modo, i fondi ESG dedicati di PIMCO puntano a realizzare rendimenti appetibili perseguendo al contempo strategie che PIMCO crede possano favorire il conseguimento di risultati positivi sul fronte ESG. Per maggiori informazioni sull'approccio agli ESG, sugli obiettivi e sulle strategie d'investimento, invitiamo a prendere visione del prospetto di ciascun fondo ESG dedicato.

Gli investimenti ESG hanno carattere qualitativo e soggettivo e non vi è alcuna garanzia che i fattori utilizzati o i giudizi espressi da PIMCO rifletteranno le opinioni di un particolare investitore e i fattori utilizzati da PIMCO potrebbero differire da quelli che un particolare investitore considera rilevanti nel valutare le pratiche ESG di un emittente. Nel valutare un emittente, PIMCO fa affidamento su dati e informazioni forniti su base volontaria o da parte di terzi che potrebbero non essere accurati o completi o disponibili o presentare dati e informazioni confliggenti riguardo a un emittente e questo in ciascun caso potrebbe causare un'inesatta valutazione delle pratiche ESG dell'emittente. Le norme in materia di pratiche responsabili differiscono in funzione della regione e le pratiche ESG di un emittente o la valutazione di PIMCO di tali pratiche possono cambiare nel tempo. Non è possibile assicurare che le tecniche o le strategie d'investimento ESG consentano di conseguire risultati positivi. I rendimenti passati non sono una garanzia né un indicatore attendibile dei risultati futuri.

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 beta è una misura della sensibilità dei prezzi alle oscillazioni del mercato. Il beta di mercato è pari a 1.

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 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 dall'Autorità di vigilanza finanziaria federale tedesca (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Francoforte sul Meno) in Germania ai sensi della Sezione 15 della Legge bancaria tedesca (KWG). La filiale italiana è inoltre soggetta alla supervisione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) ai sensi del Testo Unico della Finanza italiano e della relativa normativa di attuazione. PIMCO Europe GmbH non fornisce servizi di investimento direttamente a clienti al dettaglio. Nessuna parte della presente pubblicazione può essere riprodotta in alcuna forma o citata in altre pubblicazioni senza espressa autorizzazione scritta. PIMCO è un marchio depositato di Allianz Asset Management of America L.P. negli Stati Uniti e nel resto del mondo. ©2021, PIMCO.