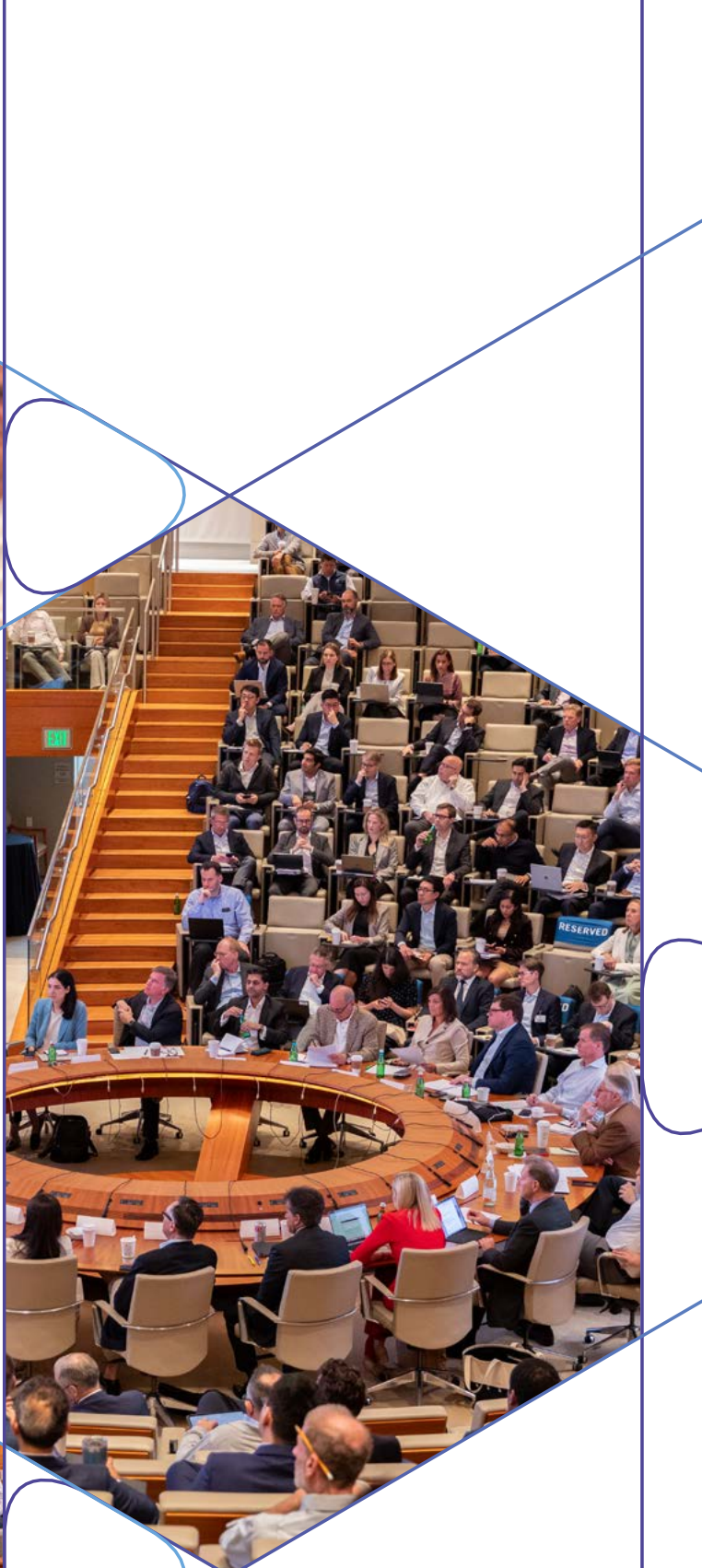


SECULAR
OUTLOOK

GIUGNO 2024

Il vantaggio del rendimento

Lo shock inflazionistico dopo la pandemia e il ciclo di rialzi dei tassi hanno prodotto un riposizionamento a livelli più alti dei rendimenti obbligazionari di stampo generazionale, creando convincenti prospettive pluriennali per questa classe di attivo con la discesa dell'inflazione e l'accumularsi dei rischi in altri mercati.



Autori:**Richard Clarida**

Consulente economico globale

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

Group Chief Investment Officer

L'economia globale prosegue la sua ripresa dagli shock conseguenti alla pandemia, tra cui lo scombuscolamento del commercio mondiale, i poderosi interventi monetari e fiscali, un periodo prolungato di inflazione elevata e fasi di grave volatilità sui mercati finanziari. Al Secular Forum di PIMCO 2024 abbiamo analizzato approfonditamente come gli effetti secondari di quegli sconvolgimenti abbiano generato degli sviluppi positivi inattesi, insinuando al contempo anche rischi di lungo termine.

Tra gli sviluppi positivi figura la discesa dell'inflazione che è avvenuta in modo più rapido del previsto nella maggior parte delle economie dei mercati sviluppati (MS). Inoltre, i rischi macroeconomici e d'inflazione paiono più bilanciati rispetto a come apparissero un anno fa in occasione del nostro precedente Secular Forum. In aggiunta, le banche centrali sono pronte a ridurre i tassi, verosimilmente con tempistiche differenti.

Tuttavia, ci sono tre ambiti principali rispetto ai quali gli investitori hanno tratto benefici ma forse trascurando i rischi che potrebbero svilupparsi nel nostro orizzonte secolare quinquennale:

- 1) Gli stimoli fiscali su vasta scala hanno alimentato la recente straordinaria crescita dell'economia americana ma questa eccezionalità ha avuto un costo. Il debito degli Stati Uniti è infatti su una traiettoria di insostenibilità che il governo alla fine dovrà affrontare. Nel frattempo, i mercati finanziari potrebbero doversi trovare sempre più a operare senza aspettarsi sostegno pubblico.
- 2) L'intelligenza artificiale (IA) è destinata a riorganizzare il mercato del lavoro e ad accrescere la produttività ma potrebbero volerci anni prima di vedere effetti economici significativi. Ai cospicui investimenti in questo ambito si sono accompagnati rapidi guadagni sui mercati azionari in modi che ricordano passati boom tecnologici.
- 3) Le valutazioni degli attivi in alcuni mercati offrono agli investitori un evidente scarso cuscinetto. Questo vale tra l'altro per l'azionario che appare sopravvalutato e i mercati dei prestiti diretti alle imprese con rating più basso che sono meno liquidi e più esposti ai tassi d'interesse variabili.

Per gli investitori, lo shock inflazionistico dei primi anni '20 di questo millennio e i vistosi rialzi dei tassi di interesse hanno prodotto un riposizionamento a livelli più alti di stampo generazionale dei rendimenti obbligazionari, che adesso offrono un considerevole cuscinetto al netto dell'inflazione. I livelli di partenza dei rendimenti obbligazionari sono altamente correlati alla performance futura a cinque anni. Questo lascia presagire interessanti prospettive a lungo termine per i rendimenti obbligazionari con il calo dell'inflazione, soprattutto su base corretta per il rischio rispetto ad altri attivi. Anche le opportunità sui mercati obbligazionari globali appaiono attrattive a livelli non comuni e diversificate, e la selezione attiva a livello di paesi e titoli svolge un ruolo cruciale per trarne benefici.

Crediamo che il quadro che si delinea sull'orizzonte secolare richieda un ripensamento, o persino un rovesciamento, del tradizionale paradigma di asset allocation per il 60% in azionario e per il 40% in obbligazionario.

Con il ritirarsi delle banche da determinati mercati, ravvisiamo inoltre interessanti opportunità nel credito assistito da attivi, soprattutto in ambiti legati ai consumi vista la vivacità dei consumi americani. Ci aspettiamo che la disintermediazione bancaria e i fabbisogni di capitale creino opportunità nel credito immobiliare commerciale.

Nelle sessioni del nostro Secular Forum abbiamo esaminato approfonditamente come gli Stati Uniti e la Cina stanno guidando il passaggio a un ordine mondiale multipolare che probabilmente altererà le dinamiche politiche e di mercato. Dal dividendo di pace di cui i paesi hanno goduto negli ultimi decenni stiamo passando a una situazione di costi da conflitti che potrebbero avere effetti dirimpenti.



Relatori invitati al nostro Secular Forum 2024

Tobias Adrian

Consigliere finanziario e Direttore del dipartimento dei mercati monetari e dei capitali, Fondo monetario internazionale

Anima Anandkumar

Bren Professor di scienze matematiche e informatiche, Caltech

David Autor

Ford Professor di economia, MIT

Jason Furman

Aetna Professor di politica economica presso la Harvard Kennedy School e il Dipartimento di economia, Università di Harvard

Kevin Hassett

Brent R. Nicklas Distinguished Fellow in economia, Hoover Institution; ex presidente del Consiglio dei consulenti economici della Casa Bianca

John H. Cochrane

Rose-Marie and Jack Anderson Senior Fellow, Hoover Institution

Carmen Reinhart

Minos A. Zombanakis Professor di sistema finanziario internazionale, Harvard Kennedy School

Brad Setser

Whitney Shepardson Senior Fellow del Council on Foreign Relations

Wendy R. Sherman

Ex Vice Segretario di Stato degli Stati Uniti

Global Advisory Board di PIMCO

Esperti di chiara fama mondiale in campo politico ed economico

Tema secolare: rischi bilanciati ma attenzione alle età dell'oro

Nella tesi del nostro Secular Outlook 2023 "[The Aftershock Economy](#)" avevamo sostenuto che gli sconvolgimenti dei primi anni '20 di questo millennio avrebbero creato una nuova duratura realtà. Avevamo presagito un contesto mondiale con elevata volatilità sul fronte macroeconomico e crescita fiacca nonché che le banche centrali sarebbero state determinate a riportare a qualsiasi costo l'inflazione in prossimità del 2 per cento.

Quella tesi si conferma in generale valida ma le nostre previsioni per i prossimi cinque anni devono tenere conto degli importanti sviluppi intercorsi dal nostro precedente secular forum di maggio 2023:

- Lo scoppio del conflitto in Medio Oriente e la guerra in Europa entrata nel suo terzo anno
- La discesa rapida, e per ora indolore, dell'inflazione in prossimità del 2 per cento nella maggior parte delle economie dei mercati sviluppati
- La sostanziale divergenza nelle traiettorie di crescita e di inflazione fra gli Stati Uniti e le altre economie dei mercati sviluppati
- Un inatteso raddoppio del deficit degli Stati Uniti in un'economia in cui la disoccupazione è vicina ai minimi storici
- Il nervosismo sul mercato dei Treasury ad ottobre scatenato da preoccupazioni che la traiettoria di insostenibilità del bilancio degli Stati Uniti peggiori negli anni a venire.
- Il ritirarsi delle banche da alcuni ambiti a fronte dell'inasprimento della regolamentazione in materia di requisiti di capitale e liquidità

Le nostre previsioni sull'orizzonte secolare si innestano inoltre su quelle illustrate nelle ultime *Prospettive Cicliche* "[Divergenza nei mercati, diversificazione nei portafogli](#)", in cui abbiamo indicato di attenderci percorsi differenti da parte delle banche centrali rispetto alla riduzione dei tassi in un contesto in cui persiste un relativo slancio di crescita negli Stati Uniti mentre molte altre principali economie dei mercati sviluppati hanno rallentato. Questo ha generato un tema di "incremento del rischio" sui mercati finanziari americani e indotto a interrogarsi se questi trend siano di breve periodo o più duraturi.

LE BANCHE CENTRALI CONSERVANO FLESSIBILITÀ ...

I bruschi assestamenti ciclici nell'economia globale dopo la pandemia stanno cedendo il passo a trend più duraturi di stampo secolare e dalle importanti implicazioni. Continuiamo ad aspettarci una crescita globale fiacca e cicli economici più volatili nel nostro orizzonte ciclico ma i rischi per le prospettive appaiono meglio bilanciati rispetto a un anno fa.

Questo è in parte ascrivibile alla rapida discesa dell'inflazione in prossimità del 2 per cento nella maggior parte delle economie avanzate. Il veloce inasprimento monetario ha riportato l'inflazione sotto controllo e senza che siano aumentate le aspettative d'inflazione a medio termine.

Il quadro di rischi più bilanciati si deve inoltre alla tacita adozione da parte delle banche centrali di una strategia di 'disinflazione opportunistica' nell'affrontare il tragitto che rimane per riportare l'inflazione sul target. Questa strategia consente alle autorità monetarie un certo margine di manovra nella riduzione dei tassi per fornire sostegno alla crescita nelle fasi in cui l'inflazione appare controllata.

Le preoccupazioni che avevamo lo scorso anno che l'inasprimento monetario innescasse instabilità finanziaria non si sono materializzate. I rischi sistemici per il sistema bancario e i mercati finanziari globali appaiono contenuti.

Ciò detto, sul fronte della regolamentazione c'è una chiara tendenza verso una maggiore severità dei requisiti di capitale e di liquidità per le banche. L'impossibilità da parte di queste ultime di soddisfare i fabbisogni in determinati settori verosimilmente spingerà ulteriormente molte attività di credito verso capitali privati.

Ravvisiamo uno spazio crescente per subentrare, con posizioni di grado senior, in quegli spazi del credito un tempo presidiati dalle banche regionali come il credito al consumo, i mutui e i finanziamenti di beni strumentali. Anche il settore dell'immobiliare commerciale offrirà opportunità per i capitali flessibili in un contesto in cui il ripiegamento delle banche acuirà le sfide poste da prezzi immobiliari in discesa e un'ondata di oltre 2000 miliardi di dollari di prestiti in scadenza ¹ nei prossimi anni.

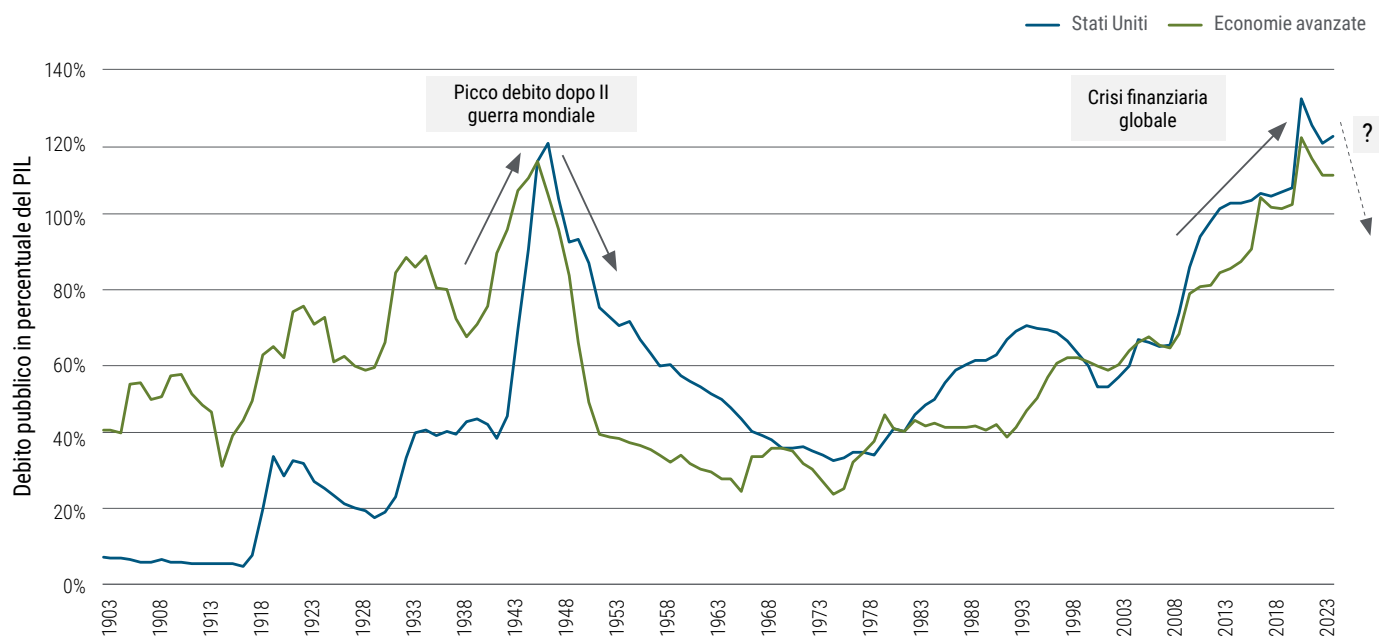
... MA LO SPAZIO FISCALE È LIMITATO

Mentre il quadro di politica monetaria è migliorato, non è così per quello di finanza pubblica. La traiettoria fiscale a livello globale è stato uno dei temi al centro del nostro Secular Forum di quest'anno, soprattutto rispetto all'evoluzione del debito federale degli Stati Uniti.

Resta da vedere se il vigore ciclico dell'economia americana si dimostrerà durevole o solo alimentato dagli stimoli fiscali del periodo pandemico e dall'aumento del rapporto debito/PIL. Se gli Stati Uniti alla fine affronteranno la questione fiscale, è probabile un consolidamento del debito attraverso riforme della spesa obbligatoria e aumento della tassazione. Per quanto improbabile possa sembrare nell'attuale contesto politico, anche le questioni che sembrano intoccabili potrebbero dovere evolvere.

L'ingente stock di debito sovrano rispetto al PIL che grava sulle economie avanzate (cfr. Figura 1) probabilmente porterà le curve dei rendimenti a irripidirsi nel nostro orizzonte secolare in quanto gli investitori continuano a richiedere una maggiore remunerazione per le obbligazioni a più lunga scadenza. Ci sono evidenze, ad esempio i rendimenti indicizzati all'inflazione prospettici o le stime del premio a termine dei Treasury, che segnalano che i mercati riflettono già nei prezzi parte di questo aggiustamento anche prima che le banche centrali comincino ad abbassare i tassi.

Figura 1 – Lo spazio fiscale sarà probabilmente limitato



Fonte: Fondo monetario internazionale (FMI), Carmen Reinhart, Kenneth Rogoff, PIMCO; dati annuali sino a dicembre 2023. "Economie avanzate" si riferisce alle economie avanzate dei G-20 (Australia, Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Corea del Sud, Regno Unito e Stati Uniti) sino al 2015 e a tutte le economie avanzate secondo la definizione FMI al 2023.

Le autorità quasi certamente saranno alle prese con maggiori vincoli nel considerare spesa pubblica di carattere discrezionale per limitare i danni in future contrazioni. Il nostro scenario di base non prevede un'improvvisa crisi finanziaria ma episodi ricorrenti di volatilità di mercato quando l'attenzione si sposta sulle questioni fiscali.

Nonostante queste pressioni sul versante fiscale, crediamo che il dollaro americano manterrà il suo ruolo dominante come valuta globale, il che si deve non in piccola parte alla mancanza di validi concorrenti. La questione del debito degli Stati Uniti a un certo punto potrebbe venire al pettine ma verosimilmente non nell'imminente futuro visti i vantaggi di cui godono gli Stati Uniti in termini di immigrazione, produttività e innovazione; i Treasury nelle riserve a livello globale; e il generale dinamismo dell'economia americana. L'elevata domanda di titoli del Tesoro americano come "bene rifugio" liquido e riserva di valore ad oggi ha limitato le preoccupazioni del mercato obbligazionario sulla sostenibilità fiscale. Questo segnala che l'orizzonte per le riforme fiscali potrebbe essere "super secolare".

Gli Stati Uniti possono tuttora rappresentare l'economia con "i panni sporchi più puliti" rispetto alle altre. Le prospettive della Cina sono messe a dura prova dalla crisi del settore immobiliare, dall'invecchiamento demografico e da mercati meno aperti alle sue esportazioni. In Europa, la frammentazione politica rende difficile lo sviluppo di una strategia comune di crescita in un contesto che vede questa regione alle prese con conflitti alle sue porte, l'insicurezza energetica e una concorrenza più diretta della Cina sui prodotti manifatturieri a più alto valore aggiunto.

Verso un mondo multipolare

Il panorama geopolitico è sempre più definito dalle tensioni tra una superpotenza dominante (gli Stati Uniti) e la sua rivale in ascesa (la Cina). Sia la Cina che la Russia hanno una visione di lungo termine che è in netto contrasto con gli ideali occidentali. Dal dividendo di pace di cui si è goduto per diversi decenni si sta passando a una situazione di costi da conflitti.

Questo evidenzia il passaggio a un ordine mondiale multipolare in cui la cooperazione appare limitata e possono emergere nuove potenze di medie dimensioni. Questo passaggio probabilmente comporterà anche un cambiamento delle correlazioni sui mercati e un'accresciuta divergenza in termini di potenziale crescita e risposte da parte delle autorità. Anche i cicli economici saranno probabilmente meno sincronizzati. Ci aspettiamo che le forze sottostanti conducano a una maggiore volatilità sul fronte macroeconomico e sui mercati finanziari rispetto a prima della pandemia.

Sono anche cresciuti i rischi per la stabilità finanziaria e potrebbero diventare problematici qualora questi conflitti cominciassero ad alterare in modo sostanziale i flussi finanziari transfrontalieri o a creare condizioni di svalutazione dei capitali. Crediamo che il premio al rischio per gli investimenti nel credito in Cina sia troppo basso per essere attrattivo alla luce dei potenziali rischi.

Ci aspettiamo che la crescita cinese continui a rallentare senza arrivare allo stallo. Soprattutto, la Cina sta mettendo in atto un nuovo processo di globalizzazione. Il suo nuovo modello di crescita, che punta sulla produzione industriale e sulle infrastrutture per controbilanciare il crollo del settore immobiliare, sta determinando l'aumento delle esportazioni manifatturiere cinesi. Questa svolta impone una rivalutazione del ruolo del paese del Dragone nell'economia mondiale, soprattutto dei suoi effetti sui mercati delle materie prime e sull'inflazione nonché della sua integrazione nell'ordine finanziario globale.

I principali mercati emergenti (ME) hanno dato prova di rimarchevole resilienza in questo ciclo. La tipica combinazione di fattori che spesso ha scatenato crisi nei mercati emergenti - fuga di capitali, condizioni finanziarie inasprite e crollo dei prezzi delle materie prime - non si vede al momento e pare improbabile che emerga nel nostro orizzonte secolare. I livelli del debito nei paesi dei mercati emergenti sono in aumento ma per ora restano d'entità sostenibile rispetto a quelli dei mercati sviluppati.

In circa il 60% del mondo in termini di peso del PIL si terranno importanti elezioni quest'anno. Visti i primi segnali di aumento del consenso per i partiti populistici, soprattutto in Europa, gli esiti delle tornate elettorali nel mondo potrebbero cambiare le priorità di politica economica e sul fronte geopolitico. Ravvisiamo rischi che queste elezioni amplifichino le tendenze alla frammentazione, al multipolarismo e all'adozione di misure protezionistiche, favorendo investimenti nel riposizionamento delle filiere in paesi amici. Nazioni come l'India, l'Indonesia e il Messico sono ben posizionate per trarne vantaggio.

Per quanto riguarda le presidenziali americane, crediamo che gli ambiti con il maggior potenziale di diverso orientamento siano quelli del commercio internazionale, della tassazione, dell'immigrazione, della regolamentazione e delle politiche ambientali. Il disavanzo degli Stati Uniti probabilmente resterà prossimo ai massimi storici indipendentemente dall'esito del voto. Anche nei confronti della Cina, entrambi i partiti politici sono intenzionati a mantenere un atteggiamento di durezza.

MESSA A FUOCO SUGLI EFFETTI DELL'IA

L'intelligenza artificiale (IA) generativa ha il potenziale di trasformare il mercato del lavoro e di democratizzare l'accesso ai compiti decisionali, consentendo a una quota maggiore di lavoratori di prendere decisioni informate.

Tuttavia molte organizzazioni si troveranno ad affrontare delle sfide nel tentativo di sfruttare efficacemente l'IA. Nei prossimi cinque anni potrebbero non essere ancora evidenti nei dati macro drastici guadagni di produttività e di efficienza. Questo perché la massimizzazione degli effetti positivi dell'IA a livello macroeconomico richiederà non solo l'adozione di questa tecnologia ma anche la riconfigurazione dei flussi di lavoro e la riorganizzazione dei processi produttivi a livello microeconomico, delle singole imprese e attività.

Analogamente a quanto verificatosi con altre nuove tecnologie negli ultimi decenni, potrebbero non esserci vistosi effetti di incremento della produttività a fronte di modesti miglioramenti delle prassi di lavoro esistenti. Esiste tuttavia la possibilità di cambiamenti rivoluzionari che potrebbero incidere maggiormente sulla crescita della produttività in specifici ambiti come quello sanitario e delle scienze.

Benché il nostro scenario di base preveda che i pieni effetti dei nuovi modelli linguistici di grandi dimensioni dell'IA si manifesteranno in modo graduale nel nostro orizzonte secolare, è possibile che si verifichino con maggiore velocità cambiamenti dirimpenti. L'esplosione di investimenti di capitale in strumenti computazionali, data center e tecnologie nel campo dell'energia verde accresce la disponibilità di queste risorse per applicazioni che vanno al di là dell'intelligenza artificiale, mentre gli investimenti in IA rendono sempre più plausibili progressi da essa derivanti in altri campi. Sono anche possibili sorprese negative, specialmente qualora i modelli dell'IA venissero utilizzati in modo improprio a fini di sorveglianza, manipolazione o minaccia per la sicurezza e venissero adottate di conseguenza restrizioni che soffocassero le innovazioni.

Per adesso, gli investimenti di capitale possono portare a un'euforia di breve periodo. In definitiva, serviranno i guadagni di efficienza per generare crescita sostenibile di lungo termine.

La domanda di semiconduttori, di data center e di capacità per alimentarli è attesa essere esplosiva e questi trend avranno effetti immediati sui rispettivi settori.

IL TASSO UFFICIALE NEUTRALE È ATTESO RESTARE BASSO

Gli attuali tassi ufficiali elevati sono il risultato di forze cicliche, segnatamente dell'aumento dell'inflazione. Una volta che l'inflazione si sarà stabilizzata in prossimità dell'obiettivo delle banche centrali, ci aspettiamo che il tasso neutrale di politica monetaria nelle economie avanzate con tutta probabilità si attesti a livelli inferiori a quelli prevalenti prima della crisi finanziaria globale.

Crediamo che il tasso nominale neutrale americano di politica monetaria nel nostro orizzonte secolare verosimilmente resti nell'intervallo del 2%–3% (il che implica un tasso neutrale reale di lungo termine dello 0%–1%). Per contro, il valore attualmente riflesso nei prezzi indica che i mercati si aspettano che il tasso neutrale possa non scendere molto al di sotto del 4%. Questo può offrire ulteriori opportunità per gli investitori obbligazionari in quanto i rendimenti attuali già inglobano un cuscinetto sotto forma di tassi reali positivi e premio a termine.

Ci aspettiamo che i bilanci delle banche centrali che si stanno riducendo a seguito delle vendite dei titoli nell'ambito del quantitative tightening (QT) resteranno di dimensioni considerevolmente maggiori rispetto a prima dell'epoca del quantitative easing (QE). Le banche centrali dei mercati sviluppati probabilmente continueranno a utilizzare programmi di acquisto di titoli per assicurare una operatività tranquilla sui mercati del debito sovrano e dei pronti contro termine e per agire da prestatore di ultima istanza, come testimoniano, ad esempio, il Bank Term Funding Program adottato nel 2023 dalla Federal Reserve e l'intervento a sostegno del mercato dei gilt nel 2022 da parte della Bank of England.

Riteniamo tuttavia meno probabile che le banche centrali attuino programmi di QE con acquisti di titoli senza limiti in risposta a future contrazioni economiche. La tensione finanziaria di mantenere ingenti portafogli di titoli, laddove i costi di finanziamento superano i rendimenti degli attivi, è divenuta sempre più evidente.

Le put monetaria e fiscale, ovvero le aspettative di intervento dei governi in caso di contrazione, sono ancor più "out of the money" attualmente. Questo limita la capacità dei governi di stimolare l'economia in affanno e fornire sostegno per attutire gli shock. Ci aspettiamo ulteriore volatilità con mercati che scambiano maggiormente sulla base dei fondamentali e meno con l'aspettativa che i governi verranno in soccorso.

Implicazioni per gli investimenti: la ripresa dell'obbligazionario

Il nostro *Secular Outlook* 2024 pone un rinnovato accento sull'obbligazionario quotato che crediamo sia destinato a conseguire performance competitive con minor rischio rispetto ad altre classi di attivo. I rendimenti attuali e le prospettive di stabilizzazione dell'inflazione consentono all'obbligazionario di riaffermare i suoi vantaggi fondamentali per i portafogli: potenziale di reddito interessante, resilienza nei ribassi e stabilità grazie alla ridotta correlazione con l'azionario.

Molti asset allocator evoluti hanno ampiamente superato il tradizionale paradigma di 60% azionario / 40% obbligazionario, che tuttavia rimane un riferimento che viene spesso richiamato e fa da cornice in molte conversazioni sugli investimenti. Noi crediamo che stiamo entrando in un'epoca che giustifica un ripensamento e un rovesciamento di quel paradigma.

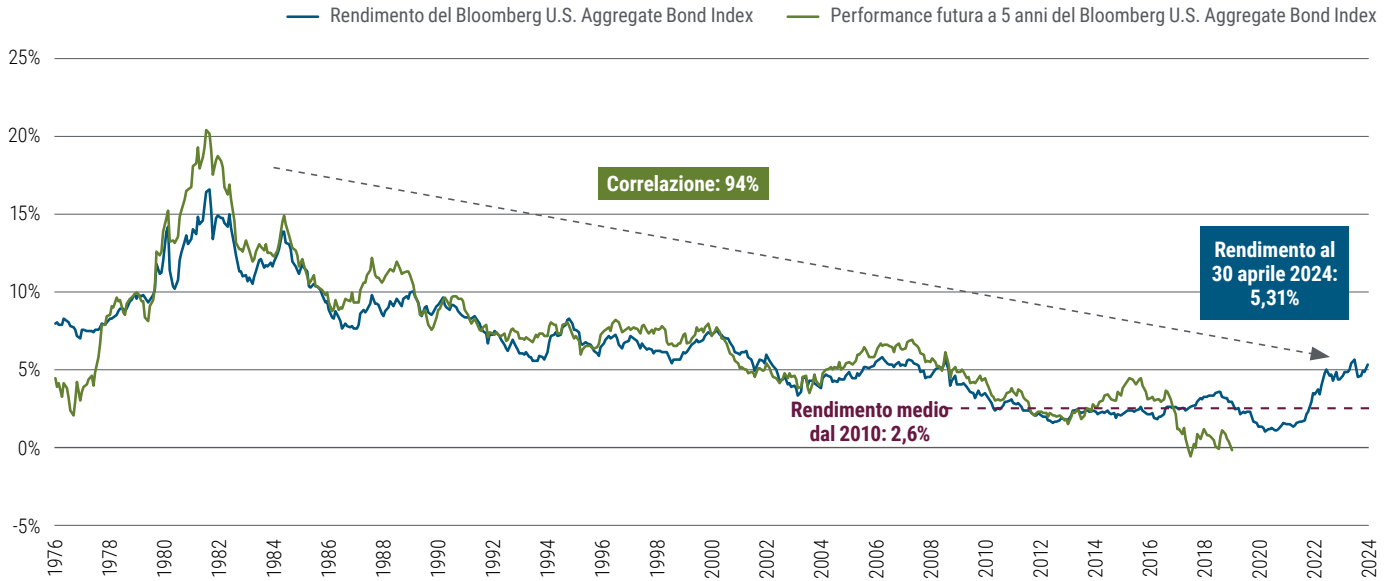
Lo shock inflazionistico dopo la pandemia e i successivi rialzi dei tassi da parte delle banche centrali hanno riposizionato a livelli nettamente più alti i rendimenti obbligazionari. Storicamente i rendimenti di partenza sono altamente predittivi della performance obbligazionaria su un orizzonte pluriennale (cfr. Figura 2). I rendimenti degli indici Bloomberg U.S. Aggregate e Global Aggregate (con copertura in dollari americani), due noti benchmark per l'obbligazionario di alta qualità erano rispettivamente intorno al 5,31% e al 5,41%, al 30 aprile 2024.

Partendo da questa base, i gestori attivi puntano a incrementare i rendimenti per gli investitori. Attraverso l'individuazione di opportunità interessanti in segmenti di alta qualità, come gli MBS agency, i gestori attivi attualmente sono capaci di costruire portafogli con rendimenti intorno al 6%-7% senza assumere significativo rischio di tasso di interesse, di credito o di illiquidità.

Pertanto, un'allocazione obbligazionaria diversificata offre il potenziale di performance a lungo termine analoga all'azionario con un profilo più favorevole su base corretta per il rischio, soprattutto alla luce delle valutazioni che appaiono elevate sui mercati azionari (cfr. Figura 3). I mercati non sembrano riflettere nei prezzi un significativo rischio di recessione, il che implica che le obbligazioni possono essere una modalità conveniente di copertura di tale rischio.



Figura 2 – I rendimenti di partenza sui mercati obbligazionari storicamente sono correlati alla performance futura a 5 anni



Fonte: Bloomberg, PIMCO al 30 aprile 2024. **I rendimenti passati non sono una garanzia né un indicatore attendibile dei risultati futuri.** Il grafico è fornito a scopo puramente illustrativo e non è indicativo dei risultati passati o futuri di nessun prodotto PIMCO. Rendimento e performance sono riferiti al Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index. Non è possibile investire direttamente in un indice non gestito.

Figura 3 – L'azionario appare costoso in termini sia assoluti che relativi rispetto ai Treasury americani

Al 30 aprile 2024:	Value	Percentile
CAPE	33,38	93,50%
Rendimento azionario in termini reali (1/CAPE)	3,00%	6,50%
Rendimento obbligazionario a 30 anni in termini reali	2,41%	36,60%
Premio al rischio azionario (rendimento azionario – rendimento obbligazionario in termini reali)	0,59%	12,50%

Premio al rischio azionario



Fonte: Bloomberg, sito di Robert Shiller, Global Financial Data, PIMCO al 30 aprile 2024. Tutte le metriche di valore sono riferite all'indice S&P 500. Il CAPE è il rapporto prezzo/utili corretto per il ciclo economico. Il rendimento azionario in termini reali è riferito al rapporto tra la media degli utili in termini reali degli ultimi 10 anni e l'ultimo prezzo azionario. Il rendimento in termini reali dell'obbligazionario a 30 anni corrisponde al rendimento delle obbligazioni del Tesoro americano indicizzate all'inflazione (TIPS) a 30 anni, integrato con il rendimento nominale dei Treasury a 30 anni al netto dell'inflazione attesa. Per calcolare le aspettative di inflazione, stimiamo l'inflazione tendenziale con il metodo di calibrazione di Cieslak e Povala (2015) ed elaboriamo la previsione dell'inflazione sui 30 anni a venire.

Attualmente le obbligazioni inglobano anche un premio a termine che offre un cuscinetto. Ci aspettiamo che le curve dei rendimenti si irripidiscano con il calo dei tassi ufficiali e l'incremento del premio a termine e abbiamo un orientamento strutturale all'irripidimento delle curve.

Dopo l'inversione più lunga che si sia mai vista, la curva dei rendimenti americana resta relativamente piatta. Questo significa che gli investitori non hanno bisogno di assumere molto rischio di tasso di interesse. Al momento noi riscontriamo valore sulla porzione della curva a cinque anni e siamo cauti sul tratto a lunga scadenza per la potenziale sottoperformance legata a preoccupazioni sul versante fiscale. L'obbligazionario a gestione attiva è posizionato per conseguire validi risultati in assenza di recessione nel nostro orizzonte secolare e performance ancora migliori in caso di recessione, con potenziale di incremento dei prezzi se i tassi caleranno, il che lo rende attrattivo in confronto al monetario, a nostro giudizio.

I mercati obbligazionari globali offrono opportunità particolarmente interessanti e diversificate, che gli investitori potrebbero avere trascurato, per rafforzare il rendimento senza aumentare il rischio in modo significativo. I rendimenti offerti dall'obbligazionario sui mercati globali, sia sviluppati che emergenti, sono tornati a livelli allettanti. Molte economie al di fuori degli Stati Uniti sono alle prese con una maggiore fragilità ma godono di migliori condizioni di partenza sul fronte fiscale, entrambi aspetti favorevoli per le obbligazioni.

Ci aspettiamo che i cicli economici saranno meno sincronizzati, il che comporterà correlazioni più basse sui mercati finanziari. Il differenziarsi delle politiche delle banche centrali e delle condizioni di mercato fra le varie regioni offre opportunità uniche alle piattaforme d'investimento globali a gestione attiva di trarre vantaggi da quelle differenze e potenzialmente accrescere ulteriormente i rendimenti attraverso la selezione dei paesi e dei titoli. Le sovvenzioni all'industria e le politiche commerciali che promuovono il rimpatrio delle produzioni o il loro ricollocamento in paesi amici e la transizione energetica con tutta probabilità determineranno vincitori e perdenti sia a livello di paese che di settore, offrendo ulteriori opportunità ai gestori attivi.

Considerando la potenziale volatilità dell'inflazione, le obbligazioni del Tesoro americano indicizzate all'inflazione (TIPS), le materie prime e gli attivi reali offrono proprietà di copertura dall'inflazione e tassi reali più alti rispetto a prima della pandemia.

PRIORITÀ ALLA SELEZIONE DEL CREDITO E ALLA LIQUIDITÀ

Con gli spread creditizi che appaiono in generale equi, la selezione di titoli e settori è destinata a diventare ancora più importante nel nostro orizzonte secolare. La crescita dei mercati del credito sia pubblici che privati dovrebbe offrire ai gestori attivi dotati di capitale flessibile maggiori opportunità in periodi di volatilità.

Molte imprese più robuste e resilienti generano considerevoli flussi di cassa e dipendono meno dai finanziamenti mentre molte imprese più deboli tendono ad avere maggiore bisogno di ricorso continuo al credito. Più le tecnologie dell'intelligenza artificiale sono in grado di migliorare la produttività tanto maggiore è la probabilità che abbiano effetti dirompenti su settori e imprese, creando più vincitori e perdenti. In passato l'avvento di nuove tecnologie è stato spesso seguito da cicli di boom e crolli, generando volatilità ma anche opportunità d'investimento di stampo bottom-up per la gestione attiva.

Ci aspettiamo una più stringente regolamentazione delle banche che dovrebbe comportare una maggiore disintermediazione e crescita degli afflussi di capitale sui mercati privati. La nostra focalizzazione permane sui gap di liquidità derivanti dalle pressioni a cui andranno incontro le banche per gestire il capitale e soddisfare i requisiti di vigilanza. Ad esempio, il ripiegamento delle banche probabilmente creerà opportunità, per chi dispone di capitali flessibili, di investire nel debito nel settore dell'immobiliare commerciale, in quanto ci aspettiamo che ci sarà un ampio fabbisogno di capitale a fronte dell'ondata di finanziamenti in scadenza.

Il credito assistito da attivi è un esempio di prim'ordine di quelle che reputiamo essere opportunità d'investimento appetibili in spazi meno affollati. I prestiti alle imprese di medie dimensioni sembrano spopolare sui mercati privati ma noi crediamo che ambiti come il credito al consumo offrano ottimi fondamentali e valore di lungo termine considerando che il debito delle famiglie americane è sceso (cfr. Figura 4) e il mercato immobiliare resta ben sostenuto.

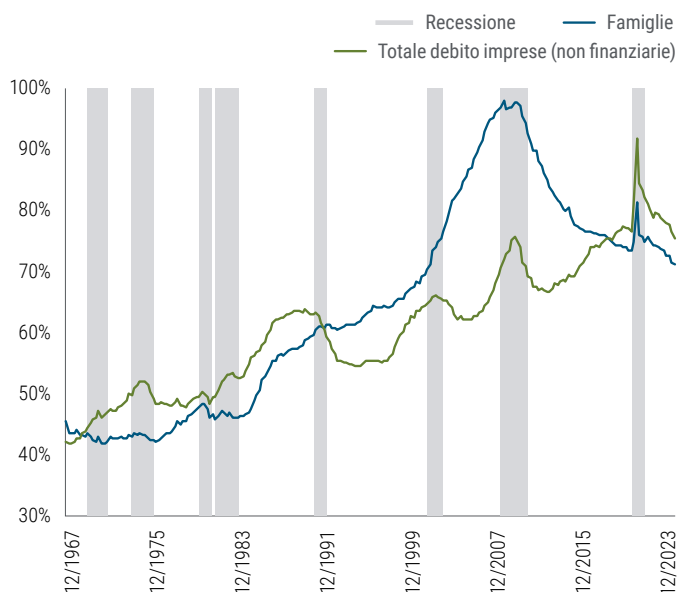
Una situazione ben diversa è quella della quantità di capitali che oggi sono concentrati nei prestiti alle imprese. Siamo molto preoccupati della rapida crescita sui mercati privati dei prestiti a interesse variabile che potrebbero non essere stati valutati appieno rispetto ai passati cicli di default. Queste condizioni aumentano il rischio che si accumulino eccessi in ambiti come quelli delle tecnologie e dei prestiti diretti a società con elevata leva finanziaria e rating creditizi inferiori. Potrebbero emergere delle problematiche nel nostro orizzonte secolare.

A fronte dell'alto potenziale di rendimento nei segmenti più liquidi del mercato obbligazionario gli investitori dovrebbero puntare a una soglia elevata in termini di potenziale attrattivo di performance e robuste clausole di tutela per rinunciare alla liquidità. Agli attuali livelli dei rendimenti delle obbligazioni, il potenziale di performance corretta per il rischio di una

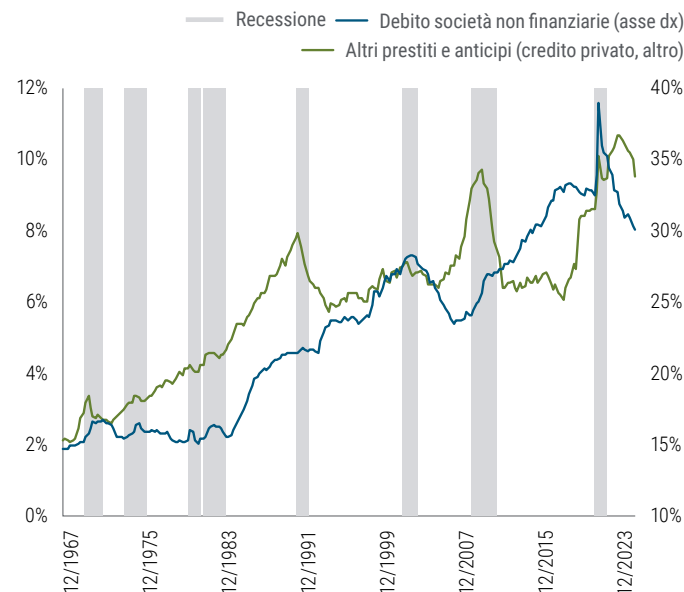
maggiore esposizione all'obbligazionario sui mercati quotati, ad esempio incrementando le allocazioni in obbligazionario di alta qualità dei mercati sviluppati e di quelli emergenti, si confronta favorevolmente con quanto offrono gli investimenti in ambiti meno liquidi dei mercati del credito.

Figura 4 – Il debito delle famiglie è diminuito mentre è cresciuto il credito privato alle imprese

Stati Uniti: debito delle famiglie vs debito delle imprese (% PIL)



Stati Uniti: debito societario vs prestiti e credito privato (% PIL)



Fonte: dati Federal Reserve Flow of Funds, Haver Analytics, elaborazioni di PIMCO al 31 dicembre 2023. Nota: la categoria altri prestiti e anticipi a società non finanziarie è utilizzata come parametro indicativo di attivi come il credito privato e i prestiti bancari.

I nostri Forum

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

Durante il Secular Forum, che si tiene una volta all'anno, ci concentriamo sulle prospettive per i prossimi cinque anni, al fine di assicurarci che i nostri portafogli siano posizionati in modo da beneficiare delle tendenze e dei cambiamenti strutturali in atto nell'economia globale. Poiché crediamo che avvalersi di una pluralità di idee produca migliori risultati d'investimento, invitiamo illustri relatori (economisti, politici e storici, alcuni dei quali insigniti del premio Nobel) che offrono validi spunti alle nostre discussioni, fornendo una prospettiva pluridimensionale. Apprezziamo inoltre la partecipazione attiva del Global Advisory Board di PIMCO, composto da esperti di fama mondiale in materia di politica ed economia.

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

1 Secondo i calcoli di Newmark Research, al 12 febbraio 2024.

Con "bene rifugio" si fa riferimento a un investimento che nelle fasi di volatilità dei mercati dovrebbe mantenere il proprio valore o registrare un incremento di valore. Gli investitori cercano beni rifugio per limitare l'esposizione alle perdite in caso di turbolenza sui mercati. Tutti gli investimenti comportano rischi e possono subire perdite di valore.

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

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. 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. **Gli MBS e gli ABS** possono essere sensibili alle fluttuazioni dei tassi d'interesse e esposti al rischio di rimborso anticipato. Sebbene di norma beneficino di garanzie private, pubbliche o emesse da agenzie federali, non è possibile assicurare che i garanti facciano fronte ai loro obblighi. I riferimenti agli MBS agency e non-agency riguardano i mutui ipotecari emessi negli Stati Uniti. Il **debito immobiliare commerciale** è soggetto a rischi, tra cui il rischio di rimborso anticipato, morosità, pignoramento, rischi di perdita, di servizio del debito e di sviluppi normativi sfavorevoli, che possono essere accentuati nel caso di crediti deteriorati. 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 a 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. Con **rischio di gestione** si intende il rischio che le tecniche d'investimento e le analisi del rischio impiegate dal gestore non producano i risultati desiderati e che alcune politiche o determinati sviluppi possano incidere sulle tecniche d'investimento a disposizione del gestore nella gestione della strategia. La **qualità creditizia** di un determinato titolo o insieme di titoli non garantisce la stabilità o la sicurezza del portafoglio. La **diversificazione** non garantisce l'assenza di perdite.

Le previsioni, le stime e talune informazioni contenute nel presente documento sono basate su ricerche proprietarie e non devono essere considerate alla stregua di una consulenza di investimento, di un'offerta o di una sollecitazione, né di un acquisto o una vendita di qualsiasi strumento finanziario. Le previsioni e le stime presentano alcuni limiti intrinseci e, a differenza dei dati effettivi di performance, non riflettono le transazioni effettive, i vincoli di liquidità, le commissioni e/o altri costi. Inoltre, i riferimenti a risultati futuri non vanno interpretati come una stima o una promessa di risultati che il portafoglio di un cliente potrebbe conseguire.

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

Il **CAPE** è un indicatore di valutazione che utilizza l'utile per azione (EPS) reale degli ultimi 10 anni per attenuare gli effetti delle oscillazioni degli utili societari che si verificano nei diversi periodi di un ciclo economico. La **correlazione** è una misura statistica delle oscillazioni di un titolo rispetto a un altro. La correlazione di diversi indici o titoli tra loro o con l'inflazione si basa sui dati registrati in un determinato intervallo di tempo. In futuro o in periodi di tempo diversi tali correlazioni possono subire variazioni significative, che possono dar luogo a una maggiore volatilità. Gli **attivi reali** sono beni fisici come immobili, infrastrutture e materie prime con un valore intrinseco legato alla loro utilità.

Il presente documento riporta le opinioni correnti 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, Via Turati nn. 25/27 (angolo via Cavalieri n. 4) 20121 Milano, Italia)** sono autorizzate e regolamentate dall'Autorità di vigilanza finanziaria federale tedesca (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Francoforte sul Meno) in Germania ai sensi dell'articolo 15 della Legge tedesca in materia di intermediari finanziari (WpIG). La filiale italiana è inoltre soggetta alla supervisione della Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB) (Via Giovanni Battista Martini, 3 - 00198 Roma) ai sensi dell'articolo 27 del Testo Unico Finanziario. I servizi offerti da PIMCO Europe GmbH sono destinati unicamente a clienti professionali come da definizione contenuta alla Sezione 67, comma 2, della Legge sulla negoziazione di titoli tedesca (WpHG) e non sono disponibili per gli investitori individuali, i quali non devono fare affidamento sulla presente comunicazione. PIMCO è un marchio registrato di Allianz Asset Management of America LLC negli Stati Uniti e nel resto del mondo. ©2024 PIMCO