

P I M C O

SECULAR OUTLOOK

Giugno 2017

# Punti di svolta

*In un mondo di stabilità senza certezze, gli investitori devono prepararsi a cinque importanti svolte nelle politiche pubbliche che metteranno alla prova i mercati.*



## AUTORI



**Richard Clarida**  
Global Strategic Advisor



**Andrew Balls**  
Chief Investment Officer  
Global Fixed Income



**Daniel J. Ivascyn**  
Group Chief Investment Officer

**Da più di sette anni l'economia globale fa registrare una ripresa persistente benché modesta. Ma che cosa accadrà al venir meno dell'impulso ciclico iniziato la scorsa estate? E quale svolta si preannuncia nelle politiche economiche delle maggiori economie mondiali in risposta sia alle crescenti pressioni populiste che alla sempre minore efficacia della politica monetaria non convenzionale e dell'austerità fiscale? Questi sono alcuni degli argomenti cruciali discussi in occasione del 36° Secular Forum di PIMCO, che si è tenuto a Newport Beach dall'8 al 10 maggio.**

Nei prossimi cinque anni l'economia mondiale potrebbe andare incontro a cinque importanti svolte in termini di politiche monetarie, fiscali, commerciali, geopolitiche e valutarie. Ma per quanto la direzione di alcune di queste svolte possa essere nota, l'effettiva *traiettoria* delle politiche attuate, il loro *impatto* sull'economia e sui mercati globali e la loro *destinazione* finale sono oggi altamente incerti. Ciò detto, crediamo che nel nostro orizzonte di lungo periodo di tre-cinque anni l'aumento dei tassi d'interesse e il ridimensionamento del bilancio della Fed costringeranno l'economia mondiale a "guidare senza ruota di scorta" e che qualsiasi svolta intrapresa dalla politica fiscale non sarà probabilmente sufficiente di per sé a migliorare le prospettive di crescita globale in modo sostenibile.

In aggiunta, ravvisiamo rischi al ribasso sempre maggiori per le

prospettive di crescita cinesi e per la stabilità dell'Eurozona. Forse i cicli di crescita economica non muoiono di vecchiaia, come si dice, ma se la storia insegna qualcosa la probabilità di una recessione nei prossimi cinque anni dovrebbe attestarsi intorno al 70%. Durante la prossima recessione, quando si verificherà, le banche centrali operanti nel mondo della Nuova Neutralità avranno scarsi margini di manovra per ridurre i tassi d'interesse. Inoltre, dati i livelli già elevati di debito pubblico, il ricorso alla leva fiscale al di fuori di Stati Uniti, Cina e Germania – che non sarà incline a utilizzarla – sarà limitato. Nell'anno successivo al nostro Secular Forum di maggio 2016, l'economia mondiale ha sorpreso in positivo: i mercati hanno dato scarso peso al risultato del voto sulla Brexit e delle elezioni presidenziali statunitensi, registrando un rally all'indomani dei due eventi, e il clima di forte propensione al rischio si è tradotto in valutazioni azionarie elevate,



restringimento degli spread creditizi e bassa volatilità realizzata. Noi crediamo tuttavia che molti operatori di mercato siano oggi troppo rilassati, che i rischi a medio termine siano in aumento e che gli investitori dovrebbero valutare la possibilità di sfruttare i rally ciclici per accumulare riserve liquide da impiegare quando i mercati subiscono una correzione – possibilmente eccessiva – in seguito a una rivalutazione dei rischi.

Come sempre, il nostro obiettivo durante i tre giorni del Secular Forum è stato quello di individuare le forze determinanti – siano esse i movimenti politici, le dinamiche demografiche, gli sviluppi tecnologici o altre tendenze fondamentali – che condizioneranno l'economia, la politica monetaria e fiscale e i mercati finanziari globali nei prossimi tre-cinque anni. Per sviluppare e affinare le nostre analisi abbiamo invitato sei relatori esterni, ascoltato idee originali dalla nostra nuova classe di giovani MBA e incoraggiato un dibattito attivo tra i nostri professionisti dell'investimento provenienti da ogni parte del mondo nonché in seno al nostro Global Advisory Board. Come negli ultimi anni, il nostro compito durante il Secular Forum è stato sviluppare una previsione di riferimento sull'evoluzione dell'economia e delle politiche economiche globali, nonché analizzare i possibili scenari estremi, positivi e negativi (ovvero i rischi al rialzo e al ribasso) che potrebbero differire in maniera sostanziale da tale previsione centrale.

Il Secular Forum di PIMCO è parte integrante del nostro processo

d'investimento, che coniuga una disciplinata analisi macro “top-down” con una rigorosa ricerca “bottom-up” su singoli titoli, società, settori e paesi. Nessun investitore possiede una sfera di cristallo, ma nel corso di oltre 40 anni noi di PIMCO abbiamo elaborato un processo d'investimento che ci consente di perseguire sovraperformance con una volatilità paragonabile a quella del benchmark, mirando al contempo a generare rendimento e a proteggere il capitale che investiamo per conto dei nostri clienti. Il Secular Forum fornisce il concetto, l'idea e la bussola per questo processo. Durante il Forum dedichiamo tempo e spazio a esaminare nuove idee, cercando continuamente di migliorare, reiterare e innovare. Quest'anno, ad esempio, abbiamo accolto tra i nostri relatori un'esperta di neuroscienze cognitive. Per quanto il processo del nostro Forum abbia sempre previsto un'analisi approfondita dei nostri preconcetti, abbiamo maturato una nuova prospettiva mettendo in discussione le nostre opinioni consolidate e mitigando le distorsioni dovute all'ottimismo che possono offuscare l'analisi dei dati reali. Tali distorsioni (spesso inconsce) possono indurre gli investitori a estrapolare le recenti tendenze positive e a proiettarle nel futuro, anche a fronte di dati contrastanti. Potrebbero esserci motivi di ottimismo, ma l'analisi che conduce a una tale conclusione dev'essere scevra di distorsioni.

In definitiva, il Secular Forum di PIMCO tratta di idee e azioni: una chiara visione della direzione e della destinazione dell'economia mondiale nei prossimi anni, che a sua volta orienta le decisioni d'investimento in tempo reale.

### UNO SGUARDO AL PASSATO: IL NOSTRO SECULAR OUTLOOK DEL 2016, “STABILITÀ SENZA CERTEZZE”

Per preparare la discussione del Forum di quest'anno, abbiamo riesaminato brevemente le conclusioni del Secular Forum del maggio 2016. Nel nostro scenario di riferimento, prevedevamo che l'economia mondiale avrebbe continuato a stento a “tirare avanti” in un contesto di crescita modesta e bassa inflazione, pur evidenziando *la natura ingannevole di questa apparente stabilità*. Il sistema ha evitato un crollo soltanto grazie a dosi massicce di politica monetaria non convenzionale (Quantitative Easing, tassi d'interesse zero o negativi) e un boom (bolla?) finanziato dal debito in alcune importanti economie emergenti, e abbiamo ipotizzato che entro la fine del 2016 queste forme di sostegno avrebbero perso gradualmente la propria efficacia nell'orizzonte di lungo periodo.

Benché questo fosse il nostro scenario di riferimento, abbiamo anche intravisto la chiara possibilità che i rischi al ribasso fossero in aumento, e che l'esaurirsi delle risorse della politica monetaria unitamente a un eccesso di debito in alcune economie potesse creare rischi significativi per la sostenibilità della ripresa globale e per la stabilità finanziaria. Abbiamo inoltre considerato gli scenari positivi per le prospettive globali, come la possibilità di una ripresa della produttività mondiale, cosa che favorirebbe maggiori investimenti, consumi e spirito d'impresa, nonché la possibilità di uno spostamento del policy mix globale a favore di politiche fiscali o persino di politiche monetarie-fiscali coordinate (“helicopter money”).

Pur riconoscendo che le distribuzioni di probabilità hanno sia una coda sinistra che una coda destra, la nostra tesi di lungo periodo prevedeva che i rischi per la stabilità economica mondiale fossero in aumento e che gli investitori avrebbero dovuto essere compensati fin dall'inizio per l'accresciuta incertezza. Abbiamo quindi posizionato le nostre strategie alla luce di questo scenario di "Stabilità senza certezze".

#### QUATTRO GRANDI DOMANDE

Dal maggio 2016 sono accadute molte cose. In effetti, in seguito al nostro Cyclical Forum di dicembre 2016 abbiamo osservato:

“A partire da maggio, tutti e tre i rischi chiave da noi individuati nell'orizzonte di lungo periodo, ossia livelli di debito elevati e in aumento, esaurimento della politica monetaria e ascesa del populismo, si sono materializzati o sono se non altro divenuti più concreti... Chi avrebbe mai pensato a maggio che nei successivi sei mesi il Regno Unito avrebbe votato a favore dell'uscita dall'UE, Donald Trump sarebbe stato eletto Presidente degli Stati Uniti, l'Italia avrebbe bocciato la riforma costituzionale e i mercati avrebbero accolto positivamente tali notizie?”

Il nostro Forum di maggio 2017 è stato preceduto dalla presenza di pronunciati fattori d'impulso ciclici per l'economia mondiale. Il cambiamento d'umore – specialmente negli Stati Uniti dopo le elezioni presidenziali – unito alla sorprendente solidità dei dati globali e alle prospettive di una svolta dalla politica monetaria non convenzionale e dall'austerità fiscale verso la normalizzazione della politica monetaria e lo stimolo fiscale ha indotto molti investitori ad accarezzare l'idea che gli Stati Uniti e forse l'economia mondiale fossero in procinto di entrare in un "nuovo paradigma".

Queste le basi di partenza. Per formulare correttamente le nostre previsioni di lungo periodo, avevamo bisogno di ottenere dal Forum di quest'anno le risposte a quattro grandi interrogativi:

1. **Qual è la fase finale della politica monetaria non convenzionale (ammesso che ve ne sia una)?**
2. **La possibilità di una svolta della politica fiscale statunitense riuscirà a prevalere sul rischio che il protezionismo ponga un freno al commercio internazionale?**
3. **Come incideranno la polarizzazione politica e il populismo sulla politica commerciale, valutaria e della difesa nel nostro orizzonte di lungo periodo?**
4. **In che modo la Cina affronterà le svolte economiche, commerciali, di leadership e geopolitiche che potrebbero seguire al 19° Congresso nazionale del Partito comunista cinese verso la fine di quest'anno?**

#### SVOLTE ALL'ORIZZONTE

Nel corso del Forum, dalle presentazioni dei relatori esterni e del nostro Global Advisory Board e dalla discussione di questi interrogativi, è emerso un unico tema comune: nei prossimi cinque anni i mercati globali potrebbero andare incontro a importanti *svolte* nella *direzione* e nella *portata* delle *politiche* monetarie, fiscali, commerciali, geopolitiche e valutarie.

Ma per quanto la direzione di alcuni di questi cinque tipi di svolta possa essere nota (negli Stati Uniti si prevede un aumento dello stimolo fiscale e un minor accomodamento monetario), la difficoltà per gli investitori risiede nel fatto che l'effettiva *traiettoria* delle politiche attuate, il loro *impatto* sull'economia e sui mercati globali e la loro *destinazione* finale sono oggi altamente incerti. L'intenzione di modificare la direzione di una politica non ne garantisce il successo, un piano per l'attuazione di una politica non ne definisce la traiettoria e la reazione dei mercati potrebbe alterare la destinazione finale della politica stessa. Per questa ragione, gli investitori devono *identificare* e *valutare* ognuna di queste svolte delle politiche pubbliche, *investire* nei mercati che beneficerebbero delle politiche di successo, e *proteggersi* dalle politiche destinate a rivelarsi fallimentari.

### **Potenziale abbandono della politica monetaria non convenzionale**

Uno dei nostri grandi interrogativi è se, ed eventualmente come, le banche centrali organizzeranno l'abbandono della politica monetaria non convenzionale, in quello che potrebbe rivelarsi un processo prolungato e potenzialmente destabilizzante. Come osservato da diversi colleghi durante la nostra discussione, è sorprendente che a quasi tre anni di distanza dalla conclusione del QE3 si sappia ben poco circa eventuali piani elaborati dalla Federal Reserve per ridurre il proprio bilancio da USD 4.500 miliardi, riportandolo verso dimensioni più normali. Mentre scriviamo, la Fed ha lasciato irrisolti numerosi dettagli cruciali (e sembra tuttora indecisa al riguardo): come si svolgerà questo processo? Sarà passivo o prevedibile (la liquidazione del suo portafoglio di MBS non può avere le due caratteristiche nello stesso tempo)? Quando inizierà? A quale ritmo procederà? Su quale orizzonte temporale? Verso quale destinazione? Inutile a dirsi, se (come ritengono la Fed e PIMCO) i tre programmi di QE (1, 2 e 3) hanno determinato un ribasso del premio a termine sui mutui ipotecari e sui titoli di Stato americani a lunga scadenza, allora la liquidazione di questo portafoglio dovrebbe innescare pressioni al rialzo sui premi a termine e quindi sui tassi ipotecari e sui rendimenti obbligazionari a lunga scadenza. Noi crediamo in effetti che la curva dei rendimenti statunitense tornerà a evidenziare un premio a termine positivo nel

nostro orizzonte di lungo periodo. Il consenso emerso dalle nostre discussioni è che il bilancio della Fed si attesterà in definitiva a circa USD 3.500 miliardi, con una riduzione attesa solamente di USD 1.000 miliardi distribuita su diversi anni.

Quanto alla Banca Centrale Europea (BCE), l'incertezza sull'evoluzione del bilancio è ancora più elevata. Secondo il nostro scenario di riferimento, la BCE continuerà a espandere il proprio bilancio nel 2018, ma inizierà a ridurre il ritmo degli acquisti mensili alla luce delle prospettive di crescita e inflazione. In questo scenario, anche se l'inflazione di fondo e le proiezioni sull'inflazione rimarranno probabilmente inferiori al target, ci aspettiamo che prima o poi una maggioranza del Consiglio direttivo sarà impaziente di abbandonare la politica di tassi negativi e di portare il tasso sui depositi in territorio positivo, magari verso la metà del nostro orizzonte di lungo periodo di tre-cinque anni (che coincide con la conclusione del mandato del Presidente Mario Draghi, nell'ottobre 2019). Questo potrebbe essere lo scenario di riferimento, ma la distribuzione presenta code spesse e la BCE dà l'impressione di offrire una protezione meno credibile dalla disinflazione rispetto a quanto atteso lo scorso anno.

Infine, alla luce di questi scenari per la Fed e la BCE, abbiamo analizzato anche le implicazioni per la politica non convenzionale della Banca del Giappone (BOJ). Nel nostro scenario di riferimento la BOJ innalzerà solo gradualmente il rendimento target dei titoli di Stato decennali giapponesi – attualmente “intorno allo zero” – ma



**Durante la prossima fase recessiva, quando si verificherà, la Fed e altre banche centrali avranno minori margini di manovra per ridurre i tassi d'interesse rispetto ai cicli passati. Alcuni paesi – Stati Uniti, Cina, Germania – avranno probabilmente alcune “munizioni fiscali” da impiegare nella prossima recessione.**

continuando a espandere il proprio bilancio come necessario per mantenere l'obiettivo di rendimento, e forse accelerando tale processo se, come possibile, si farà il tentativo formale di finanziare la politica fiscale con un'espansione monetaria.

---

***Svolta nella politica commerciale: è possibile evitare le potenziali insidie?***

Crediamo che le probabilità di un'escalation protezionistica o di una guerra commerciale globale siano diminuite nel nostro orizzonte ciclico di 12 mesi, ma nei prossimi tre-cinque anni i rischi rimarranno significativi, anche se nel nostro scenario di riferimento una guerra commerciale globale verrà evitata. In effetti, sulla base di quanto abbiamo è stato discusso dai nostri relatori esterni, forse il rischio principale non è lo scoppio di una guerra commerciale *globale* con il ritiro unilaterale degli Stati Uniti dall'Organizzazione mondiale del commercio (WTO), bensì una rinegoziazione *bilaterale* dalle gravose implicazioni delle condizioni commerciali tra Stati Uniti e Cina al di fuori del Forum di risoluzione delle dispute della WTO, un processo che il Rappresentante per il Commercio degli Stati Uniti d'America, Robert Lighthizer, chiama “deroga”. La Cina, com'è noto, ha un ampio surplus commerciale bilaterale con gli Stati Uniti, e quindi avrebbe un incentivo a negoziare a fronte della minaccia di perdere l'accesso al mercato statunitense. Ma anche gli Stati Uniti sarebbero vulnerabili a una ritorsione cinese contro le aziende statunitensi, come pure al rischio che la Cina svaluti lo Yuan e/o liquidi le sue enormi posizioni in titoli di Stato americani. In

sintesi, ipotizziamo uno scenario negativo nel quale i negoziati commerciali cino-statunitensi prendono una piega incendiaria, con il rischio di errori di calcolo da ambo le parti e la conseguente diffusione di esternalità negative nell'economia e nei mercati finanziari globali. Tuttavia, questo non è il nostro scenario di riferimento. E c'è anche uno scenario positivo:

l'amministrazione Trump si è insediata da poco e non ha ancora fornito molti dettagli sulla sua politica commerciale, sintetizzata nello slogan “America First”. Ma in combinazione con una seria riforma delle imposte societarie, investimenti in infrastrutture e un ragionevole programma di deregolamentazione, un'enfasi sugli accordi commerciali volta ad aprire i mercati, a tutelare la proprietà intellettuale e ad incoraggiare le imprese a investire negli Stati Uniti potrebbe giovare alla crescita e ai redditi statunitensi verso la fine del nostro orizzonte di lungo periodo.

---

***Potenziale svolta della politica fiscale statunitense***

Secondo il nostro scenario di riferimento, gli Stati Uniti continueranno a registrare in media una crescita del PIL e un'inflazione del 2% nell'orizzonte di lungo periodo. Le discussioni del nostro Forum si sono concentrate sull'insieme dei rischi per questo scenario.

Sul versante positivo, alcuni colleghi hanno sostenuto che dovremmo iniziare a osservare una svolta nel policy mix statunitense, e forse globale, a scapito dell'esclusivo ricorso alla politica monetaria non convenzionale e

verso una dipendenza più equilibrata dalla deregolamentazione dell'attività economica abbinata a una politica fiscale espansiva. Secondo questa previsione, tali politiche dovrebbero stimolare l'economia statunitense, facendola uscire dal letargo di bassa crescita della Nuova Normalità e innalzando il tasso di espansione ben al di sopra della media del 2% registrata dopo la crisi. In questo scenario positivo, i Repubblicani alla Casa Bianca e in entrambe le camere del Congresso attuano un programma ambizioso che comprende la riforma delle imposte societarie e la razionalizzazione della regolamentazione nei campi dell'energia, della finanza, dell'ambiente, della salute, del lavoro e del welfare. Le politiche fiscali, infrastrutturali e di deregolamentazione accrescono la produttività, rendendo tassi di crescita più elevati sostenibili nel lungo periodo e rafforzando l'impulso iniziale agli "spiriti animali" e all'ottimismo degli investitori. E anche mettendo da parte la politica, la crescita della produttività negli Stati Uniti potrebbe riservare sorprese positive. Forse la Fed riesce a gestire con successo la transizione verso tassi ufficiali più elevati e un bilancio più ridotto. In questo scenario i tassi aumentano ma in maniera composta, con una convergenza dei rendimenti verso livelli superiori a quanto scontato nelle curve a termine ma decisamente inferiori a quelli osservati nel mondo pre-crisi della vecchia normalità.

Abbiamo ascoltato anche le opinioni di alcuni nostri colleghi, convinti che i rischi per le prospettive statunitensi siano

tendenzialmente negativi. In questo scenario viene ridimensionata l'entità attesa delle misure fiscali promesse dalla "Trump-nomics" che in definitiva vengono approvate dal Congresso e promulgate dal Presidente. Una riforma tributaria, a differenza degli *sgravi* fiscali, è difficile da attuare, soprattutto se la si vuole fare bene (l'ultima riforma di questo genere è stata il Tax Reform Act del 1986). Inoltre, qualora nel programma definitivo venisse ridimensionato l'intervento sulle imposte societarie e/o sulle infrastrutture, per rispettare un obiettivo di neutralità del gettito in assenza delle entrate derivanti da una "border-adjustment tax" (il che è coerente con quanto abbiamo udito da alcuni dei nostri relatori esterni), risulterebbero ridimensionati anche i benefici di una potenziale accelerazione della crescita della produttività favorita dai maggiori investimenti e dalla spesa per infrastrutture (che diventano molto più rilevanti nel nostro orizzonte di tre-cinque anni). La fiducia, come ci ha ricordato uno dei relatori nel nostro Forum, potrebbe essere la forma meno onerosa di stimolo, ma a un certo punto per essere sostenuta ha bisogno di trovare riscontro nei dati concreti. Un'altra importante considerazione è che, con gli Stati Uniti in apparenza vicini a una condizione di piena occupazione, qualsiasi impulso alla domanda aggregata derivante dallo stimolo fiscale potrebbe alimentare l'inflazione più della crescita reale, a meno che non sia accompagnato da un aumento della produttività.

Alla luce di tutto questo, *abbiamo confermato il nostro scenario di riferimento della Nuova Normalità/ Nuova Neutralità*, nel quale

l'economia statunitense registrerà probabilmente una crescita del 2% all'anno, con un'inflazione prossima all'obiettivo del 2% fissato dalla Fed. Prevediamo che alla fine del nostro orizzonte di lungo periodo il tasso sui Fed fund sarà ancorato in una forbice da Nuova Neutralità del 2-3%, ma con i rischi sui tassi orientati al ribasso. A suscitare reali timori per le prospettive statunitensi e per quelle globali è il rischio di guida "senza ruota di scorta" in questa fase avanzata del ciclo economico. (In realtà, abbiamo iniziato a segnalare i rischi di un'economia globale "senza ruota di scorta" già nel 2010, quando abbiamo scelto questa frase come titolo del nostro Secular Outlook globale.) Durante la prossima fase recessiva, quando si verificherà, la Fed e altre banche centrali avranno minori margini di manovra per ridurre i tassi d'interesse rispetto ai cicli passati. Alcuni paesi – Stati Uniti, Cina, Germania – avranno probabilmente alcune "munizioni fiscali" da impiegare nella prossima recessione, ma, a fronte di livelli di debito già molto elevati, è improbabile che la politica di bilancio possa ovviare del tutto ai vincoli sulla politica monetaria. Pertanto, se una futura recessione fosse pronunciata, le banche centrali sarebbero verosimilmente costrette a riesumare il QE e altre misure non convenzionali, compreso il targeting del livello dei prezzi negli Stati Uniti.

---

#### **Le potenziali svolte cinesi sul fronte della politica fiscale, commerciale e valutaria**

Per la Cina abbiamo discusso una varietà di possibili scenari, data la notevole incertezza sulle intenzioni e la capacità del Presidente Xi

Jinping di attuare le riforme economiche promesse e viste le grandi sfide che la Cina deve affrontare nel liberalizzare i mercati finanziari, affrontare i problemi dell'indebitamento eccessivo e del sistema bancario ombra, e gestire i costi di spostare risorse e capitali dalle imprese a controllo statale (SOE). Nel nostro scenario di riferimento la crescita cinese rallenta gradualmente fino al 5,5% circa, e in seguito al 19° Congresso del Partito comunista cinese il Presidente Xi abbandona il modello della "crescita a qualsiasi costo". Sempre nell'ambito di questo scenario prevediamo un graduale deprezzamento del tasso di cambio del CNY e controlli dei capitali sufficienti a limitare la perdita di riserve a meno di USD 1.000 miliardi.

In uno scenario ottimistico, alcuni colleghi credono che al 19° Congresso del Partito il Presidente Xi riuscirà a fare tabula rasa e a rafforzare la propria posizione, usando il vantaggio così ottenuto per porre fine alla paralisi politica e avviare un vasto programma di riforme volto a migliorare l'efficienza dell'economia, rendendola più bilanciata, meno dipendente dall'indebitamento e una destinazione attraente per i flussi di capitali. In questo scenario favorevole la crescita cinese rimane superiore all'attuale ritmo del 6,5%, una svalutazione destabilizzante viene evitata e la transizione verso un regime di cambi fluttuanti procede in maniera ordinata. Il Presidente Trump e il Presidente Xi raggiungono un ampio accordo sulle sfere di influenza commerciale, valutaria e

geopolitica, incluso possibilmente un blocco o un ridimensionamento accettabile del programma missilistico nordcoreano.

Ma per la Cina abbiamo ipotizzato anche uno scenario pessimistico, nel quale il Presidente Xi mira troppo in alto e il 19° Congresso del Partito viene considerato un fallimento; si innesca così un circolo vizioso di fallimenti politici (a confronto dei quali l'agosto 2015 sembra un pic-nic) e un'accesa lotta politica con la vecchia guardia, che opponendosi alla riforma delle SOE torna a far sentire la propria voce. In questo scenario negativo l'economia ristagna, le insolvenze aumentano, il sistema bancario ombra implode e la crescita del PIL crolla. Gli Stati Uniti introducono dazi sulle importazioni cinesi in modo indiscriminato, scatenando una guerra commerciale bilaterale. La Cina segue a ruota con una svalutazione globalmente destabilizzante del CNY, che imprime un'accelerazione alla fuga di capitali e provoca un'emorragia di riserve valutarie. La Banca popolare cinese è costretta a inasprire la politica monetaria nel vano tentativo di mantenere il controllo sul tasso di cambio. Tuttavia, con i mercati immobiliari e azionari in caduta libera, la banca centrale rinuncia ad ancorare la valuta, il CNY viene lasciato fluttuare e i deflussi di capitali si intensificano, facendo virare il clima di fiducia e i mercati globali verso l'avversione al rischio.

Pur assegnando la maggiore probabilità allo scenario di riferimento discusso sopra, crediamo che i rischi per la Cina

siano tendenzialmente orientati al ribasso.

---

***Europa: una svolta delle dinamiche geopolitiche a favore – o a scapito – del populismo potrebbe influenzare anche la politica valutaria***

Indipendentemente dal fatto che prevalga o meno lo scenario peggiore, nei prossimi tre-cinque anni gli investitori dovranno rispettare e incorporare nelle proprie decisioni di asset allocation la vasta ondata di sentimenti anti-globalizzazione e di polarizzazione politica visibile nel voto sulla Brexit, nelle elezioni statunitensi e nell'ascesa dei partiti populistici in Francia, nei Paesi Bassi e in Italia. Prendiamo atto che la vittoria di Emmanuel Macron alle presidenziali francesi è un importante sviluppo positivo per l'Euro e potenzialmente anche per la crescita tendenziale e l'occupazione in Francia. Tuttavia, la strada delle riforme potrebbe rivelarsi accidentata se, come plausibile, Macron dovrà governare senza una maggioranza assoluta all'Assemblea nazionale.

Nel nostro scenario di riferimento di lungo periodo, l'Eurozona registra una crescita dell'1,25% in media nei prossimi cinque anni, con un'inflazione compresa tra l'1% e il 2%. Nonostante la distribuzione degli esiti macroeconomici contempi possibili sviluppi positivi e negativi, siamo usciti dal Forum con l'idea che i rischi per le prospettive dell'Eurozona fossero complessivamente bilanciati nel breve periodo, ma tendenti ad aumentare e orientati al ribasso verso la fine del nostro orizzonte di





lungo periodo. In particolare, il rischio più acuto per l'area Euro nei prossimi cinque anni è una crisi causata dai timori di un'uscita dell'Italia dalla moneta unica. Noi crediamo che tale evenienza sia inverosimile. Ciò detto, la probabilità di una crisi provocata dal fatto che i mercati scontino un possibile rischio di denominazione – magari in seguito alla vittoria del candidato dei Cinque Stelle alle prossime elezioni legislative italiane – non è trascurabile. Per quanto riguarda la BCE, l'aumento dei premi associati a un rischio anche solo latente di ridenominazione inasprirebbe le condizioni finanziarie e ostacolerebbe il meccanismo di trasmissione.

***Giappone: possibili svolte della politica fiscale e monetaria, ma permangono ostacoli strutturali***

Il Giappone è ancora alle prese con diverse circostanze avverse. In primo luogo, non crediamo che un'inflazione del 2% sia un

obiettivo credibile. Il tasso neutrale e le aspettative di inflazione restano depresse in Giappone. Una riduzione dei tassi d'interesse a lungo termine finalizzata ad avvicinare l'economia al target d'inflazione non sarebbe necessariamente efficace, date le implicazioni negative per le banche, gli assicuratori e i fondi pensione. In secondo luogo, le dinamiche demografiche e gli anziani poveri rappresentano già un'emergenza. Entro il 2025 il 30% della popolazione avrà più di 65 anni. La domanda di risparmio a scopo precauzionale in Giappone è ingente e i tassi di risparmio stanno salendo tra le generazioni più giovani. Terzo, benché l'errore di attuare un inasprimento prematuro sia inverosimile sia a livello di politica monetaria che fiscale, è improbabile anche che le autorità assicurino uno stretto coordinamento delle politiche fiscali e monetarie. Da qui, le nostre prospettive di lungo periodo per il Giappone prevedono, nello scenario di riferimento, un'inflazione dello 0-1%, con la banca centrale in grado di innalzare solo gradualmente l'obiettivo di rendimento per i titoli a 10 anni. I rischi positivi per tale scenario sono riforme del mercato del lavoro che producono una crescita della produttività e quindi una sorpresa al rialzo sul fronte dei salari. I rischi negativi scaturiscono dalla possibilità di una politica mirata a indebolire il Dollaro statunitense e dai margini di risposta inesistenti della Banca del Giappone.

***I mercati emergenti reagiscono alle svolte geopolitiche e dei mercati sviluppati***

I paesi emergenti al di fuori della Cina continuano a “subire le condizioni” e rimangono suscettibili ai rischi estremi, positivi e negativi, a livello globale. Tuttavia, salvo turbolenze o shock globali significativi, i mercati emergenti sono favorevolmente posizionati per evidenziare tassi di crescita e rendimenti robusti. Alla luce delle incertezze sulle politiche monetarie non convenzionali, sulla deglobalizzazione e sui rischi di protezionismo, la differenziazione tra i paesi emergenti sarà più importante che mai. Al Secular Forum dello scorso anno avevamo espresso un “ragionevole ottimismo” sull'universo emergente, e da allora le condizioni sul campo hanno continuato a migliorare. Gli attivi emergenti beneficiano inoltre del supporto tecnico derivante da valutazioni equilibrate o convenienti in un mondo dai prezzi artificialmente distorti. Nel nostro scenario di riferimento i paesi emergenti evidenziano un buon andamento nell'orizzonte di lungo periodo, ma restiamo prudenti a causa dei significativi rischi al ribasso. Tra questi vi sono le dinamiche politiche statunitensi, la fine di politiche monetarie senza precedenti, un hard landing della Cina e una debolezza inattesa delle materie prime. I mercati finanziari attualmente non scontano neppure lontanamente il rischio di un esito negativo estremo sul fronte nordcoreano.





## Implicazioni per gli investimenti

Come discusso all'inizio di questo documento, il Secular Forum è parte integrante del processo d'investimento altamente strutturato che abbiamo creato più di 30 anni fa per incoraggiare le voci fuori dal coro e assicurarci di adottare un orizzonte temporale sufficientemente lungo nelle nostre decisioni d'investimento. Per mettere in discussione le nostre supposizioni *prima* di cristallizzare le nostre conclusioni sugli investimenti, riteniamo essenziale invitare ai nostri Forum relatori esteri di spicco portatori di opinioni molto diverse fra loro. Quest'anno abbiamo apprezzato la presentazione di Tali Sharot, neuroscienziata e direttrice dell'Affective Brain Lab di Londra, che ci ha intervistati prima del Forum per poi fornirci un riscontro sulla nostra tendenza a evidenziare un eccessivo ottimismo ("bias dell'ottimismo"). Il suo discorso ha scatenato un vigoroso dibattito tra i gestori, gli analisti e altri professionisti dell'investimento presenti nella nostra sala conferenze. Nelle nostre discussioni dedichiamo tempo ad affrontare il miglioramento dei processi, ad esempio riconoscendo il rischio di un bias dell'ottimismo, poiché crediamo che questo favorisca un processo decisionale ancor più efficace. Tra i relatori che negli anni passati ci hanno fornito contributi stimolanti citiamo Nassim Nicholas Taleb, autore de "Il cigno nero", e i professori Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff.

Quanto alle conclusioni per gli investimenti tratte dal nostro Forum, ci preme ribadire che queste scaturiscono dall'idea che gli investitori si confrontano con diverse potenziali svolte nella politica monetaria, fiscale, commerciale, geopolitica e valutaria nei prossimi cinque anni, svolte che individualmente e nell'insieme potrebbero incidere sensibilmente sull'economia, sui mercati e sugli investitori stessi.

Se le prospettive di riferimento a livello macroeconomico sono diventate più *stabili* grazie a un complesso di rischi generalmente più bilanciati, quelle per i mercati finanziari appaiono a nostro avviso più *insicure*, considerando l'aumento significativo delle valutazioni degli attivi di rischio negli ultimi 12 mesi. Pur confermando il nostro quadro di lungo periodo della Nuova Normalità/Nuova Neutralità, che a nostro avviso continuerà ad ancorare le valutazioni dei mercati finanziari, occorre esercitare prudenza riguardo ai rendimenti di mercato attesi nell'orizzonte di lungo periodo, dato il livello elevato delle valutazioni iniziali.

Continueremo a privilegiare la protezione del capitale e la generazione di alfa, anziché sperare di realizzare plusvalenze. Per individuare e valutare i punti di svolta delle politiche pubbliche e investire di conseguenza, coniugheremo l'analisi top-down del quadro macro e delle politiche economiche con la selezione bottom-up di titoli e

settori, e integreremo entrambe con la tradizionale enfasi di PIMCO sulle posizioni di alfa strutturale, che mirano a trarre profitto dalle inefficienze di mercato e forniscono una fonte diversificata di rendimento rispetto alle nostre altre posizioni attive.

### DURATION

I mercati dei titoli di Stato globali hanno scontato la Nuova Neutralità, e riteniamo che le valutazioni siano generalmente eque alla luce della previsione di tassi ufficiali contenuti per i prossimi tre-cinque anni. Prendendo ad esempio gli Stati Uniti, i tassi a termine appaiono nel complesso equilibrati data l'aspettativa che la Fed innalzi il tasso ufficiale (nel nostro scenario di riferimento) al 2-3% e riduca gradualmente le dimensioni del proprio bilancio nell'orizzonte di lungo periodo. In diversi paesi e lungo diverse curve ci aspettiamo di trovare molte opportunità per assumere posizioni di tipo relative value, ma alle attuali valutazioni prevediamo di mantenere un'esposizione pressoché neutrale al rischio di duration. Con la diminuzione dei rischi al ribasso per l'inflazione, restiamo convinti che i Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS) statunitensi offrano valutazioni ragionevoli e una copertura interessante da un'accelerazione imprevista dell'inflazione.

La Federal Reserve ha dimostrato che è possibile per una banca centrale innalzare i tassi d'interesse dalla soglia dello zero, ed è pronta a intraprendere un processo graduale per ridimensionare il proprio bilancio. Ci aspettiamo che la BCE continui a ridurre il suo programma di Quantitative Easing, mentre la BOJ rimarrà impegnata nel targeting della curva dei rendimenti al fine di limitare la crescita complessiva del proprio bilancio.

Un minor sostegno della politica monetaria è una fonte di rischio al rialzo per i rendimenti dei titoli di Stato. Tuttavia, come osservato in precedenza, ci aspettiamo che la riduzione dello stock di titoli iscritti nei bilanci delle banche centrali avvenga in modo molto graduale. A fronte di questo, con la maturazione dell'espansione economica nei paesi sviluppati, e vista l'ampia gamma di rischi economici e politici sfavorevoli, restiamo preoccupati per il rischio che l'economia mondiale possa guidare "senza ruota di scorta". Le misure politiche potrebbero non essere sufficienti a contrastare la prossima recessione, quando si verificherà.

Cercheremo di evitare gli investimenti che dipendono in misura eccessiva dal sostegno delle banche centrali. In caso di recessione, date le condizioni iniziali, la politica monetaria rischia di esaurire la propria efficacia già alle prime battute. Benché prevediamo una transizione dalla politica monetaria alla politica fiscale nei paesi che ne hanno la capacità, specialmente nell'eventualità di una recessione, non vi sono garanzie che uno stimolo fiscale venga varato in modo tempestivo o efficace.

### **ATTIVI RISCHIOSI**

Le nostre prospettive di lungo periodo, nello scenario di riferimento, sono compatibili con un giudizio moderatamente positivo sull'insieme degli attivi di rischio. Ciò detto, la scarsa protezione offerta dalle valutazioni in caso di recessione consiglia di focalizzarsi sulla selezione dei titoli e sulla ricerca bottom-up; e sebbene punteremo a beneficiare dei rendimenti relativamente interessanti, investiremo sulla base di una valutazione focalizzata sulla solidità dei fondamentali, su una base robusta di attivi reali e sulla seniority nella struttura del capitale.

Quanto all'Eurozona, nel nostro scenario di riferimento ci aspettiamo una continuazione della crescita e, nel complesso, rischi macroeconomici più bilanciati. Tuttavia, ravvisiamo anche rischi di lungo periodo quali la dipendenza dal sostegno della banca centrale, una maggiore incertezza su tale sostegno e la possibilità di un crescente successo dei movimenti populistici (nonostante l'esito delle elezioni francesi). Prevediamo quindi di esercitare prudenza sugli attivi rischiosi dei paesi periferici dell'Eurozona alle attuali valutazioni.

Ci aspettiamo un generale miglioramento dei fondamentali dei mercati emergenti, per i quali abbiamo formulato prospettive globali favorevoli nello scenario di riferimento. Le valutazioni sono nuovamente aumentate, e prevediamo di continuare a trovare valide opportunità in molti paesi e settori in questa classe di attivo altamente differenziata. La Cina rimane una delle maggiori fonti di rischio, sia per i mercati emergenti che per la crescita globale.

### **ENFASI SULL'ALFA**

In un contesto di rendimenti contenuti per la maggior parte delle classi di attivo, la generazione di alfa può costituire una quota maggiore del rendimento complessivo. Ci preme inoltre sottolineare il fatto che, in linea con i risultati delle nostre ultime ricerche, la gestione attiva può conferire vantaggi nei mercati obbligazionari, dove l'aumento degli investitori passivi e non economici tende ad accrescere le opportunità di generazione di alfa. (Per maggiori informazioni, si veda l'articolo del nostro collega Jamil Baz, ["Le obbligazioni sono differenti: Il vantaggio della gestione attiva"](#).)

Un orizzonte pluriennale con molteplici punti di svolta nei mercati globali dovrebbe offrire ricche opportunità ai gestori attivi. Intendiamo mantenere un approccio tattico e flessibile per trarre vantaggio da tali opportunità.

### RELATORI INVITATI AL SECULAR FORUM DEL 2017

#### Ian Bremmer

Scrittore e Presidente di Eurasia Group

#### Newt Gingrich

Candidato presidenziale repubblicano alle elezioni del 2012 e Presidente della Camera dei Rappresentanti degli Stati Uniti (1995-1999)

#### Gary Locke

Ambasciatore degli Stati Uniti nella Repubblica popolare cinese (2011-2014), Segretario al Commercio (2009-2011) e Governatore dello Stato di Washington (1997-2005)

#### Raghuram Rajan

Governatore della Reserve Bank of India (2013-2016); Chief Economist e Director of Research, Fondo Monetario Internazionale (2003-2006), Distinguished Service Professor of Finance, Booth School of Business della University of Chicago; scrittore

#### Tali Sharot

Scrittrice, neuroscienziata e direttrice dell'Affective Brain Lab di Londra.

#### Lawrence H. Summers

Segretario al Tesoro nell'Amministrazione Clinton, Direttore del National Economic Council della Casa Bianca nell'Amministrazione Obama, Presidente della Harvard University e Chief Economist della Banca Mondiale

### IL GLOBAL ADVISORY BOARD DI PIMCO

#### Ben Bernanke

Ex Presidente della Federal Reserve e membro emerito della Brookings Institution

#### Gordon Brown

Ex primo ministro britannico ed ex cancelliere dello Scacchiere

#### Ng Kok Song

Ex Chief Investment Officer della Government of Singapore Investment Corporation (GIC).

#### Anne-Marie Slaughter

Presidente e CEO di New America, professore emerito di politica e affari internazionali titolare della cattedra Bert G. Kerstetter '66 presso la Princeton University ed ex Director of Policy Planning per il Dipartimento di Stato USA

#### Jean-Claude Trichet

Ex Presidente della Banca Centrale Europea e attuale Presidente del gruppo europeo della Commissione trilaterale

### PARTECIPANTI ABITUALI

#### Robert Arnott

Fondatore e Presidente, Research Affiliates

#### A. Michael Spence

Premio Nobel; Professore di Economia presso NYU Stern School of Business; Senior Fellow presso Hoover Institution; Philip H. Knight Professor Emeritus of Management presso la Graduate School of Business della Stanford University.

#### Gene Sperling

Presidente, Sperling Economic Strategies; in precedenza Direttore del National Economic Council e Assistente del Presidente per le Politiche Economiche sotto l'Amministrazione Clinton e Obama.





## I NOSTRI FORUM

Il processo d'investimento di PIMCO si fonda sui nostri Secular e Cyclical Economic Forum. Quattro volte all'anno i nostri professionisti degli investimenti di tutto il mondo si riuniscono a Newport Beach per discutere dello stato dell'economia e dei mercati globali e individuare le tendenze che a nostro avviso avranno implicazioni d'investimento rilevanti. Riteniamo che un'enfasi rigorosa sui fondamentali a lungo termine fornisca un importante contesto macroeconomico nell'ambito del quale identificare opportunità e rischi e attuare strategie d'investimento a lungo termine.

Durante il Secular Forum, che si tiene una volta all'anno, ci concentriamo sulle prospettive per i prossimi tre-cinque anni, affinché i nostri portafogli siano posizionati in modo da beneficiare delle tendenze e dei cambiamenti strutturali in atto nell'economia globale. In occasione di tutti i nostri Secular Forum, invitiamo relatori illustri (economisti, politici, investitori, scienziati e storici, alcuni dei quali insigniti del premio Nobel) che offrono validi spunti alle nostre discussioni, fornendo una prospettiva pluridimensionale e aiutandoci a migliorare il nostro processo. Apprezziamo inoltre la partecipazione attiva del Global Advisory Board di PIMCO, composto da cinque esperti di fama mondiale in materia politica ed economica.

Nell'ambito dei Cyclical Forum, che si svolgono tre volte all'anno, poniamo l'enfasi sulle prospettive per i successivi 6-12 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.

## Principali conclusioni

Il processo dei Secular Forum di PIMCO, raffinato nel corso dei decenni, ci permette di guardare al lungo periodo per gestire i rischi e individuare le opportunità in un'economia mondiale destinata a evidenziare molteplici svolte sul piano delle politiche pubbliche.

### PUNTI DI SVOLTA DI LUNGO PERIODO NELLO SCENARIO DI RIFERIMENTO

- **Politica monetaria:** ci aspettiamo una normalizzazione del bilancio della Fed, ma inferiore a quanto ipotizzato da molti, con una destinazione da Nuova Neutralità per il tasso sui Fed fund.
- **Politica fiscale:** prevediamo che qualunque manovra venga approvata negli Stati Uniti sia incentrata sugli sgravi fiscali più che su una riforma tributaria; ravvisiamo scarsi margini di una manovra fiscale in Europa.
- **Politica commerciale:** ci aspettiamo che gli Stati Uniti privilegino gli accordi bilaterali (ad es. Cina, NAFTA) e un uso aggressivo dell'autorità esistente nell'ambito della WTO.
- **Politica valutaria e dinamiche geopolitiche:** nonostante l'ascesa dei movimenti populistici in Europa e non solo, ci aspettiamo che l'Euro sopravviva e che l'Italia rimanga nell'Eurozona. Lo Yuan cinese tenderà a indebolirsi.

### Politiche pubbliche nelle principali economie



### RISCHI MACROECONOMICI...

- A nostro avviso, i rischi al ribasso e al rialzo sono abbastanza bilanciati per gli Stati Uniti; i rischi avversi alla crescita in Europa e in Cina aumenteranno nell'orizzonte di lungo periodo.
- Ravvisiamo un rischio estremo di deflazione globale nettamente inferiore.
- Ravvisiamo il rischio che il tasso sui Fed fund non raggiunga i livelli della Nuova Neutralità.
- Monitoriamo il rischio che l'economia mondiale possa "guidare senza ruota di scorta" in occasione della prossima recessione, quando si verificherà.

### ...E RISPOSTE A LIVELLO DI PORTAFOGLIO

- Enfasi sulle valutazioni: molte "buone notizie" sono scontate dai mercati.
- Restare focalizzati sulla protezione del capitale.
- Cercare valore relativo nei tassi e nel credito.
- Considerare una gamma di opportunità globali, inclusi i mercati emergenti.

**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 di interesse, di emittente, di credito, di inflazione e di liquidità. Il valore della maggior parte delle obbligazioni e delle strategie obbligazionarie varia in funzione delle fluttuazioni dei tassi d'interesse. Le obbligazioni e le strategie obbligazionarie con duration più lunga tendono a evidenziare una maggiore sensibilità e volatilità rispetto a quelle con duration più breve. Di norma, i prezzi delle obbligazioni diminuiscono in caso di aumento dei tassi d'interesse e l'attuale contesto di bassi tassi d'interesse fa aumentare tale rischio. Le attuali 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. 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. 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 dell'investimento prima di qualsiasi decisione di investimento.

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

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

PIMCO fornisce servizi solo a istituzioni e investitori qualificati. Questa non è un'offerta rivolta a persone in qualsiasi giurisdizione in cui essa sia illegale o vietata. | **PIMCO Europe Ltd** (Società n. 2604517) e PIMCO Europe Ltd - Italy (Società n. 07533910969) sono autorizzate e regolamentate dalla Financial Conduct Authority (25 The North Colonnade, Canary Wharf, Londra E14 5HS) nel Regno Unito. La filiale italiana è inoltre regolamentata dalla CONSOB ai sensi dell'Articolo 27 del Testo Unico Finanziario italiano. I prodotti e i servizi offerti da PIMCO Europe Ltd sono destinati unicamente a clienti professionali come da definizione contenuta nel manuale della Financial Conduct Authority, e non agli investitori individuali, i quali non devono fare assegnamento sulla presente comunicazione. | **PIMCO Deutschland GmbH** (Società n. 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Monaco, Germania) è autorizzata e disciplinata in Germania dall'Autorità di vigilanza finanziaria federale tedesca (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Francoforte sul Meno) ai sensi della Sezione 32 della Legge sul sistema creditizio tedesco (KWG). I prodotti e i servizi offerti da PIMCO Deutschland GmbH sono destinati unicamente a clienti professionali come da definizione contenuta alla Sezione 31a, Comma 2, della Legge sulla negoziazione di titoli tedesca (WpHG). Non sono disponibili per gli investitori individuali, i quali non devono fare assegnamento sulla presente comunicazione. | **PIMCO (Schweiz) GmbH** (società registrata in Svizzera con il numero CH-020.4.038.582-2), Brandschenkestrasse 41, 8002 Zurigo, Svizzera, Tel: + 41 44 512 49 10. I prodotti e i servizi offerti da PIMCO (Schweiz) GmbH non sono destinati agli investitori individuali, i quali non devono fare assegnamento sulla presente comunicazione ma rivolgersi al proprio consulente finanziario. | Nessuna parte del presente documento può essere riprodotta in alcuna forma o citata in altre pubblicazioni senza espressa autorizzazione scritta. PIMCO è un marchio depositato di Allianz Asset Management of America L.P. negli Stati Uniti e nel resto del mondo. THE NEW NEUTRAL è un marchio depositato di Pacific Investment Management Company LLC negli Stati Uniti e nel resto del mondo. ©2017, PIMCO.

## Londra

PIMCO Europe Ltd  
11 Baker Street  
Londra W1U 3AH, Inghilterra  
+44 20 3640 1000

## Milano

PIMCO Europe Ltd - Italy  
Corso Matteotti 8  
20121 Milano, Italia  
+39 02 9475 5400

## Monaco di Baviera

PIMCO Deutschland GmbH  
Seidlstraße 24-24a  
80335 Monaco, Germania  
+49 89 26209 6000

## Zurigo

PIMCO (Schweiz) GmbH  
Brandschenkestrasse 41  
8002 Zurigo, Svizzera  
+41 44 512 4910

---

## Hong Kong

---

Newport Beach Sede centrale

---

## New York

---

Rio de Janeiro

---

## Singapore

---

Sydney

---

Tokyo

---

Toronto

[pimco.it](http://pimco.it)