

PIMCO Europe Ltd
Nations House
103 Wigmore Street
London W1U 1QS
Regulated by FSA
Tel: + 44 (0) 20 7872 1300
(Presented in Italy)

Cercare rendimento in un contesto di tassi di interesse bassi

Seminario Tecnico Mefop
Le innovazioni nelle gestioni obbligazionarie degli investitori
istituzionali

13 luglio 2005

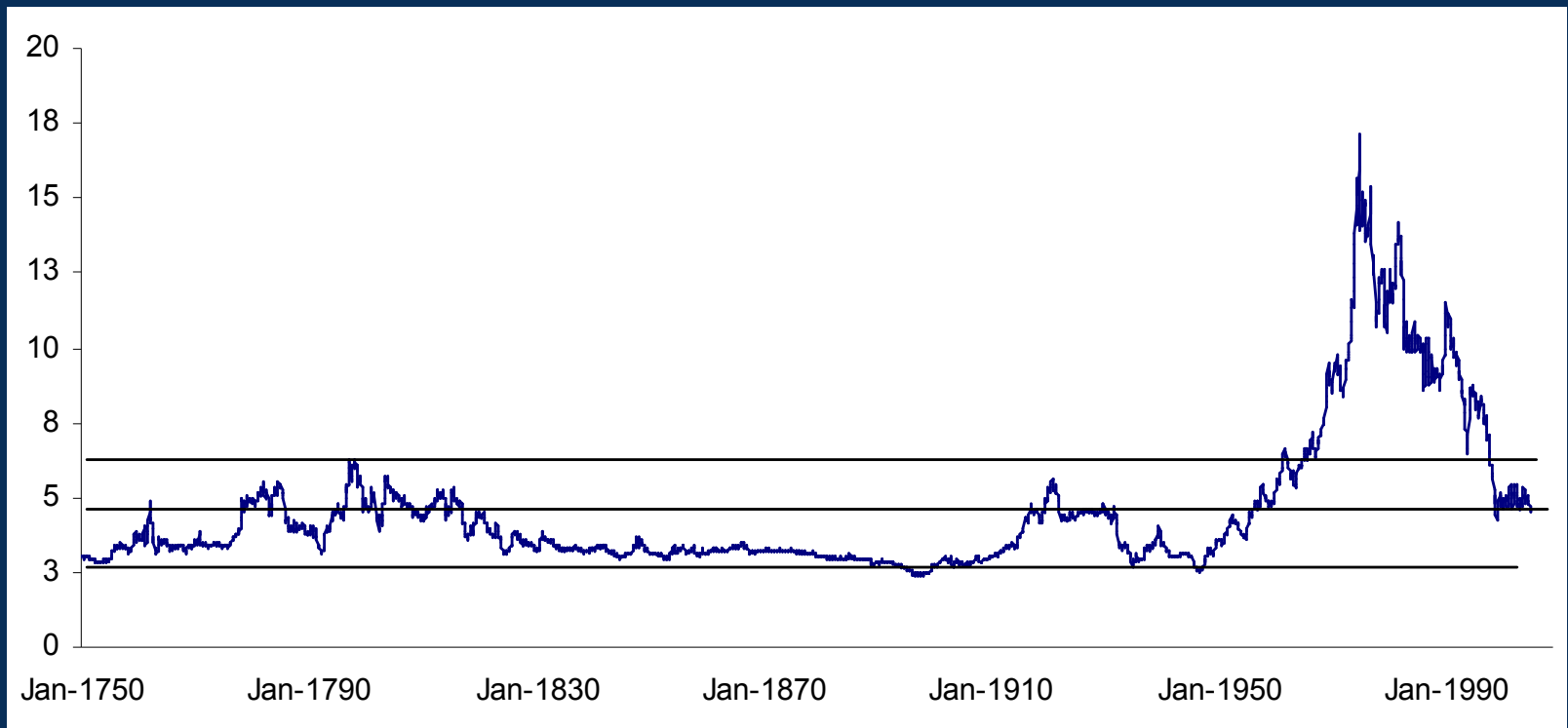
Steve Goldman – PIMCO Europe
Stefano Kihlgren – RAS Asset Management SGR

This is not an offer of any particular security, strategy or investment product. This article has been distributed for educational purposes only and should not be considered investment advice.

P I M C O

I tassi attuali sono eccezionalmente bassi?

UK Consol Yields 1750 / 2005

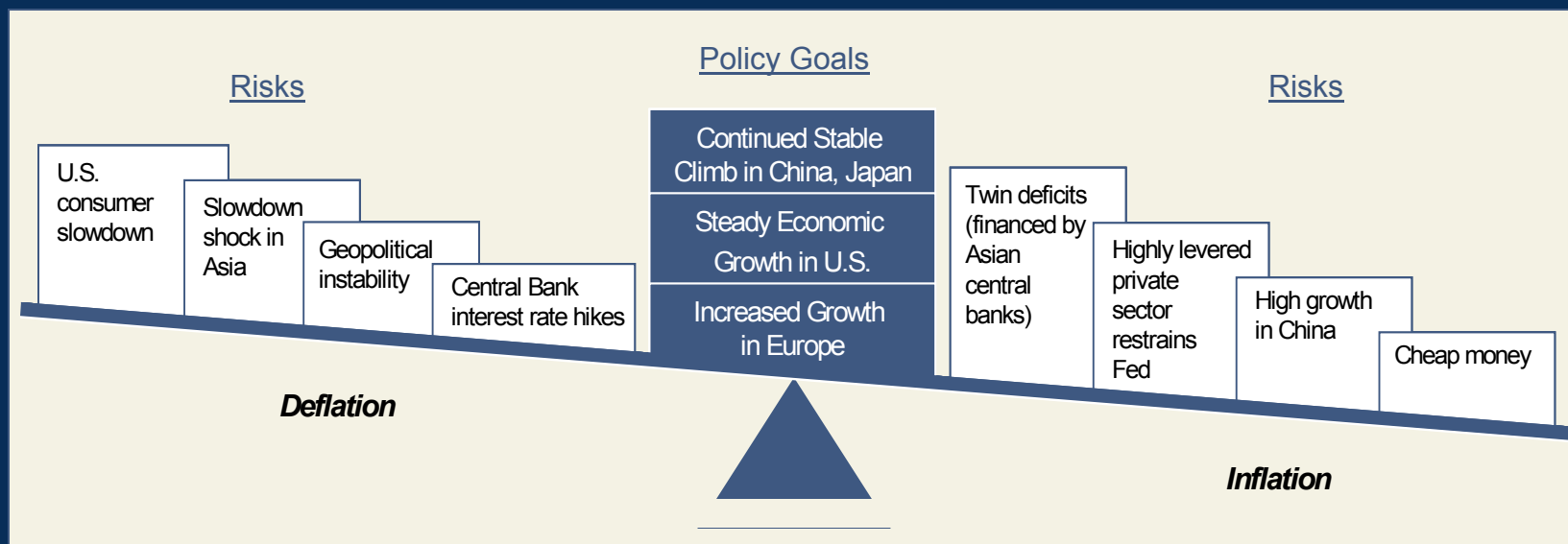


- I rendimenti sui titoli inglesi sono una delle migliori fonti storiche di dati
- Su una base di dati di oltre 250 anni si evidenzia che i rendimenti prevalentemente sono stati nella fascia 3-4,5%
- Ci sono stati picchi nei rendimenti in corrispondenza di guerre o di eventi eccezionali

P I M C O

PIMCO Europe Ltd, UK. Regulated by FSA. For the addressee only, not a public offer

Dove eravamo nel 2004: Oscillando tra i Rischi di Inflazione contro quelli di Deflazione



- Crescono le condizioni per una instabilità economica globale
- I rischi inflazionistici potrebbero prevalere (basso costo del denaro, crescita sostenuta nei paesi emergenti, deficit gemelli in USA)
- Rischi di deflazione (deficit crescente, rallentamento dei consumi USA)
- La stabilità richiede una maggior crescita in Europa e Giappone, senza rallentamenti in USA e Cina



Quali novità nel 2005?

▪ Bretton Woods II

- Tassi di cambio artificialmente bassi in Asia, o aggiustamento delle fluttuazioni contro il dollaro USA
- Flussi di investimenti diretti esteri (Asia esternalizza il sistema finanziario)
- Facilita la crescita guidata dall'export (US/Europe esternalizzano il settore manifatturiero)
- Urbanizzazione e occupazione sono gli obiettivi dei governanti

▪ Asset pump

- Il rally dei rendimenti reali è quasi finito, limitando la crescita dei prezzi delle attività rischiose e scopo in futuro di una politica di deflazione

▪ Persisteranno i problemi strutturali di crescita in Europa e Giappone

- Indisponibilità ad affrontare le riforme economiche

P I M C O

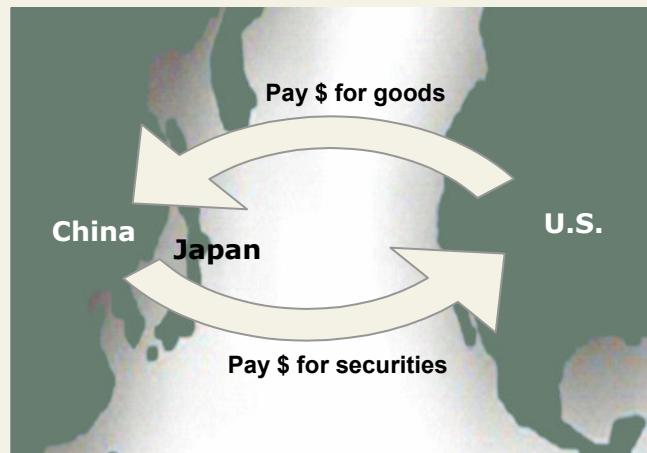
PIMCO Europe Ltd, UK. Regulated by FSA. For the addressee only, not a public offer

2005 Secular Outlook: Il commercio internazionale domina la discussione economica

- Il Bretton Woods II System continuerà a fornire:
 - Prezzi convenienti per i consumatori USA grazie ai bassi salari dei partners commerciali
 - Tassi reali bassi negli USA, in quanto le riserve estere in eccesso sono investite nelle attività finanziarie USA
 - Stabilità politica in Cina, grazie alla creazione di opportunità di occupazione di massa
- Implicazioni per la crescita globale
 - Carenza di domanda aggregata globale nel contesto di uno shock continuato dell'offerta globale
 - La reflazione spinta dalla politica espansiva ha largamente concluso il suo ciclo
- Ci attendiamo che questo accordo non ufficiale possa continuare per i prossimi 3-5 anni
 - L'inflazione si manterrà al di sotto del 3%
 - Le valute asiatiche potranno rivalutarsi moderatamente

Bretton Woods II System

- China / Asia peg exchange rate artificially low to foster exports growth
- Export growth leads to Asian / EM trade surplus
- Surplus gets invested into U.S. bonds, lowering rates



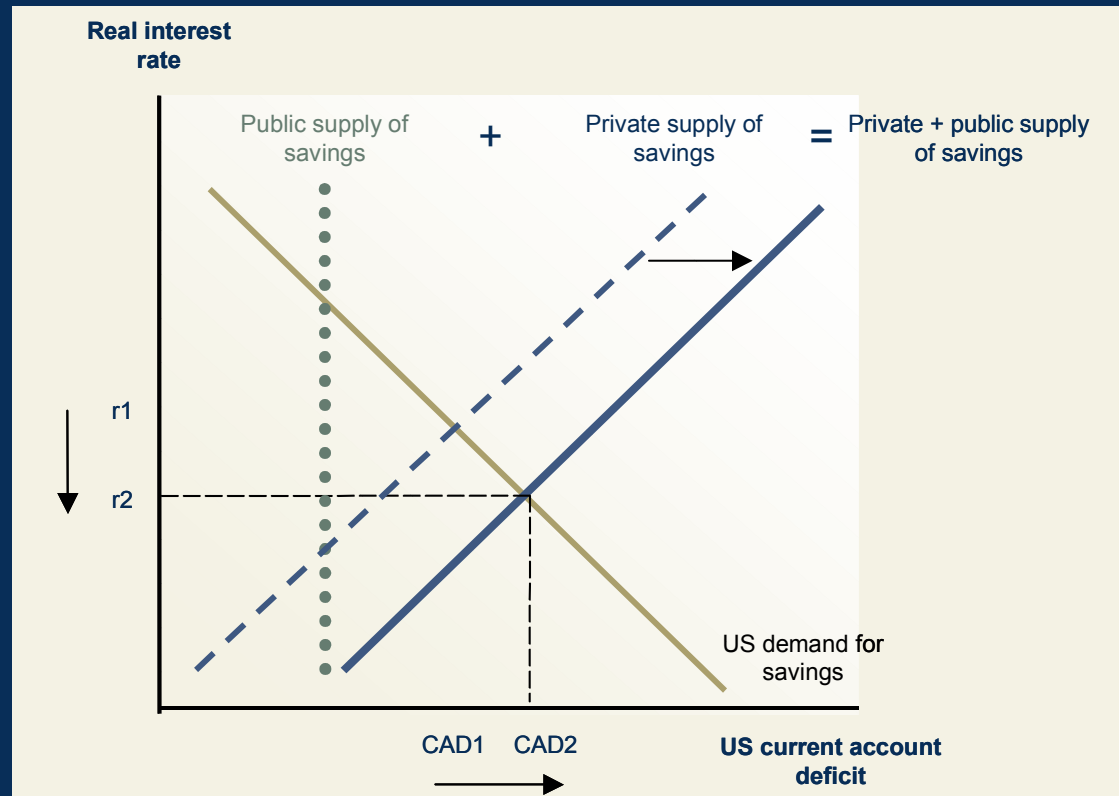
Cyclical Implications

	<u>GDP (%)</u>	<u>Inflation (%)</u> *
U.S.:	3 ½	2
Japan:	1 ½	0
Europe:	1 ¼	1 ¾

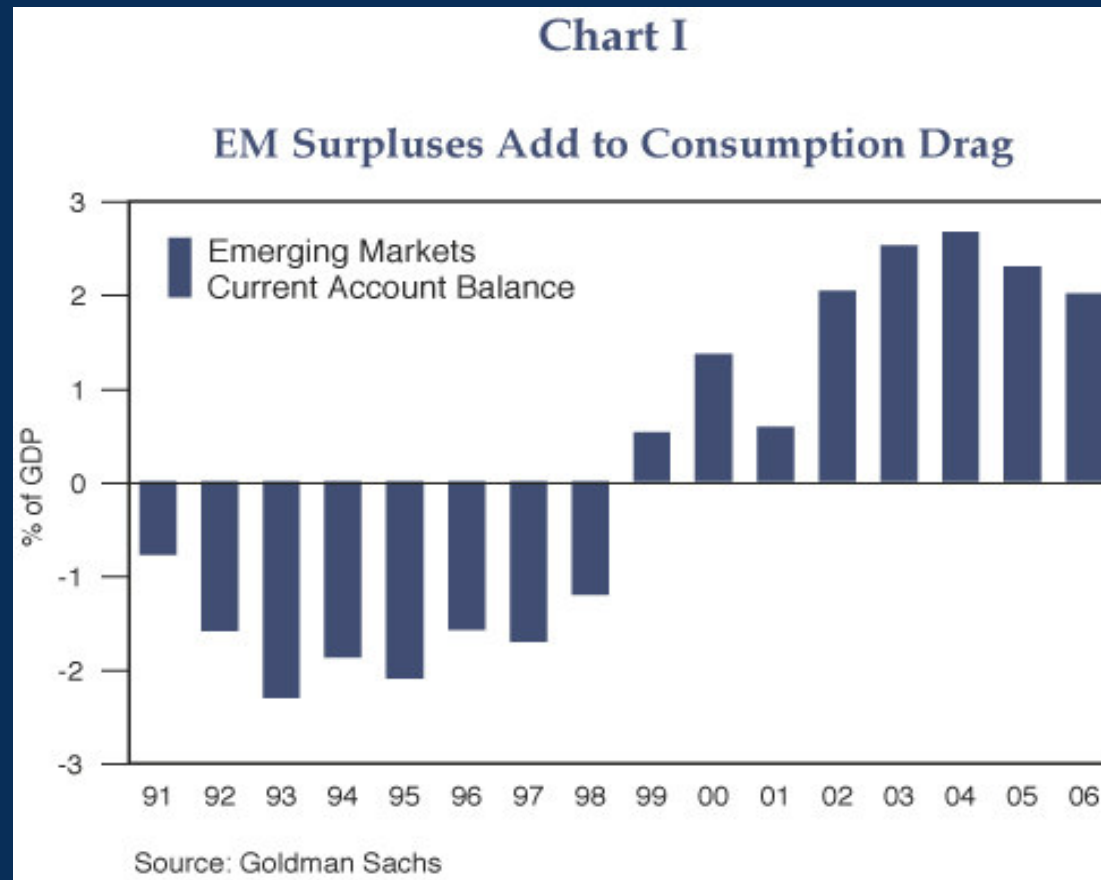
Attesa di rendimenti dei bond US 10-year nel range 3.0 - 4.5% sul periodo 2006-2010

Bretton Woods II: I tassi reali si mantengono al di sotto del livello di equilibrio

- Le Banche centrali hanno motivazioni non finanziarie nell'acquisto di bond US quali la crescita basata sull'export e l'urbanizzazione
- Le Banche centrali forniscono una offerta anelastica di risparmi pubblici al mercato obbligazionario USA
- Risparmi pubblici e privati consentono agli USA di avere un deficit corrente maggiore ad un minore tasso d'interesse reale



Bretton Woods II: I flussi di risparmio dai Paesi emergenti supportano i consumi globali



- I surplus commerciali nei Paesi emergenti sono reinvestiti prevalentemente nel sistema finanziario USA
- La specializzazione delle economie emergenti in beni di produzione globali contribuisce a limitare la pressione inflazionistica

P I M C O

PIMCO Europe Ltd, UK. Regulated by FSA. For the addressee only, not a public offer

Asset Pump: Le attività reali hanno un limitato potenziale di rivalutazione ulteriore dei prezzi

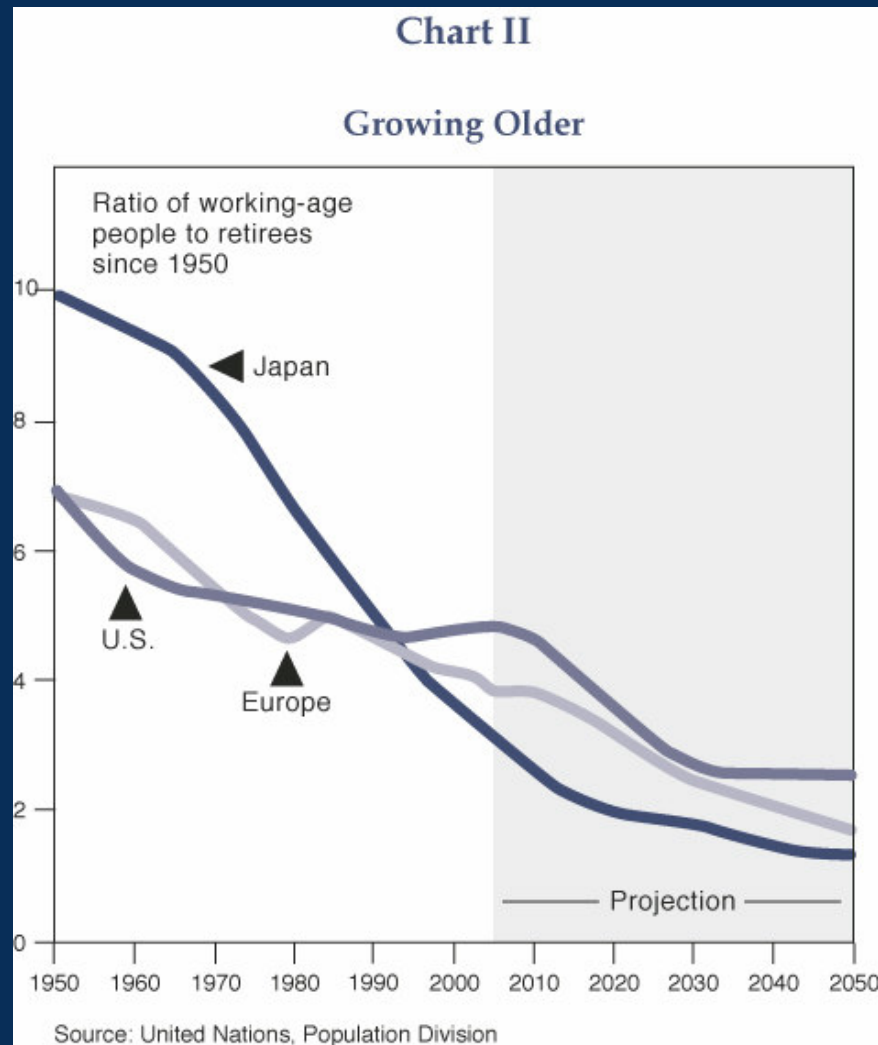


- Solo il 3% di inflazione al consumo dopo 5 anni di inflazione dei prezzi delle attività reali
- US TIPS attualmente valgono 110 con l'1% di rendimento reale
- ***Il prezzo da qui potrà crescere ancora fino a 115 o allo 0% di rendimento reale***
- Il potenziale di reflazione attraverso tassi d'interesse più bassi è limitato:
 - Il libero scambio di beni di produzione
 - Basso costo del lavoro in EM
 - Debito crescente in USA
 - Investimenti legati all'aumento demografico

P I M C O

PIMCO Europe Ltd, UK. Regulated by FSA. For the addressee only, not a public offer

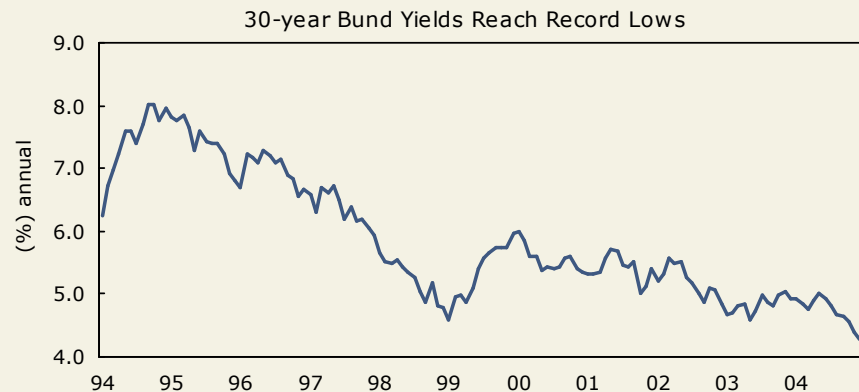
Demografia: Un numero minore di lavoratori attivi con pensionati



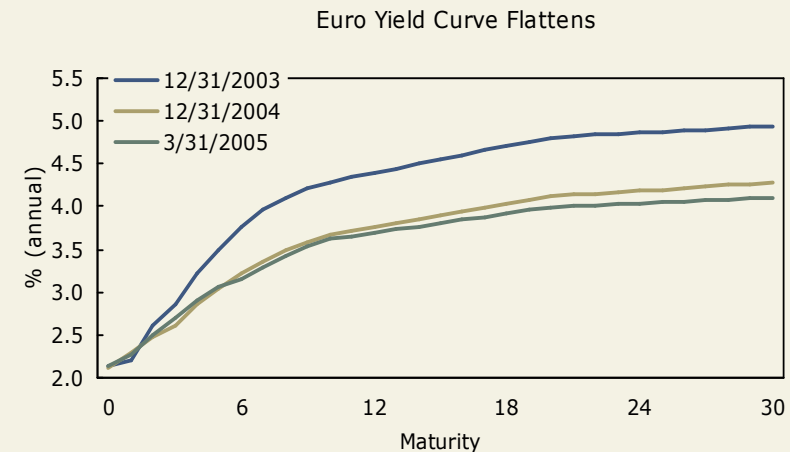
Vincenti: EuroBond a lungo termine continueranno ad avere fattori a supporto

As of 31 March, 2005

- Il Bund a 30 anni, a 3,75% annuo ha raggiunto il rendimento minimo storico



- La curva dei rendimenti continuerà ad appiattirsi in quanto la domanda dei fondi pensione nell'ambito di modifiche legislative supportano i bond a lungo termine
 - La domanda potenziale dei fondi pensione olandesi è di 250 mld euro



Un potenziale cambiamento stabile nell'inclinazione della curva euro

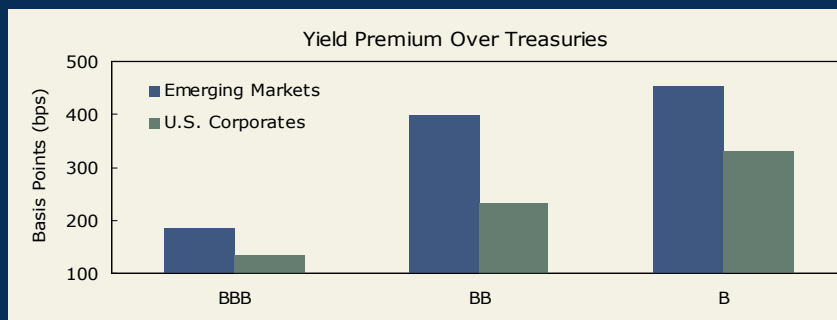
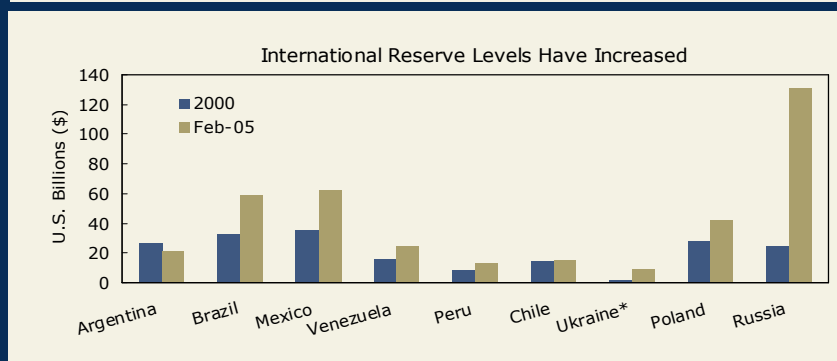
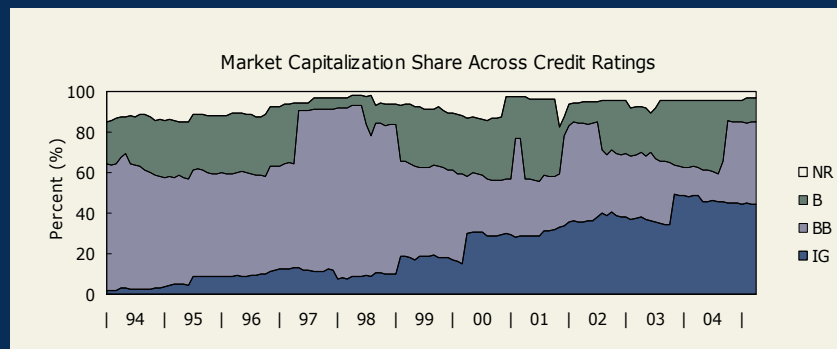
PIMCO

PIMCO Europe Ltd, UK. Regulated by FSA. For the addressee only, not a public offer

Vincenti: I mercati emergenti rimangono attraenti su base fondamentale e relativa

As of March 31, 2005

- Politiche economiche forti e migliori fondamentali hanno condotto ad un miglioramento generalizzato nella qualità del credito
- Quasi il 50% delle emissioni sono ora "investment grade"
- Un alto livello delle riserve internazionali dei paesi EM può costituire un supporto in un ambiente esterno variabile
- Nonostante il miglioramento dei fondamentali e del merito di credito, gli spread e i rendimenti dei titoli EM rimangono attraenti

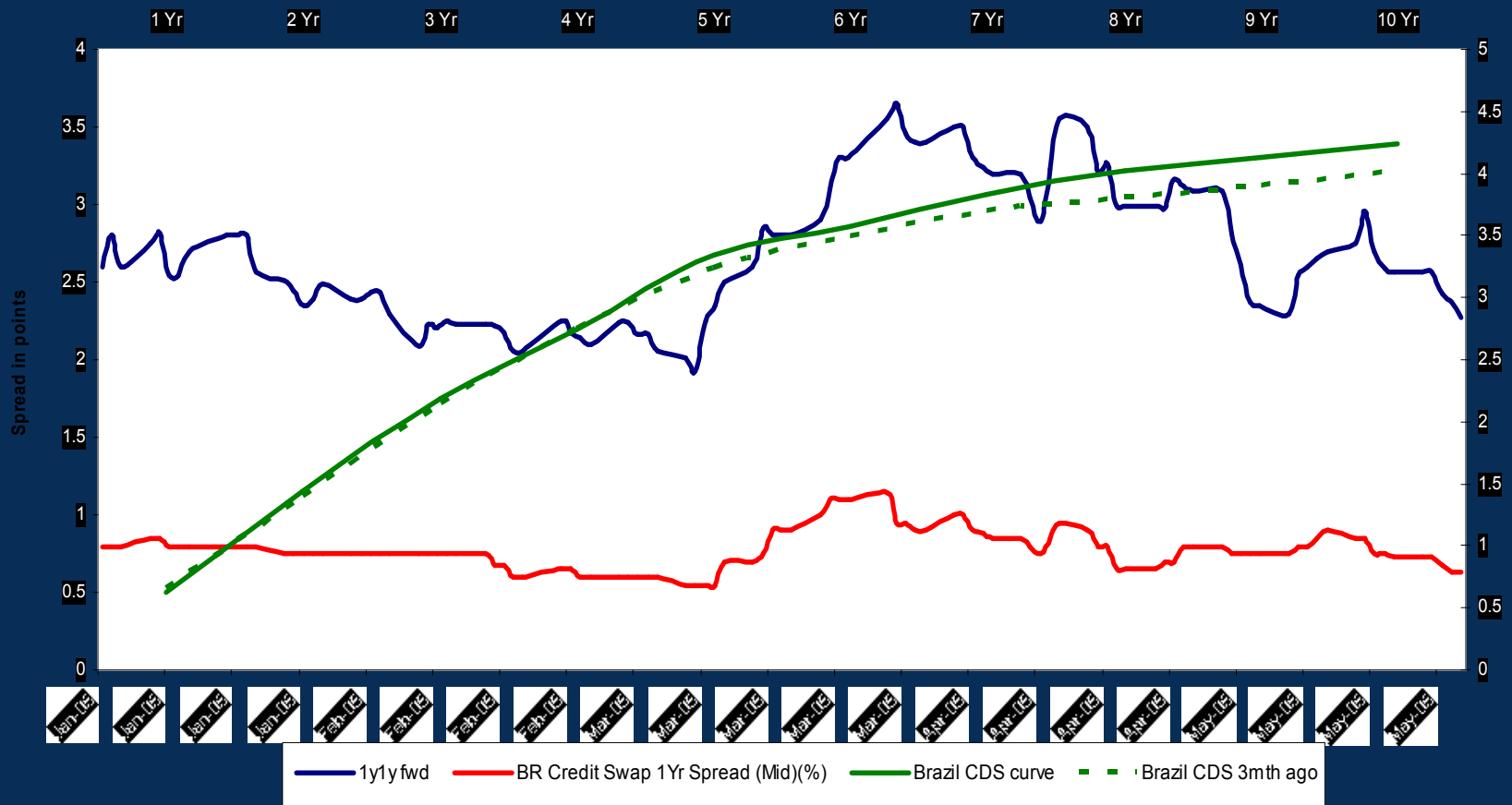


SOURCE: PIMCO, J.P. Morgan Chase, Bloomberg Financial Markets, IMF, Official country sources
 The credit quality of a particular security or group of securities does not ensure the stability or safety of the overall portfolio.
 * Ukraine data as of 12/31/04.

PIMCO

PIMCO Europe Ltd, UK. Regulated by FSA. For the addressee only, not a public offer

Alpha Generation: Il Credit Default Swaps sul Brasile si presenta vantaggioso

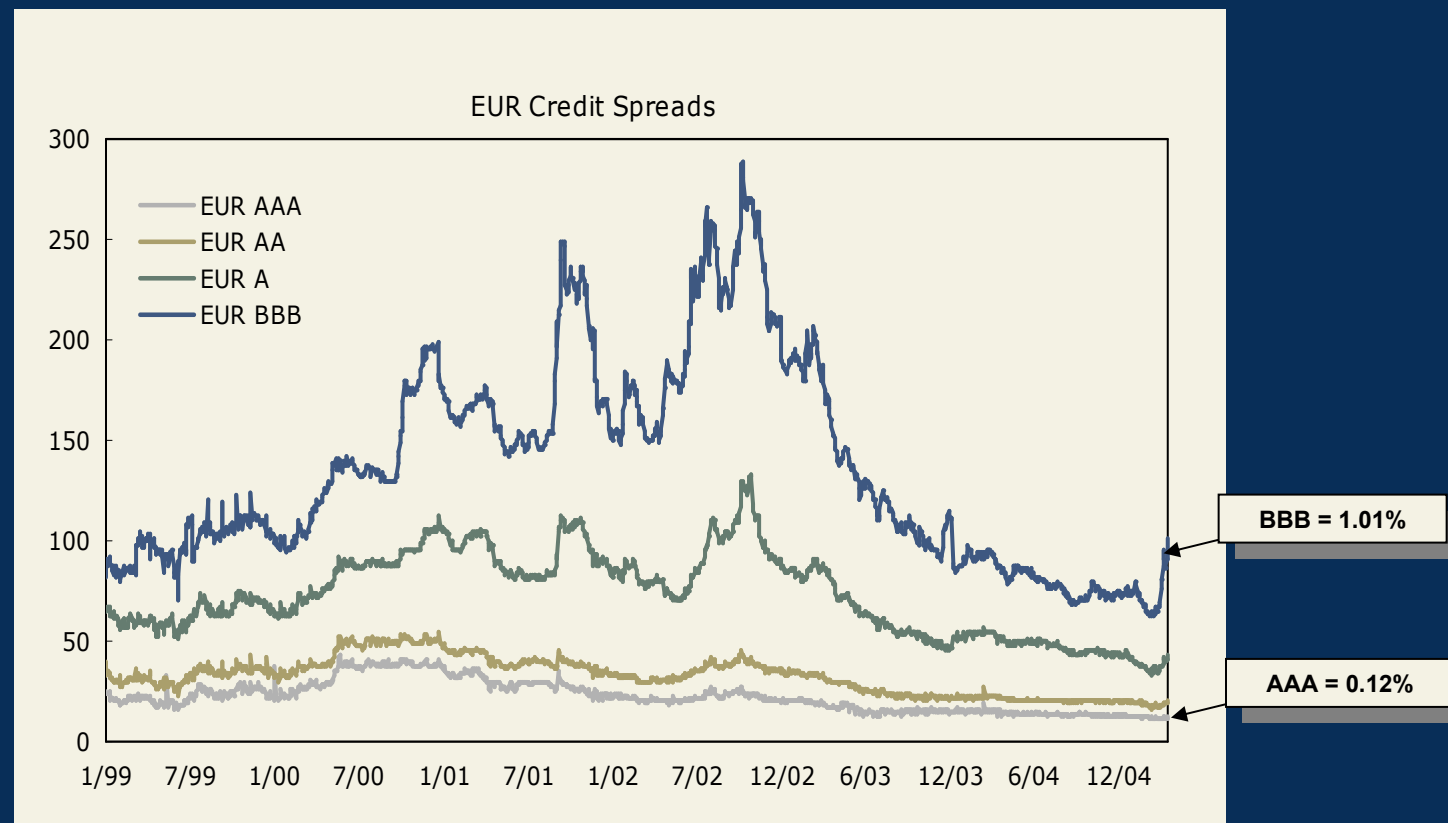


Alla fine di maggio il CDS sul Brasile ad un anno fra un anno forward ha un rendimento di 200 bps superiore al CDS a contante

PIMCO

PIMCO Europe Ltd, UK. Regulated by FSA. For the addressee only, not a public offer

Perdenti: Corporate Bonds non sono interessanti come nel 2003 e nel 2004



La maggior parte dei Corporate euro ha spread troppo bassi

As of 31 March 2005

SOURCE: Bloomberg Financial Markets, Merrill Lynch Indices on 10-year corporate spreads versus 10-year bunds

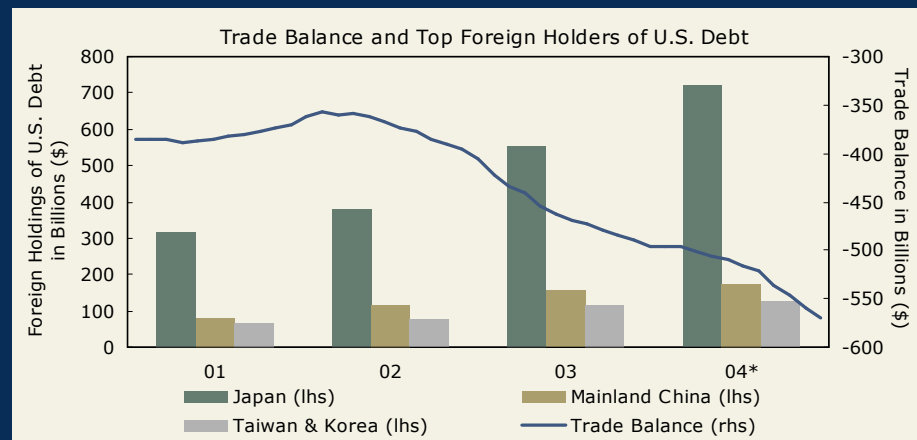
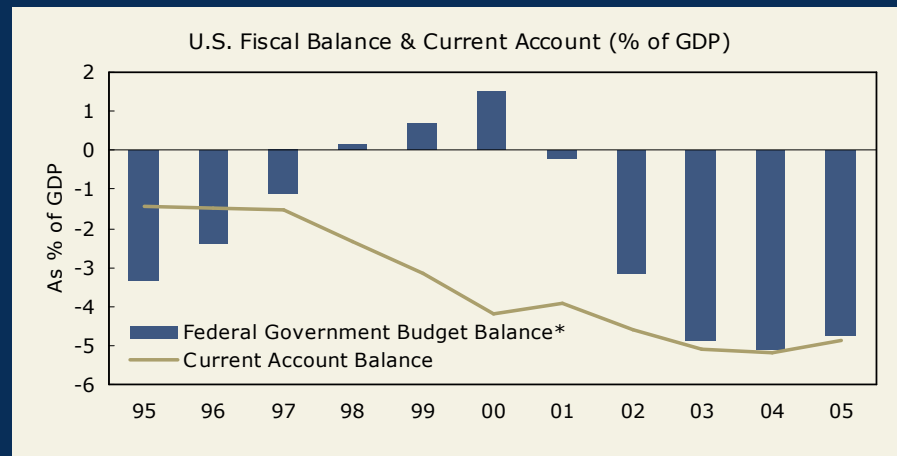
This chart does not reflect any PIMCO account, product or strategy. **Past performance is no guarantee of future results** and no representation is being made that the above scenarios will be repeated.

P I M C O

PIMCO Europe Ltd, UK. Regulated by FSA. For the addressee only, not a public offer

Perdenti: Dollaro U.S. ancora sotto pressione

- I deficit gemelli persisteranno, con probabilità di ulteriore peggioramento, minando la fiducia nella attività finanziarie USA
- U.S. trade deficit continua a peggiorare, in conseguenza sia dei prezzi petroliferi in aumento sia per la debole crescita globale che limita le esportazioni
- La quota estera del debito USA specialmente fra I paesi asiatici, è elevato storicamente e può aver raggiunto un massimo, in quanto le banche centrali cominciano a diversificare le riserve nelle altre divise principali



* Top Foreign Holders of U.S. Debt through September 2004.
SOURCE: OECD, EIU, Bloomberg Financial Markets, Commerce U.S. Treasury Department