

Crescita resiliente, rischi in aumento

Potenti cambiamenti geopolitici e tecnologici di lungo periodo orientano le prospettive economiche e d'investimento sull'orizzonte ciclico, con resilienza nello scenario di base e rischi accentuati attorno ad esso.

A cura di **Tiffany Wilding**, Economista di PIMCO e **Andrew Balls**, Global CIO Fixed Income di PIMCO

I nostri temi macroeconomici

Forze di lungo periodo orientano le tendenze cicliche

Con il proseguire della frammentazione geopolitica, gran parte delle principali economie sta assorbendo gli aumenti dei prezzi energetici e dei dazi meglio del previsto. Nello scenario di base ci aspettiamo che la crescita globale resti resiliente nell'orizzonte ciclico dei prossimi sei-12 mesi assieme al moderarsi dell'inflazione.

Tre fattori di supporto potrebbero sostenere una protratta resilienza

Un ciclo di investimenti in IA in espansione, la capacità dei consumatori e della Cina di assorbire i costi più alti e un approccio incrementale delle banche centrali possono aiutare a sostenere la crescita e al contempo contenere l'inflazione.

Si potrebbe delineare una varietà di esiti se questi fattori di supporto venissero meno

I fattori che sostengono la resilienza attuale sono sempre più interconnessi e potrebbero essere messi alla prova se il boom dell'IA si affievolisse, lo shock energetico peggiorasse o le condizioni finanziarie si deteriorassero, in particolare considerando che le valutazioni degli attivi potrebbero non riflettere appieno questi rischi.

I nostri temi di investimento

L'impegno delle banche centrali a contenere l'inflazione può fornire un quadro di supporto per l'obbligazionario

Il conflitto in Medio Oriente ha innescato uno shock sui prezzi dell'energia, portando gli investitori a scontare aspettative di tassi di interesse più alti. I recenti interventi di politica monetaria possono rafforzare la credibilità della Federal Reserve e di altre banche centrali, il che può aiutare a ridurre l'incertezza per gli investitori rispetto alle prospettive a medio termine dei rendimenti.

I rendimenti obbligazionari più elevati possono offrire flussi finanziari e mitigazione dei rischi di ribasso mentre la diversificazione globale sostiene la resilienza

Gli alti rendimenti di partenza possono favorire un ruolo più rilevante dei flussi cedolari in una varietà di scenari. La diversificazione globale può consentire di attingere a fonti interessanti di rendimento con portafogli concepiti per far fronte a una varietà di esiti.

Essere selettivi nel credito e nella sfera dello sviluppo dell'IA

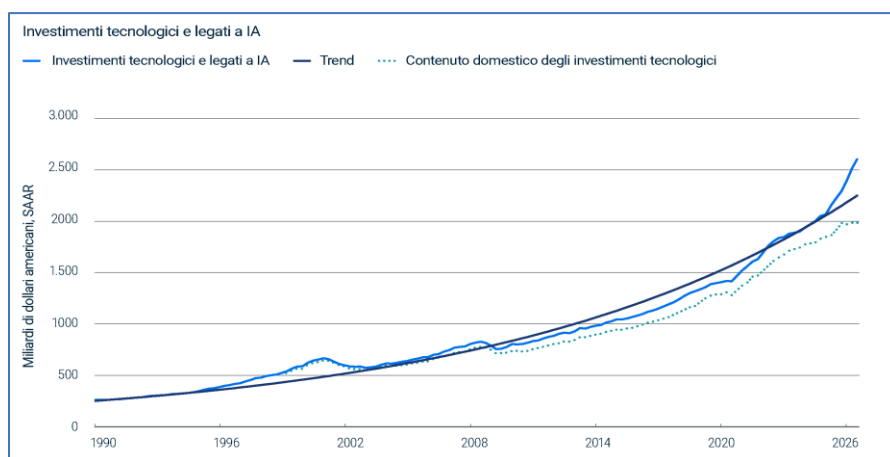
Noi restiamo focalizzati sul valore e sulla mitigazione del rischio di ribasso, puntando a un'adeguata remunerazione del rischio. Nel credito legato all'IA questo può significare richiedere una maggiore contropartita per il rischio regolamentare e legale nonché per aspetti politici legati alle elezioni di metà mandato negli Stati Uniti.

Prospettive economiche: forze strutturali, implicazioni cicliche

Forze secolari, di più lungo periodo, orientano le prospettive sull'orizzonte ciclico dei prossimi sei-12 mesi. Nel nostro *Secular Outlook* di giugno 2026 "[Punto di rottura e resilienza](#)" abbiamo messo in luce il disgregarsi delle alleanze tradizionali nel commercio, nella sicurezza e sul fronte finanziario, che avevamo già evidenziato nel nostro *Secular Outlook* 2025 "[L'era della frammentazione](#)". Ne discende che la geopolitica esercita un'influenza più diretta su crescita e inflazione.

Con l'arretramento della globalizzazione, governi e imprese hanno avuto motivazioni più impellenti per investire nello sviluppo di società e filiere più resilienti. Questo imperativo ha coinciso con l'emergere dell'intelligenza artificiale (IA), creando una potente interazione tra innovazione tecnologica e sicurezza economica. La rapidità degli investimenti in IA, di sviluppo e adozione di questa tecnologia, è stata dunque dettata da priorità sia delle imprese che di interesse nazionale. Il risultato è un ciclo di investimenti paragonabile a quello dello sviluppo delle telecomunicazioni e di internet negli anni '90 ma a un ritmo ancor più sostenuto (cfr. Figura 1). Il paradosso è che questo boom di investimenti che alimenta la crescita genera al contempo nuove fonti di incertezza, in un contesto in cui si delineano preoccupazioni per un'evoluzione delle capacità dell'IA che potrebbe essere più veloce del sistema di politiche di sicurezza e regole per governarla.

Figura 1 – Investimenti legati alla tecnologia negli Stati Uniti



Fonte: U.S. Bureau of Economic Analysis National Income and Product Accounts, dati al 30 giugno 2026. SAAR = tasso annualizzato destagionalizzato.

Su un altro versante, i netti rincari dei prezzi energetici a seguito del conflitto in Medio Oriente hanno spinto al rialzo l'inflazione complessiva. Questo ha determinato un cambiamento nelle aspettative di politica monetaria dopo l'avvio del conflitto che ha portato i mercati a scontare aumenti dei tassi di interesse e a far salire i rendimenti obbligazionari. Tra gli effetti a cascata rientrano tassi più alti sui mutui e incremento della spesa per interessi sul debito per imprese e governi, tutti fattori che potrebbero potenzialmente ostacolare la crescita.

L'economia globale tuttavia è rimasta resiliente, anche in Paesi importatori di energia e partner commerciali degli Stati Uniti alle prese con dazi più elevati. La principale eccezione è rappresentata dalla Cina dove la crisi immobiliare prolungata e ancora in corso, la domanda interna debole e l'abbondante capacità produttiva gravano sull'attività economica e sull'inflazione.

L'aumento dei costi energetici ha avuto ripercussioni soltanto modeste sull'inflazione *core* e sulla crescita dei salari nominali. Le banche centrali sono rimaste focalizzate sui rischi di inflazione e sul mantenere le aspettative di inflazione bene ancorate. L'ulteriore restrizione monetaria stimata nelle economie dei mercati sviluppati (MS) e in quelli emergenti (ME) è stata ben comunicata e in larga misura adesso è già scontata nei prezzi di mercato. Il nostro scenario di base è che la Federal Reserve e altre principali banche centrali non avranno necessità di attuare una stretta monetaria al livello attualmente riflesso nei prezzi di mercato.

Ci aspettiamo pertanto la prosecuzione di crescita globale stabile come scenario di base e il moderarsi dell'inflazione con l'attenuarsi dello shock dei prezzi dell'energia. Queste prospettive di base relativamente favorevoli poggiano in parte sul presupposto di un calo dei prezzi energetici nel tempo in linea con le aspettative riflesse sui mercati dei futures. Un'escalation del conflitto in Iran o la sua risoluzione tuttavia potrebbero potenzialmente comportare significativi movimenti dei prezzi. A un livello più fondamentale, le prospettive favorevoli poggiano su tre fattori economici di supporto:

- 1. Prosecuzione del ciclo di investimenti in IA a livello globale senza surriscaldamento ciclico.** La domanda legata all'IA continua a superare l'offerta. Per finanziare lo sviluppo delle infrastrutture per l'IA, i maggiori hyperscaler sono passati dall'attingere al cash flow operativo e al proprio bilancio al ricorso all'emissione di debito e a impegni fuori bilancio. Gli investimenti in infrastrutture per l'IA stanno accelerando anche a livello globale, anche se Stati Uniti e Cina restano i leader.
- 2. Famiglie e Cina continuano a far fronte ai rincari energetici a livello globale.** I solidi bilanci delle famiglie hanno fornito sostegno ai consumi grazie ai risparmi accumulati. La Cina ha assorbito gli aumenti dei costi di produzione, contenendone la trasmissione ai prezzi delle merci globali, attraverso la riduzione dei margini, attingendo alle scorte e orientando la domanda interna verso fonti di energia rinnovabile.
- 3. Approccio incrementale delle banche centrali e propensione al rischio legata all'IA aiutano a mantenere condizioni finanziarie relativamente stabili.** La crescita dei salari e le pressioni sul costo unitario del lavoro sono in moderazione, le aspettative di inflazione a lungo termine restano ancorate e gran parte della spinta inflazionistica attuale è il riflesso dei prezzi dell'energia e di altri costi non legati al lavoro. Ci aspettiamo che la Fed sotto la guida del presidente Kevin Warsh mantenga il proprio quadro di riferimento generale di politica monetaria e obiettivo di inflazione al 2%, anche se cambiamenti nella comunicazione da parte della banca centrale americana potrebbero generare volatilità sui tassi a breve.

Al di sotto di questi fattori di supporto, l'IA sta ridisegnando la composizione della crescita e dell'inflazione. Gli investimenti stanno determinando aumenti dei prezzi di alcuni input necessari mentre le aspettative di crescita della produttività alimentata dall'IA stanno sostenendo i prezzi azionari e generando un effetto ricchezza.

L'intelligenza artificiale potrebbe già star contribuendo a cambiamenti strutturali nel mercato del lavoro. Le assunzioni sono diminuite in modo sproporzionato in alcune occupazioni più retribuite esposte alla tecnologia mentre le pressioni salariali si sono moderate. Se queste tendenze si radicheranno, l'IA potrebbe innalzare la produttività e al contempo frenare l'aumento del costo del lavoro con effetti di controbilanciamento sull'inflazione più in generale.

Scenario di base favorevole ma code spese

Se da un lato il nostro scenario di base dipende dalla durevolezza dei tre fattori di supporto poc'anzi illustrati, dall'altro i principali rischi di ribasso sono rappresentati dall'eventualità del venir meno di uno o più di questi fattori. Poiché gli investimenti in IA, la ricchezza delle famiglie e le condizioni finanziarie sono diventati sempre più interconnessi, il venir meno di uno dei fattori di supporto potrebbe infatti esercitare ulteriore pressione sugli altri. L'ampio range di possibili esiti evidenziati dalle nostre analisi su ambo gli estremi dello scenario di base (cd. "code spese") sono legati ai seguenti principali rischi:

Rischio 1: Rallentamento o contrazione degli investimenti in IA, che sono il principale motore di crescita economica

Un vero e proprio crollo degli investimenti in IA appare improbabile nell'orizzonte ciclico, a nostro giudizio. Lo sviluppo di data center, infrastrutture di comunicazione e di generazione di energia, è ancora agli albori mentre gli investimenti in chip, computer e attrezzature correlate restano robusti.

Tuttavia, gli investimenti in IA potrebbero sostenere meno la crescita anche in assenza di una loro contrazione. Se la crescita degli investimenti rallentasse, il loro contributo alla crescita del PIL si attenuerebbe. Preoccupazioni per l'incolumità, falle nella sicurezza, opposizione politica (soprattutto prima delle elezioni di metà mandato negli Stati Uniti) e vincoli infrastrutturali sono tutti fattori che potrebbero rallentare gli investimenti in IA come del resto anche condizioni finanziarie inasprite potrebbero agire in tal senso. La resilienza economica a quel punto dipenderebbe in misura maggiore dal realizzarsi di incrementi di produttività legati all'IA con sufficiente tempestività da supplire al minore impulso derivante dagli investimenti.

Sull'orizzonte secolare pluriennale, una crisi dell'IA resta un rischio significativo, sebbene profondamente incerta nei tempi. L'adozione della tecnologia potrebbe continuare anche se la monetizzazione e l'utilizzo deludessero le aspettative. Una correzione dell'azionario legato all'IA potrebbe generare un significativo effetto ricchezza negativo, anche se in confronto il credito di alta qualità legato a IA rimane al riparo. Sia le famiglie americane sia gli investitori privati esteri al momento presentano una considerevole esposizione all'azionario americano.

Rischio 2: Peggioramento dello shock di offerta energetica e prezzi dell'energia superiori alle aspettative dei mercati

Le tensioni in Medio Oriente stanno comportando interruzioni nei flussi di petrolio e riduzioni delle scorte anche se le relazioni del Dipartimento dell'Energia degli Stati Uniti indicano aumento dei flussi attraverso lo Stretto di Hormuz nelle ultime settimane. El Niño potrebbe comportare ulteriori rischi per l'inflazione tramite i canali dei generi alimentari, dei fertilizzanti e dei trasporti marittimi. Uno shock energetico più severo o persistente, oltre ad aumentare il rischio di interventi di politica monetaria, potrebbe gravare ulteriormente sui redditi reali di famiglie e imprese e mettere alla prova la capacità della Cina di continuare ad assorbire costi più alti degli input.

Rischio 3: Brusco inasprimento delle condizioni finanziarie

Lo stratificarsi di shock sul lato dell'offerta alimenta l'inflazione e allo stesso tempo erode la domanda. Questo potrebbe contribuire a condizioni finanziarie globali più aspre, vale a dire tassi di interesse più alti, stretta nell'accesso al credito, spread creditizi più ampi e altri fattori che in generale tendono a ostacolare la crescita.

Una politica monetaria più restrittiva è un potenziale catalizzatore. Dopo diversi anni di inflazione al di sopra dell'obiettivo e di shock sul lato dell'offerta, le banche centrali potrebbero dare più peso al rischio che un altro shock temporaneo possa radicarsi nelle aspettative di inflazione. In questo scenario, le autorità monetarie potrebbero operare una stretta più decisa di quanto al momento sia riflesso nei prezzi di mercato.

Le condizioni finanziarie potrebbero inoltre inasprirsi per altre ragioni. Gli investitori potrebbero richiedere una maggiore remunerazione per un'ampia gamma di attivi al crescere dell'incertezza, soprattutto se la fiducia nel ciclo di investimenti in IA si indebolisse e al contempo i prezzi dell'energia restassero elevati. Tassi più alti potrebbero mettere a nudo vulnerabilità e accrescere il rischio di incidenti sui mercati finanziari.

I disavanzi pubblici restano un nodo

Gli aumenti dei prezzi dell'energia, che hanno esercitato pressioni rialziste sui rendimenti obbligazionari globali, si aggiungono ai costi di finanziamento per i governi in una stagione in cui i rapporti debito/PIL sono vicini ai massimi storici in gran parte delle economie e lo spazio fiscale è limitato. Tuttavia il debito sovrano resta sostenibile in gran parte dei Paesi dei mercati sviluppati, a nostro giudizio, nonostante l'aumento dei rendimenti obbligazionari a livello globale. Regno Unito, Italia e Giappone restano vulnerabili, e sempre di più lo è il Giappone viste le recenti politiche che contribuiscono ai disavanzi, tuttavia le traiettorie dei debiti di questi Paesi appaiono sostenibili alla luce dei loro attuali orientamenti di finanza pubblica.

Due Paesi spiccano per traiettoria del debito più sfidante: gli Stati Uniti e la Francia. Anche se un conflitto prolungato con l'Iran potrebbe richiedere ulteriore spesa pubblica nel nostro orizzonte ciclico, gli Stati Uniti conservano importanti vantaggi. Emettono la valuta di riserva mondiale. La loro tassazione è inferiore a quella di gran parte delle altre economie sviluppate e dunque c'è spazio per ampliare il gettito se emerge la volontà politica in tal senso. Inoltre, se si considera il rapporto debito/patrimonio anziché il parametro convenzionale del debito/PIL, la posizione di finanza pubblica degli Stati Uniti risulta notevolmente più robusta.

La Francia potrebbe avere meno spazio di manovra. A differenza degli Stati Uniti, la pressione fiscale già alta lascia meno margine per aumentare il gettito. Alla fine una stretta di bilancio sarà necessaria per stabilizzare la traiettoria del debito, tuttavia una soluzione a breve termine appare difficile viste le incognite delle prossime presidenziali e la scarsa propensione a riforme impopolari.

Ci aspettiamo che preoccupazioni per i quadri di finanza pubblica continueranno a innescare episodica volatilità sui mercati globali. Tuttavia gli investitori ora vengono remunerati per quei rischi con rendimenti dei titoli sovrani che sono più alti rispetto a un anno fa. Inoltre, se i governi affronteranno le necessarie riforme, di cui il piano di stretta di bilancio nel Regno Unito può rappresentare un valido esempio, c'è spazio di discesa per i tassi sui titoli governativi.

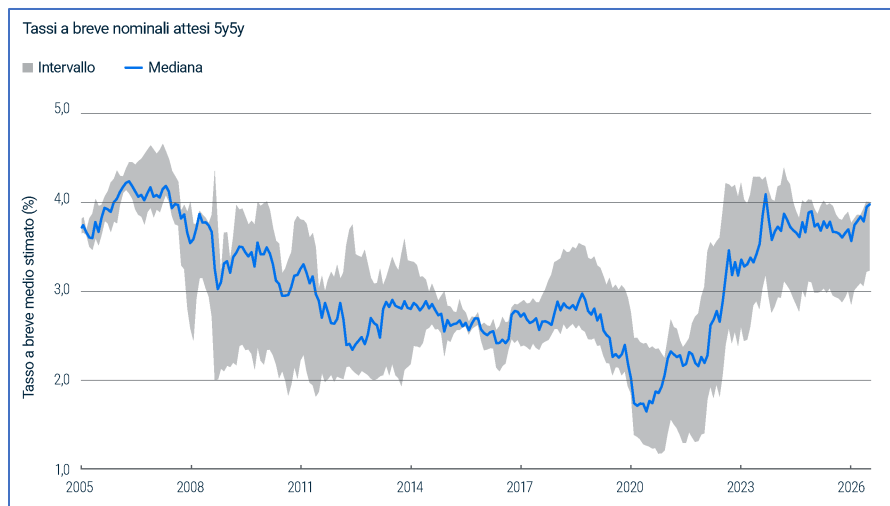
Prospettive per gli investimenti: implicazioni dei rendimenti in aumento per l'obbligazionario

Nel nostro *Secular Outlook 2024* "[Il vantaggio del rendimento](#)" avevamo esaminato come l'impennata dell'inflazione successiva alla pandemia e il ciclo di rialzi dei tassi avessero prodotto un riposizionamento a livelli più alti dei rendimenti obbligazionari di stampo generazionale. Quest'anno, il conflitto in Medio Oriente ha innescato un nuovo shock sul fronte dell'inflazione che ha innalzato ulteriormente i rendimenti obbligazionari. I rendimenti più alti attuali possono offrire flussi cedolari che possono aiutare a compensare le flessioni dei prezzi dei titoli in una misura che non era possibile nel 2022. Tuttavia, il percorso di rialzo è stato difficile per gli investitori.

Per capire dove i rendimenti potrebbero arrivare, è utile analizzare perché sono saliti. Diverse forze hanno contribuito a questo movimento, alcune più di altre:

- **Gli aumenti dei prezzi dell'energia, e il loro impatto sulle aspettative di politica monetaria, sono stati il fattore principale che ha spinto i rendimenti reali a livelli più alti.** I rendimenti obbligazionari sia reali (vale a dire, al netto dell'inflazione) che nominali sono saliti in modo significativo dopo la pandemia. Il loro aumento degli ultimi tempi è il riflesso dei rincari dei prezzi energetici che hanno oscurato i trend disinflazionistici più generali e indotto i mercati a riflettere nei prezzi aspettative di maggiori rialzi dei tassi rispetto a prima. Soprattutto, sono stati i rendimenti reali, non le aspettative di inflazione, la forza primaria che ha spinto verso l'alto i rendimenti nominali negli ultimi mesi. Infatti i tassi di inflazione di pareggio a 10 anni dimostrano che le aspettative di inflazione restano largamente immutate. Un prolungato conflitto in Medio Oriente potrebbe alla fine inasprire in modo considerevole le condizioni finanziarie globali attraverso una gamma più ampia di variazioni dei prezzi degli attivi, non soltanto attraverso tassi più alti, il che potrebbe potenzialmente penalizzare la crescita in particolare per i Paesi importatori di energia.
- **I rendimenti reali riflettono due componenti: il tasso neutrale reale, che è salito, e il premio a termine che non è aumentato.** Le stime del tasso neutrale reale (noto come r^* , o r -star) negli Stati Uniti sono salite. Il punto centrale di diverse misure negli Stati Uniti suggerisce che r^* , che è il tasso di interesse di base corretto per l'inflazione che non è né di stimolo né di freno per un'economia, potrebbe essere salito intorno a 1,5% allo stato attuale da circa 0,5% prima della pandemia. Gran parte di quell'aumento pare ascrivibile a una potenziale maggiore crescita degli Stati Uniti sostenuta da investimenti e produttività più robusti. Le stime di tasso di interesse a breve medio atteso inglobate nel tasso a termine sui successivi cinque anni tra cinque anni (5y5y) sono anch'esse aumentate (cfr. Figura 2). Per contro, il modello sviluppato dagli economisti della Fed di New York Adrian, Crump e Moench (ACM) indica che il premio a termine (vale a dire la remunerazione degli investitori per il rischio di detenere obbligazioni a più lunga scadenza) è rimasto più stabile.

Figura 2 – Le stime del tasso a breve atteso inglobate nel tasso a termine 5y5y sono aumentate



Fonte: elaborazioni di PIMCO al 30 giugno 2026 sulla base degli studi di D'Amico, Kim e Wei (DKW, 2018); Adrian, Crump e Moench (ACM, 2013); Kim e Wright (KW, 2005); Christensen, Diebold e Rudebusch (CDR, 2011). **A scopo puramente illustrativo.**

- **Le preoccupazioni di finanza pubblica non sono state un fattore significativo nel recente aumento dei rendimenti.** Le questioni di finanza pubblica non sono una novità e appaiono già inglobate nei prezzi di mercato. I rendimenti sono saliti sulle varie scadenze obbligazionarie e non principalmente sui titoli a più lungo termine che tendono a essere più sensibili a preoccupazioni per il quadro fiscale. Inoltre, i rendimenti sono saliti a livello globale, compreso in Paesi con prospettive fiscali più robuste rispetto a quelle americane. Il principale rischio sul fronte del bilancio pubblico che potrebbe spingere i rendimenti obbligazionari al rialzo e rendere le curve più ripide è un maggior allentamento fiscale.
- **La scala delle emissioni di debito societario legato allo sviluppo dell'IA potrebbe essere un fattore che ha contribuito.** Le robuste emissioni di titoli da parte degli hyperscaler in una fase di elevata offerta dei Treasury potrebbero spiegare una parte dell'aumento dei rendimenti, sebbene i dati traccino un quadro più complesso.

Guardando al futuro, il nostro scenario di base è che le banche centrali resteranno impegnate in modo credibile a domare l'inflazione. Questo può fornire un quadro di supporto per le obbligazioni aiutando a ridurre l'incertezza per gli investitori sulle prospettive a medio termine dei rendimenti. In definitiva questo può aiutare a ripristinare la correlazione negativa tra azionario e obbligazionario che rende la duration un'efficace copertura per i portafogli. Tali correlazioni negative tendono a riaffermarsi nel tempo.

Oggi gli investitori vengono remunerati per tassi neutrali più alti. I rendimenti di partenza, storicamente altamente correlati ai risultati sui cinque anni successivi, rendono l'obbligazionario un investimento che potenzialmente può generare flussi finanziari interessanti e al contempo fornire efficace copertura rispetto a prospettive più incerte.

Anche dopo il recente aumento, i rendimenti obbligazionari sono tornati prossimi alle loro medie storiche di lungo periodo, livelli che non si vedevano dagli anni '90 e dai primi anni 2000, prima dell'epoca di soppressione dei tassi seguita alla crisi finanziaria globale. Anche se i rendimenti reali potrebbero salire

ancora, i loro livelli attuali offrono flussi cedolari che possono essere di supporto in una gamma di scenari. L'obbligazionario non ha bisogno che i tassi scendano per generare validi risultati in termini assoluti e relativi ma esistono anche scenari più positivi se i tassi scendono, ad esempio se si materializzasse disinflazione derivante dall'IA.

Come costruire resilienza in portafoglio

Con un quadro globale in cui lo scenario centrale è favorevole ma la distribuzione evidenzia code spesse, gli investitori dovrebbero puntare a portafogli che possono essere resilienti in una varietà di scenari.

Detenere un portafoglio globale diversificato di duration di alta qualità

Gli interessanti rendimenti di partenza, e i flussi cedolari che possono offrire, rappresentano un significativo fattore mitigante rispetto a rischi di esiti estremi (rischi di coda) per l'inflazione, preservando al contempo il potenziale dell'obbligazionario di fornire copertura in caso di attenuazione dell'impulso degli investimenti legati all'IA o di uno shock sul fronte della crescita. Un'allocazione obbligazionaria globale, sui mercati sviluppati ed emergenti, può aiutare a diversificare rispetto a fattori specifici a livello di Paese, tra cui i rischi di finanza pubblica.

Il nostro orientamento rispetto al posizionamento sulla curva sta diventando più bilanciato in quanto adesso si possono riscontrare validi rendimenti sulle varie scadenze. Troviamo tuttora interessanti i Treasury sulle scadenze intermedie (da cinque a sette anni) e stiamo diventando più costruttivi sui titoli a più lunga scadenza con l'aumento dei rendimenti. Ravvisiamo valore per gli investitori pazienti con un orizzonte temporale a medio termine.

I dati segnalano il persistere di una sovra-allocazione in azionario e in liquidità rispetto alla media storica da parte delle famiglie e una loro sotto-allocazione in obbligazionario, nonostante i rendimenti obbligazionari oggi possano essere comparabili all'earnings yield azionario.

Essere selettivi nel credito e nella sfera dell'IA

Lo sviluppo dell'IA è al centro delle opportunità di investimento nel credito. Una parte consistente degli investimenti previsti in IA è stata anticipata all'orizzonte ciclico. Ciò detto, gli spread creditizi sono compressi e le correlazioni legate all'IA in aumento con la crescita delle emissioni di debito in questo settore.

Noi restiamo focalizzati sulla selettività, sul valore su base relativa e sulla mitigazione del rischio di ribasso, puntando a un'adeguata remunerazione del rischio. Nel credito legato all'IA questo può significare richiedere una maggiore contropartita per il rischio regolamentare e legale nonché per aspetti politici legati alle elezioni di metà mandato negli Stati Uniti.

Nella stagione della rivoluzione dell'IA, la diversificazione è sempre più importante. Gli investitori dovrebbero mantenere ampiezza di vedute rispetto a quali settori potrebbero subirne gli effetti dirompenti. Il comparto del software è un ovvio candidato, tuttavia i possibili effetti di questa rivoluzione sono più diffusi e le imprese che restano indietro nella corsa all'adozione dell'intelligenza artificiale sono a rischio di forte penalizzazione. In alcuni ambiti, l'accentuata concorrenza alimentata dall'IA potrebbe non estromettere le imprese dal mercato ma potrebbe esercitare pressioni sui loro margini.

Tassi di interesse più alti influiranno su un ciclo di default nel credito che era già ben avviato. Nel credito diretto alle imprese (direct lending), gli investitori potrebbero andare incontro a delusioni rispetto ai

risultati di anni recenti. L'impatto potrebbe essere amplificato per alcuni dei veicoli con maggiori vincoli di rating e liquidità in larga misura costruiti per contesti favorevoli sul fronte del credito e dei tassi. Molti veicoli di questo tipo hanno registrato crescita significativa negli ultimi anni e adesso incontrano difficoltà sia per i tassi più alti sia per il deterioramento del credito.

Noi puntiamo sulla flessibilità nelle allocazioni nel credito, guidati dalla bussola del valore su base relativa nei vari settori. Riscontriamo tuttora valore interessante nei finanziamenti che possono contare su una base di attivi fisici e nell'asset based lending, anche se la recente sovraperformance ha comportato in alcune aree una diminuzione del vantaggio di valutazione su base relativa.

Considerare le materie prime e gli attivi reali come copertura dei rischi sul lato dell'offerta

In un'epoca di accentuata frequenza degli shock geopolitici, energetici e più in generale sul lato dell'offerta, ai portafogli serve mitigazione rispetto a esiti di inflazione più alta e al contempo crescita indebolita. Materie prime e attivi reali selezionati possono fungere da complemento alla duration, offrendo esposizione proprio in quegli ambiti in cui la scarsità e le pressioni sul lato dell'offerta potrebbero rappresentare ostacoli sia per la crescita economica che per gli attivi finanziari convenzionali.

Conclusioni

Lo scenario di base per questo ciclo resta costruttivo. Tuttavia parte di questa resilienza poggia su un boom di investimenti alimentato da una inconsueta combinazione di opportunità commerciali e urgenza strategica, e che potrebbe procedere a una velocità superiore rispetto ai presidi di controllo. Questa combinazione crea potenziale di aumento sia della produttività che della crescita ma presenta tuttavia code insolitamente spesse sul versante dei rischi.

A nostro giudizio, i portafogli andrebbero posizionati per partecipare alle prospettive favorevoli dello scenario di base e al contempo resistere ai rischi di coda. Con i rendimenti di partenza attuali, l'obbligazionario resta un valido candidato in tal senso.