

PIMCO Secular Outlook: L'era della frammentazione

Con l'ordine mondiale in trasformazione, gli investitori possono rafforzare i portafogli attraverso la diversificazione sui mercati globali e sfruttando i rendimenti appetibili dell'obbligazionario di alta qualità.

A cura di Richard Clarida, Global Economic Advisor di PIMCO

Andrew Balls, Global CIO Fixed Income di PIMCO

Dan Ivascyn, Group CIO di PIMCO

Prospettive economiche

Da oltre 40 anni il Secular Forum annuale di PIMCO è un'occasione per fare un passo indietro rispetto al clamore delle oscillazioni di mercato di breve periodo e riflettere sul quadro generale, sulle forze strutturali che plasmeranno l'economia e i mercati finanziari globali nei successivi cinque anni. Questo esercizio è di particolare importanza nel 2025. L'ordine mondiale tradizionale, nel quale l'economia orientava la politica, è stato capovolto. Adesso è la politica che orienta l'economia. Drastici cambiamenti delle politiche stanno trasformando le alleanze di lunga data sul fronte commerciale, economico e della sicurezza, con effetti destinati a ripercuotersi per anni.

- **L'aumento del debito pubblico limita la flessibilità:** deficit elevati implicano minore spazio di spesa in tempi difficili, amplificando i rischi economici e aumentando l'affidamento sulla politica monetaria delle banche centrali.
- **Un nuovo ordine mondiale:** in un mondo multipolare, i cambiamenti nelle dinamiche commerciali e nelle priorità delle politiche pubbliche potrebbero modificare la domanda di attivi americani rispetto a quelli di altri Paesi. Il Dollaro americano potrebbe indebolirsi ulteriormente ma la perdita del suo status di valuta di riserva globale sull'orizzonte dei prossimi cinque anni appare pressoché impossibile vista la mancanza di alternative realistiche.
- **Si prevede il persistere di volatilità:** la frammentazione delle alleanze sul fronte commerciale e della sicurezza sta diventando una potente fonte di volatilità e incide su quali Paesi e settori prospereranno o saranno in difficoltà.

Implicazioni per gli investimenti

- **Il vantaggio del rendimento:** continuiamo ad evidenziare il vantaggio dei rendimenti nell'obbligazionario di alta qualità che remunera gli investitori con portafogli resilienti. Le valutazioni azionarie restano elevate a livelli analoghi a quelli che in passato hanno preceduto importanti correzioni.
- **La diversificazione su scala globale è cruciale:** le prospettive divergenti per l'inflazione, la crescita e il commercio rafforzano la necessità di un'ampia diversificazione globale. Sia i mercati sviluppati (MS) che quelli emergenti (ME) offrono abbondanti opportunità per distribuire i rischi di portafoglio e puntare a rendimenti attrattivi.
- **Mercati dinamici creano opportunità per la gestione attiva:** i gestori attivi possono privilegiare le obbligazioni interessanti a media scadenza rispetto a quelle a scadenza più lunga, sfruttare i gap valutativi sui mercati pubblici e privati e cogliere opportunità nell'asset based finance in un contesto in cui si accumulano rischi negli spazi di minore qualità, più sensibili al ciclo economico.

Tema secolare: l'era della frammentazione

Nel nostro *Secular Outlook 2024* "[Il vantaggio del rendimento](#)" avevamo indicato che le banche centrali avevano largamente domato l'inflazione e avrebbero presto cominciato ad abbassare i tassi. Avevamo segnalato che i rischi si stavano spostando dalla crescita e dall'inflazione alle valutazioni elevate degli attivi rischiosi e avevamo avvisato che il debito degli Stati Uniti era su una traiettoria insostenibile. Avevamo inoltre evidenziato che lo shock inflazionistico post pandemia e il ciclo di rialzi dei tassi avevano prodotto un riposizionamento dei rendimenti obbligazionari di stampo generazionale dai minimi storici degli anni '10 del 2000 a livelli che deponevano a favore di solide prospettive pluriennali per l'obbligazionario globale.

Molto, a dir poco, è accaduto nei successivi 12 mesi:

- Il secondo mandato di Trump, con un programma inedito di reindirizzamento delle politiche degli Stati Uniti sul fronte fiscale, della regolamentazione, dell'immigrazione, della sicurezza nazionale e del commercio.
- Le banche centrali dei mercati sviluppati hanno avviato il ciclo di allentamento monetario ma i temi del soft landing globale, dell'eccezionalismo americano e della discesa dell'inflazione vacillano di fronte a una prorompente guerra commerciale.
- L'esito delle elezioni ha portato a un radicale cambio di rotta nella politica di bilancio e della difesa della Germania.

In sintesi, l'ordine mondiale tradizionale, nel quale l'economia orientava la politica, è stato capovolto. Adesso è la politica che orienta l'economia, specialmente negli Stati Uniti, e sempre più nella modalità di risposta degli altri Paesi.

La frammentazione delle alleanze sul fronte del commercio e della sicurezza probabilmente diventerà un fattore indipendente che determinerà i vincitori e i perdenti, i cicli economici e la volatilità di mercato. Inoltre adesso entrano nell'agone anche i settori dell'economia sostenuti dalle politiche nazionali al mutare dei governi e delle priorità nelle varie regioni, come dimostrano la svolta degli Stati Uniti a favore dei combustibili fossili compreso nell'automobilistico e una rinnovata attenzione alla difesa in Europa.

Al nostro Secular Forum di quest'anno tra i relatori ospiti abbiamo avuto tra gli altri Robert Lighthizer, ex rappresentante per il commercio degli Stati Uniti nel primo mandato di Trump; Roberto Campos Neto, ex presidente della Banca centrale brasiliana; e Daron Acemoglu, professore al MIT, Premio Nobel per l'economia (trovate l'elenco completo dei relatori ospiti e dei componenti del nostro Global Advisory Board [qui](#)).

Orientamento sulle guerre commerciali e sul futuro del Dollaro

Le azioni legali promosse contro i dazi adottati dagli Stati Uniti, se avranno successo, potrebbero portare a una de-escalation della guerra commerciale che si sta sviluppando, tuttavia crediamo persisterà un'elevata conflittualità legata al commercio. L'incertezza sugli esiti finali sul fronte della politica commerciale e delle alleanze per la sicurezza a livello mondiale ha accresciuto i rischi di ribasso per la crescita globale.

In assenza di risposte ritorsive prolungate nei confronti degli Stati Uniti, la guerra commerciale implica soprattutto una riduzione della domanda di esportazioni, che ha effetti disinflazionistici, per gran parte del

mondo. Il reindirizzamento dell'avanzo commerciale cinese verso il resto del mondo è una chiara fonte di rischio disinflazionistico. Per contro, i rischi di inflazione sono aumentati negli Stati Uniti, quantomeno sul breve periodo, in quanto è cresciuta la probabilità di divergenza fra la politica monetaria americana e quella di altri Paesi.

Nonostante il suo recente indebolimento, crediamo sia pressoché impossibile che il Dollaro perda il suo status di valuta di riserva dominante a livello globale nel nostro orizzonte secolare, in parte per la mancanza di validi contendenti sui mercati valutari, nel debito in valuta estera e nel credito bancario. Il Tesoro degli Stati Uniti continua a professare di volere un Dollaro forte e l'Amministrazione americana sembra aver fatto un passo indietro rispetto all'idea di un accordo di Mar-a-Lago per indebolirlo.

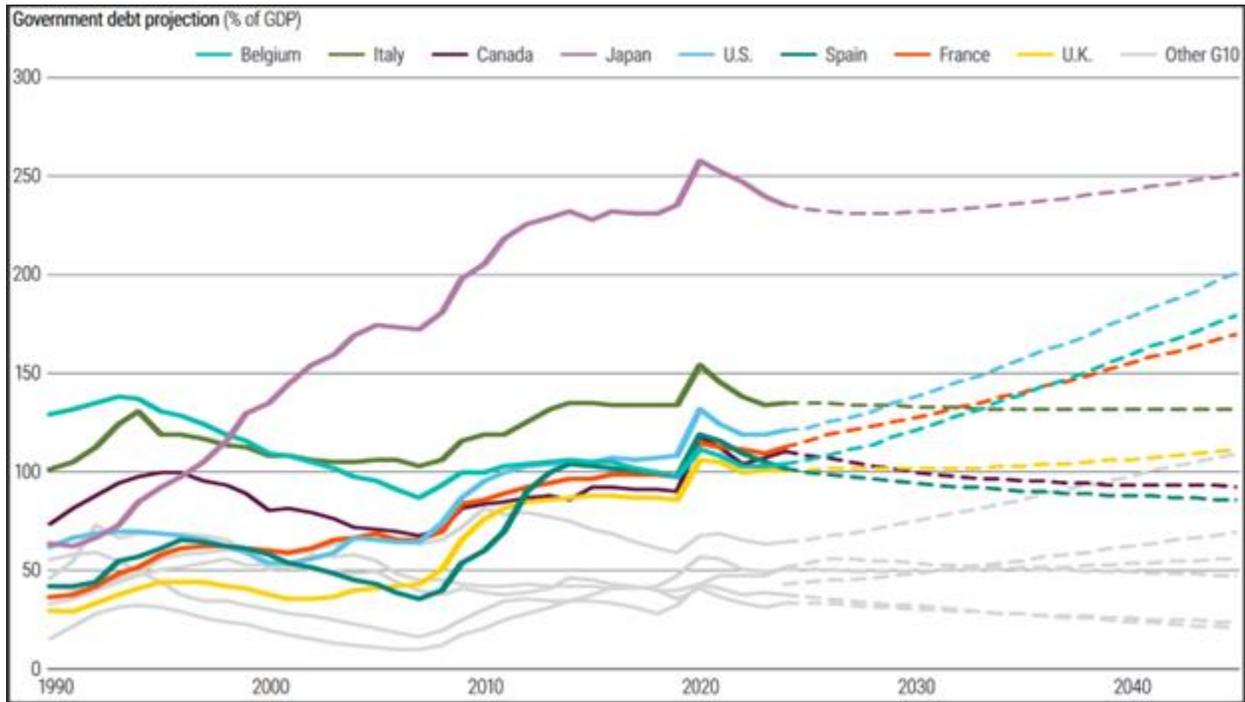
Sono tuttavia possibili ribassi del Dollaro, sia sul breve che sul lungo periodo, che riflettano i cicli storici pluriennali del biglietto verde. Il mutare delle priorità sulla sicurezza e delle politiche più in generale potrebbe modificare la domanda globale di attivi americani ed altri, specialmente a fronte della rivalutazione da parte degli investitori esteri della propria tolleranza a esposizioni in Dollari senza copertura valutaria.

In un mondo più frammentato, ci aspettiamo che il Dollaro continui a perdere quota di mercato nei pagamenti transfrontalieri con il diffondersi e il consolidarsi di strutture regionali (ad esempio, la piattaforma di pagamenti "M-bridge" sviluppata dalla Cina). Con il ribilanciamento ai margini dei portafogli globali verso allocazioni più diversificate negli attivi rischiosi, potrebbe proseguire un graduale allontanamento dal biglietto verde americano.

Il debito incombe

Anche se prossimo ai massimi storici, il debito resta sostenibile in gran parte dei Paesi sviluppati. Tra le eccezioni di spicco figurano il Giappone, gli Stati Uniti e la Francia, dove il debito è su una traiettoria insostenibile a lungo termine, ancor di più dello scorso anno (cfr. Figura 1). I deficit probabilmente rimarranno al di sopra dei livelli pre-pandemia, in parte per via dell'aumento dei costi per gli interessi.

Figura 1 – Il debito appare sostenibile in gran parte dei Paesi, con eccezioni



Gov. debt projection (% of GDP) = Proiezioni dei debiti pubblici (% del PIL)

Other G10 = Altri G10

Fonte: elaborazioni di PIMCO, Bloomberg e World Economic Outlook del Fondo Monetario Internazionale (FMI). Nota: il grafico riporta le proiezioni del rapporto debito/PIL dei Paesi del G10 (oltre a quello di Australia, Nuova Zelanda, Spagna e Belgio). La proiezione ipotizza che il saldo primario evolva come stimato dal FMI (sino al 2029, dopodiché resti statico), l'inflazione sia al livello obiettivo, la crescita del PIL reale sia quella tendenziale e l'evoluzione dei tassi di interesse rispecchi quella riflessa nei contratti a termine sui mercati finanziari al 6 maggio 2025 (sino al 2029, dopodiché resti statica), assumendo una scadenza media ponderata di 7 anni per i vari Paesi per semplicità. Adeguiamo la previsione del FMI per comprendere l'estensione dei tagli fiscali adottati da Trump nel 2017.

Tuttavia, la malattia appare cronica anziché acuta. Non prevediamo un'improvvisa crisi fiscale ma episodica volatilità sui mercati, come accaduto negli Stati Uniti nel 2023 e 2025, e in modo più impetuoso nel Regno Unito nel 2022. Nel nostro scenario di base prevediamo che i Treasury americani restino "i panni sporchi più puliti" tra i titoli sovrani nel nostro orizzonte secolare, sostenuti dallo status di valuta di riserva di cui gode il Dollaro.

La politica fiscale di Stati Uniti, Germania e di alcune altre economie avanzate potrebbe essere meno restrittiva di quanto prevedessimo un anno fa. La manovra di bilancio del secondo mandato di Trump (Trump 2.0) probabilmente aumenterà i disavanzi e il debito degli Stati Uniti oltre le precedenti previsioni. Tuttavia, lo spazio fiscale resta limitato, con minore capacità di risposta in future contrazioni. Ciò detto, le banche centrali hanno molto più spazio per abbassare i tassi rispetto al decennio che ha preceduto la pandemia.

Al di là di un sobbalzo di breve periodo per via dei dazi, prevediamo che l'inflazione si riporti sui livelli del target della Fed nel nostro orizzonte secolare. Riteniamo che la banca centrale americana abbasserà i tassi portandoli intorno al tasso neutrale, circa il 3%, e ben al di sotto di esso in caso di recessione, anche a zero se necessario.

La probabilità storica di una recessione negli Stati Uniti su un qualsiasi orizzonte a cinque anni è di circa 2/3 ma alla luce del panorama attuale appare più alta sui prossimi cinque anni.

Prospettive globali in evoluzione per l'economia e l'inflazione

Al di fuori degli Stati Uniti, le principali economie dei mercati sviluppati sono alle prese con distinte difficoltà di crescita mentre quelle di Paesi dei mercati emergenti sono supportate da una prudente gestione del debito ma risentono dei cambiamenti nel commercio mondiale e delle politiche dei mercati sviluppati.

Europa

Nell'Area Euro la crescita del PIL potrebbe decelerare da circa l'1% di prima della pandemia a circa lo 0,5% nei prossimi cinque anni, appesantita da fattori demografici e minore crescita della produttività. La regione è indietro nella corsa tecnologica globale nonché alle prese con l'agguerrita concorrenza cinese, costi alti dell'energia e un contesto meno favorevole sul fronte degli scambi commerciali. Il cambio di passo della Germania verso un aumento delle spese per la difesa e degli investimenti in infrastrutture è notevole ma è improbabile che sia eguagliato in altri Paesi.

L'inflazione è improbabile che torni alla norma pre-pandemia dell'1% per via della deglobalizzazione e di aspettative d'inflazione più alta, ma verosimilmente si attesterà al di sotto del target del 2% della Banca centrale europea. I tassi d'interesse d'equilibrio probabilmente resteranno bassi, al di sotto dell'attuale livello nominale intorno al 2%.

Cina

L'economia cinese è diretta verso una crescita di minore entità a fronte dell'aumento del debito e del deterioramento del quadro demografico. I vecchi driver di crescita – l'immobiliare e gli investimenti in infrastrutture – stanno cedendo il passo a politiche volte a incrementare i consumi, la produzione industriale e lo sviluppo di nuove tecnologie, segnalando un passaggio intenzionale dai boom alimentati a debito a una crescita sostenibile trainata dall'innovazione.

Le pressioni deflazionistiche e vincoli strutturali suggeriscono tuttavia che la crescita si attesterà su una traiettoria più bassa. La Cina resta la fabbrica del mondo ma le tensioni commerciali e geopolitiche gettano un'ombra sulle esportazioni come motore di crescita affidabile.

Mercati emergenti

Se nuovi rischi che promanano dagli Stati Uniti si tradurranno automaticamente in premi al rischio più alti per il resto del mondo è un interrogativo che pone l'accento su quanto possa essere stretto il legame storico tra i tassi di politica monetaria dei mercati sviluppati e i costi che i mercati emergenti devono sostenere per finanziarsi. Sebbene i rischi siano evidenti, è incoraggiante che molte economie emergenti abbiano mantenuto il proprio debito a livelli gestibili, il che le pone in condizioni di far fronte a potenziali fattori avversi.

L'ascesa delle valute digitali, comprese le stablecoin con emittenti che detengono portafogli sempre più consistenti di Treasury americani, evidenzia con quale velocità i flussi di capitale possono cambiare. Con la sua maturazione questo ecosistema potrebbe riconfigurare la gestione valutaria e i flussi di capitale dei mercati emergenti.

Potenziali fattori dirompenti rispetto allo scenario di base

Siamo attenti rispetto a potenziali fattori dirompenti che, per quanto a bassa probabilità a nostro avviso, potrebbero scuotere alle fondamenta il nostro scenario di base a cinque anni, tra cui:

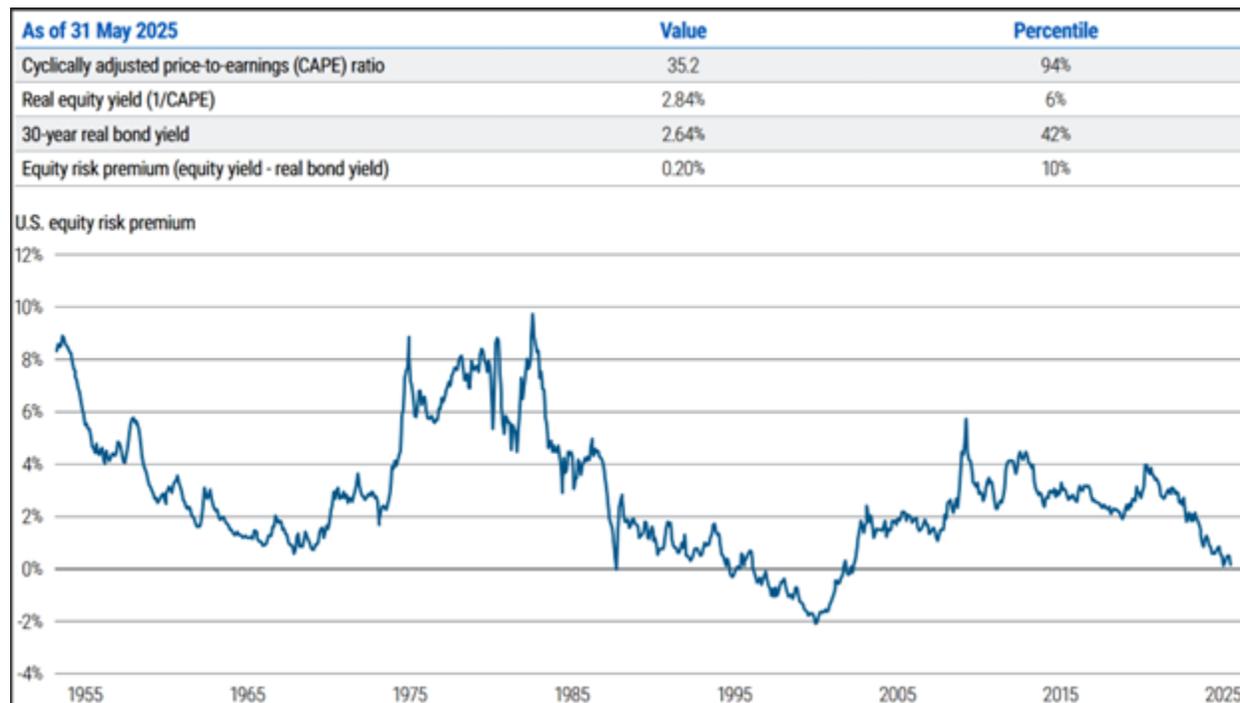
- 1) **Accelerazione dei progressi legati all'IA.** I progressi dell'intelligenza artificiale (IA) potrebbero essere più rapidi del previsto e accelerare la crescita del PIL e della produttività. Nel nostro scenario di base tuttavia continuiamo a prevedere che i pieni effetti dei nuovi modelli linguistici di grandi dimensioni (LLM) dell'IA si manifesteranno più gradualmente.
- 2) **Perdita di credibilità della Fed** a seguito di una decisione della Corte Suprema degli Stati Uniti o per via di un presidente della banca centrale americana non disposto a sostenere la stabilità dei prezzi. È improbabile ma sarebbe grave, scatenando probabilmente un deciso rialzo delle aspettative di inflazione e dei tassi obbligazionari, un brusco calo del Dollaro e una marcata flessione dei mercati degli attivi rischiosi.
- 3) **Eccezionalismo americano 2.0.** Il discorso sulla sovraperformance dell'economia e dei mercati finanziari degli Stati Uniti rispetto al resto del mondo quest'anno è venuto meno. Tuttavia gli Stati Uniti hanno fatto ingresso nel 2025 con una robusta produttività, leadership tecnologica e mercati dei capitali profondi che hanno alimentato una costante crescita degli utili. Con una crescita del PIL superiore ai peer di almeno un punto percentuale, questi vantaggi possono persistere. Se diminuiranno le incertezze sul fronte degli scambi commerciali e del bilancio pubblico, l'eccezionalismo americano potrebbe riemergere.

Implicazioni per gli investimenti: obbligazionario per un'era di frammentazione

Nell'obbligazionario, gli investitori con portafogli resilienti sono remunerati. Continuiamo a promuovere il vantaggio del rendimento offerto dall'obbligazionario di alta qualità rispetto al rincorrere l'azionario che presenta valutazioni elevate.

Il premio al rischio azionario, vale a dire la differenza di rendimento rispetto all'obbligazionario, è probabilmente il principale fattore nell'asset allocation in quanto misura il valore relativo tra le due classi di attivo. Il modo più diretto di calcolare questo premio è sottrarre il rendimento obbligazionario reale (vale a dire al netto dell'inflazione) dall'earning yield azionario corretto per il ciclo economico. Come illustra la Figura 2 il premio al rischio per l'azionario americano è zero ed è eccezionalmente basso rispetto agli standard storici.

Figura 2 - L'azionario appare costoso in termini assoluti e rispetto ai Treasury americani



Al 31 maggio 2025

Valore

Percentile

Rapporto prezzo/utigli corretto per il ciclo economico (CAPE)

Earnings yield reale (1/CAPE)

Rendimento reale del trentennale

Premio al rischio azionario (rendimento azionario – rendimento obbligazionario in termini reali)

Premio al rischio per l'azionario americano

Fonte: Bloomberg, database online di Robert Shiller, Global Financial Data e PIMCO al 31 maggio 2025. Tutte le metriche di valore sono riferite all'indice S&P 500. Il rapporto che rappresenta 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.

Un ritorno alla media a un premio al rischio azionario più alto tipicamente richiede un calo dei tassi obbligazionari o una correzione azionaria o entrambi. Lo stesso grafico mostra due periodi passati in cui il premio è stato a zero o negativo: nel 1987 e nel 1996–2001. Dopo un premio al rischio azionario a zero a settembre 1987, il mercato azionario è sceso di quasi il 25% e il tasso reale dell'obbligazione trentennale è calato di 80 punti base. A dicembre 1999, il premio al rischio azionario ha toccato il minimo del periodo a cui si riferisce il grafico e ha preceduto un ribasso dell'azionario di quasi il 40% terminato a febbraio 2003. Al contempo, il tasso reale dell'obbligazione trentennale è sceso di circa 200 punti base.

In aggiunta, gli utili societari in rapporto al PIL sono prossimi ai massimi storici. L'aumento dei dazi e delle tensioni geopolitiche potrebbe incidere sugli utili futuri delle imprese.

Il vantaggio del rendimento obbligazionario resta convincente

Le valutazioni indicano una minore probabilità di sovraperformance dell'azionario rispetto all'obbligazionario in parte perché le prospettive dell'obbligazionario di alta qualità sono positive a livelli che non si vedevano da tempo. Dopo i bruschi rialzi dei tassi dopo la pandemia, i mercati obbligazionari hanno superato gli ostacoli e oggi gli investitori possono beneficiare di rendimenti più alti e del potenziale di crescita dei prezzi delle obbligazioni visto l'ampio spazio di cui godono le banche centrali per abbassare i tassi.

Prevedere i rendimenti obbligazionari è abbastanza lineare: il rendimento di partenza di un portafoglio obbligazionario può essere un valido indicatore della performance a cinque anni (cfr. Figura 3). I rendimenti degli indici Bloomberg U.S. Aggregate e Global Aggregate (con copertura rispetto al dollaro), che sono due noti benchmark per l'obbligazionario di alta qualità, erano rispettivamente intorno al 4,74% e al 4,94%, al 5 giugno 2025.

Figura 3 - Forte legame tra i rendimenti obbligazionari di partenza e la performance a cinque anni



| | | |
|------------------------------------|--|---|
| Rendimento vs performance a 5 anni | Rendimento del BBG U.S. Aggregate Index | Performance a 5 anni del BBG U.S. Aggregate Index |
| Correlazione 93% | Rendimento medio dal 2010 2,8% | Rendimento corrente (U.S. Agg) 4,7% |

Fonte: Bloomberg e PIMCO al 30 maggio 2025. **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.

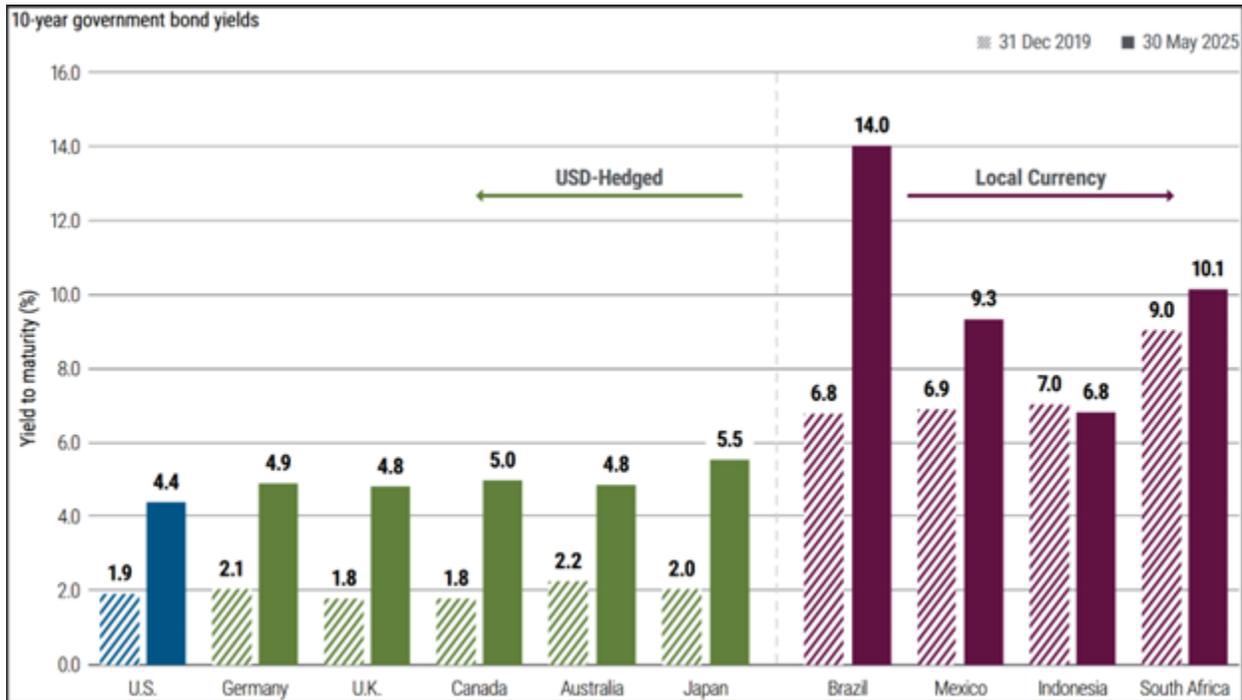
Su questa base i gestori attivi possono mirare a costruire portafogli con rendimenti intorno al 5%–7% sfruttando i tassi allettanti offerti da attivi di alta qualità. Prevediamo di mantenere uno spiccato orientamento all'alta qualità.

Trarre benefici dalle opportunità globali con strategie a gestione attiva

Il convergere di potenti forze secolari, come l'adozione di valute locali, politiche di bilancio rigorose e finanziamenti diversificati, crea opportunità durevoli. La gestione attiva dotata dell'agilità per cogliere le diverse sfumature tra i vari Paesi e sfruttare le differenze di valore relativo, è cruciale per superare l'inevitabile volatilità.

Le opportunità per generare alfa, vale a dire rendimenti superiori ai benchmark di mercato, sono più ricche che mai sui mercati globali (cfr. Figura 4).

Figura 4 – L’obbligazionario globale offre opportunità attrattive e diversificate



Rendimenti dei decennali governativi

31 dic. 2019

30 maggio 2025

USD-hedged = Coperto rispetto a USD

Local currency = In valuta locale

Asse verticale: Rendimento a scadenza

Fonte: Bloomberg e PIMCO al 30 maggio 2025. **A scopo puramente illustrativo.** Il rendimento a scadenza (YTM) è il rendimento complessivo stimato di un’obbligazione se detenuta sino a scadenza e tiene conto del valore attuale dei pagamenti cedolari futuri dell’obbligazione. Gli indici di riferimento sono i seguenti: per il decennale americano, il U.S. Generic 10Y Government Bond Index; per quello tedesco, il German Generic 10Y Government Bond Index; per il britannico, il U.K. Generic 10Y Government Bond Index; per il canadese, il Canadian Generic 10Y Government Bond Index; per l’australiano, l’Australian Generic 10Y Government Bond Index; per il giapponese, il Japanese Generic 10Y Government Bond Index; per il brasiliano, il Brazilian Generic 10Y Government Bond Index; per il messicano, il Mexican Generic 10Y Government Bond Index; per l’indonesiano, l’Indonesian Generic 10Y Government Bond Index; per il sudafricano, il South Africa Generic 10Y Government Bond Index.

Molte economie dei mercati sviluppati presentano una combinazione di rendimenti obbligazionari appetibili e prospettive economiche sfidanti, da cui gli investitori obbligazionari possono trarre benefici. Inoltre vediamo Paesi dei mercati emergenti che hanno dimostrato resilienza. Storicamente la diversificazione globale ha offerto rendimenti corretti per la volatilità superiori rispetto a portafogli investiti sui mercati di un singolo Paese. Crediamo che la diversificazione sia l’unico “pasto gratis” disponibile per gli asset allocator.

L’importanza della duration e del posizionamento sulla curva

Alla luce delle valutazioni di partenza attrattive nell’obbligazionario nonché delle prospettive di crescita più debole e di inflazione in stabilizzazione, prevediamo di essere orientati a un maggiore sovrappeso di duration nei nostri portafogli rispetto agli ultimi anni.

I Treasury americani hanno svolto un ruolo di copertura nei portafogli in tutte le recessioni che si sono verificate dalla Seconda Guerra Mondiale in avanti, per via della storica correlazione inversa tra azionario e obbligazionario. L'obbligazionario globale di alta qualità ha offerto proprietà analoghe.

Resta una tesi centrale di PIMCO che le curve dei rendimenti torneranno più ripide nel nostro orizzonte secolare in quanto gli investitori continuano a richiedere una maggiore remunerazione per detenere obbligazioni a più lunga scadenza rispetto alla liquidità e all'obbligazionario a breve. Le stime del premio a termine per i Treasury sono positive e considerevolmente più alte rispetto al decennio prima della pandemia. C'è potenziale di ulteriore irripidimento della curva alla luce dell'attuale dibattito sulla legge di bilancio americana.

La gestione attiva può rafforzare il ruolo protettivo dell'obbligazionario attraverso il posizionamento sulla curva dei rendimenti. Prevediamo di mantenere un orientamento al sovrappeso sulla porzione da 5 a 10 anni delle curve dei rendimenti globali e di sottopeso sulla parte a lunga nel tempo. Ciò detto, visto l'aumento dei rendimenti reali sulla porzione a lunga scadenza, c'è anche un limite rispetto a un'ulteriore salita dei premi a termine.

In caso di deciso aumento dei rendimenti sui titoli a più lunga scadenza, è infatti prevedibile una significativa penalizzazione dei mercati azionari e del credito, che a sua volta porrebbe le basi di una correzione al ribasso dei rendimenti reali. Inoltre ci aspettiamo l'intervento delle banche centrali e il ricorso ai loro bilanci in caso di movimenti di mercato che minaccino di perturbare diffusamente i mercati finanziari.

Opportunità resilienti al di là del credito societario

I mercati del credito offrono abbondanti opportunità ma presentano anche rischi specifici che esigono un'attenta selezione di settori e attivi e un approccio d'investimento basato sul valore.

Il periodo successivo alla crisi finanziaria globale è stato eccezionale, contrassegnato da un lungo ciclo espansivo alimentato da un poderoso sostegno pubblico, sia a seguito della crisi finanziaria che della pandemia, che ha remunerato il credito aggressivo. Questo è stato in netto contrasto con i decenni immediatamente prima della crisi finanziaria caratterizzati da minore supporto pubblico, maggiore volatilità e rendimenti disomogenei negli spazi del credito sensibili al ciclo economico.

Gli spread del credito restano compressi rispetto alle medie storiche, nonostante l'elevato potenziale di recessione nel nostro orizzonte secolare, evidenziando aree di condiscendenza sui mercati del credito societario pubblici e privati. I progressi dell'IA potrebbero alimentare volatilità, in quanto i mercati dei prestiti a leva e del credito diretto privato presentano ampie allocazioni nel settore tecnologico e in altri comparti in previsione di cambiamenti dirompenti legati all'IA. Una correzione dell'azionario americano sopravvalutato potrebbe innescare un più ampio riprezzamento degli attivi rischiosi. In un contesto di spazi fiscali limitati, a differenza dell'epoca recente di storni temporanei da sfruttare per acquistare ai minimi, per la prima volta da anni potrebbe manifestarsi nel credito un ciclo di default in piena regola che potrebbe cogliere impreparati molti investitori.

In uno scenario di crescita più debole, le imprese di qualità inferiore sensibili al ciclo economico sono esposte a rischi. Gli alti tassi d'interesse a breve potrebbero mettere sempre più sotto pressione società di media dimensione con debito a tasso variabile. Esprimiamo cautela rispetto ad aree del credito privato societario nelle quali si sono riversati capitali in misura molto superiore alle opportunità investibili, che

potrebbero essere fonte di delusione. Le tensioni stanno diventando evidenti nel private equity e nel private credit e potrebbero acuirsi in modo drastico in una recessione.

Qualche ulteriore convergenza fra mercati pubblici e privati appare probabile nel nostro orizzonte secolare. Tuttavia ci sono considerevoli barriere rispetto a una convergenza più robusta per ragioni di liquidità, trasparenza, qualità del credito e strutturali. I gestori attivi con ampie capacità globali che abbracciano i mercati pubblici e quelli privati, sanno come sfruttare le dislocazioni di valore nei diversi segmenti dei mercati del credito pubblici e privati, offrendo al contempo soluzioni equilibrate che tengono conto della liquidità, della reale qualità creditizia e delle valutazioni su base relativa, per servire al meglio i propri clienti.

Regole più stringenti sulla liquidità e sul capitale delle banche verosimilmente continueranno a spingere molte attività di credito negli Stati Uniti verso i mercati privati, in particolare quelli dell'asset based finance. Questo apre opportunità per gli investitori di agire da finanziatori nel credito senior in ambiti un tempo dominati dalle banche regionali. Continuiamo a ravvisare opportunità interessanti nei segmenti di alta qualità, tra cui il credito al consumo, i mutui residenziali, l'immobiliare, gli attivi reali, dove le condizioni di partenza e le valutazioni appaiono vantaggiose rispetto al credito societario.

Past performance is not a guarantee or a reliable indicator of future results.

Investing in the **bond market** is subject to risks, including market, interest rate, issuer, credit, inflation risk, and liquidity risk. The value of most bonds and bond strategies are impacted by changes in interest rates. Bonds and bond strategies with longer durations tend to be more sensitive and volatile than those with shorter durations; bond prices generally fall as interest rates rise, and low interest rate environments increase this risk. Reductions in bond counterparty capacity may contribute to decreased market liquidity and increased price volatility. Bond investments may be worth more or less than the original cost when redeemed. Investing in **foreign-denominated and/or -domiciled securities** may involve heightened risk due to currency fluctuations, and economic and political risks, which may be enhanced in emerging markets. **Mortgage- and asset-backed securities** may be sensitive to changes in interest rates, subject to early repayment risk, and while generally supported by a government, government-agency or private guarantor, there is no assurance that the guarantor will meet its obligations. References to Agency and non-agency mortgage-backed securities refer to mortgages issued in the United States. **Inflation-linked bonds (ILBs)** issued by a government are fixed income securities whose principal value is periodically adjusted according to the rate of inflation; ILBs decline in value when real interest rates rise. **Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)** are ILBs issued by the U.S. government. **Equities** may decline in value due to both real and perceived general market, economic and industry conditions. **Management risk** is the risk that the investment techniques and risk analyses applied by an investment manager will not produce the desired results, and that certain policies or developments may affect the investment techniques available to the manager in connection with managing the strategy. The **credit quality** of a particular security or group of securities does not ensure the stability or safety of an overall portfolio. **Diversification** does not ensure against loss.

Forecasts, estimates and certain information contained herein are based upon proprietary research and should not be interpreted as investment advice, as an offer or solicitation, nor as the purchase or sale of any financial instrument. Forecasts and estimates have certain inherent limitations, and unlike an actual performance record, do not reflect actual trading, liquidity constraints, fees, and/or other costs. In addition, references to future results should not be construed as an estimate or promise of results that a client portfolio may achieve.

Statements concerning financial market trends or portfolio strategies are based on current market conditions, which will fluctuate. There is no guarantee that these investment strategies will work under all market conditions or are appropriate for all investors and each investor should evaluate their ability to invest for the long term, especially during periods of downturn in the market. Investors should consult their investment professional prior to making an investment decision. Outlook and strategies are subject to change without notice.

Correlation is a statistical measure of how two securities move in relation to each other. The correlation of various indexes or securities against one another or against inflation is based upon data over a certain time period. These correlations may vary substantially in the future or over different time periods that can result in greater volatility.

This material is distributed for informational purposes only and should not be considered as investment advice or a recommendation of any particular security, strategy or investment product. Information contained herein has been obtained from sources believed to be reliable, but not guaranteed.

PIMCO as a general matter provides services to qualified institutions, financial intermediaries and institutional investors. Individual investors should contact their own financial professional to determine the most appropriate investment options for their financial situation. This is not an offer to any person in any jurisdiction where unlawful or unauthorized. | **Pacific Investment Management Company LLC**, 650 Newport Center Drive, Newport Beach, CA 92660 is regulated by the United States Securities and Exchange Commission. | **PIMCO Europe Ltd (Company No. 2604517, 11 Baker Street, London W1U 3AH, United Kingdom)** is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA) (12 Endeavour Square, London E20 1JN) in the UK. The services provided by PIMCO Europe Ltd are not available to retail investors, who should not rely on this communication but contact their financial adviser. Since PIMCO Europe Ltd services and products are provided exclusively to professional clients, the appropriateness of such is always affirmed. **PIMCO Europe GmbH (Company No. 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Munich, Germany)** is authorized and regulated by the German Federal Financial Supervisory Authority (BaFin) (Marie- Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt am Main) in Germany in accordance with Section 15 of the German Securities Institutions Act (WpIG). **PIMCO Europe GmbH Italian Branch (Company No. 10005170963, Via Turati nn. 25/27 (angolo via Cavalieri n. 4) 20121 Milano, Italy)**, **PIMCO Europe GmbH Irish Branch (Company No. 909462, 57B Harcourt Street Dublin D02 F721, Ireland)**, **PIMCO Europe GmbH UK Branch (Company No. FC037712, 11 Baker Street, London W1U 3AH, UK)**, **PIMCO Europe GmbH Spanish Branch (N.I.F. W2765338E, Paseo de la Castellana 43, Oficina 05-111, 28046 Madrid, Spain)**, **PIMCO Europe GmbH French Branch (Company No. 918745621 R.C.S. Paris, 50–52 Boulevard Haussmann, 75009 Paris, France)** and **PIMCO Europe GmbH (DIFC Branch) (Company No. 9613, Unit GD-GB-00-15-BC-05-0, Level 15, Gate Building, Dubai International Financial Centre, United Arab Emirates)** are additionally supervised by: (1) **Italian Branch: the Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)** (Giovanni Battista Martini, 3 - 00198 Rome) in accordance with Article 27 of the Italian Consolidated Financial Act; (2) **Irish Branch: the Central Bank of Ireland** (New Wapping Street, North Wall Quay, Dublin 1 D01 F7X3) in accordance with Regulation 43 of the European Union (Markets in Financial Instruments) Regulations 2017, as amended; (3) **UK Branch: the Financial Conduct Authority (FCA)** (12 Endeavour Square, London E20 1JN); (4) **Spanish Branch: the Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)** (Edison, 4, 28006 Madrid) in accordance with obligations stipulated in articles 168 and 203 to 224, as well as obligations contained in Title V, Section I of the Law on the Securities Market (LSM) and in articles 111, 114 and 117 of Royal Decree 217/2008, respectively, (5) **French Branch: ACPR/Banque de France** (4 Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09) in accordance with Art. 35 of Directive 2014/65/EU on markets in financial instruments and under the surveillance of ACPR and AMF and (6) **DIFC Branch: Regulated by the Dubai Financial Services Authority ("DFSA")** (Level 13, West Wing, The Gate, DIFC) in accordance with Art. 48 of the Regulatory Law 2004. The services provided by PIMCO Europe GmbH are available only to professional clients as defined in Section 67 para. 2 German Securities Trading Act (WpHG). They are not available to individual investors, who should not rely on this communication. According to Art. 56 of Regulation (EU) 565/2017, an investment company is entitled to assume that professional clients possess the necessary knowledge and experience to understand the risks associated with the relevant investment services or transactions. Since PIMCO Europe GMBH services and products are provided exclusively to professional clients, the appropriateness

of such is always affirmed. **PIMCO (Schweiz) GmbH (registered in Switzerland, Company No. CH-020.4.038.582-2, Brandschenkestrasse 41 Zurich 8002, Switzerland)**. According to the Swiss Collective Investment Schemes Act of 23 June 2006 ("CISA"), an investment company is entitled to assume that professional clients possess the necessary knowledge and experience to understand the risks associated with the relevant investment services or transactions. Since PIMCO (Schweiz) GmbH services and products are provided exclusively to professional clients, the appropriateness of such is always affirmed. The services provided by PIMCO (Schweiz) GmbH are not available to retail investors, who should not rely on this communication but contact their financial adviser. **PIMCO Asia Pte Ltd** (8 Marina View, #30-01, Asia Square Tower 1, Singapore 018960, Registration No. 199804652K) is regulated by the Monetary Authority of Singapore as a holder of a capital markets services licence and an exempt financial adviser. The asset management services and investment products are not available to persons where provision of such services and products is unauthorised. | **PIMCO Asia Limited** (Suite 2201, 22nd Floor, Two International Finance Centre, No. 8 Finance Street, Central, Hong Kong) is licensed by the Securities and Futures Commission for Types 1, 4 and 9 regulated activities under the Securities and Futures Ordinance. PIMCO Asia Limited is registered as a cross-border discretionary investment manager with the Financial Supervisory Commission of Korea (Registration No. 08-02-307). The asset management services and investment products are not available to persons where provision of such services and products is unauthorised. | **PIMCO Investment Management (Shanghai) Limited**. Office address: Suite 7204, Shanghai Tower, 479 Lujiazui Ring Road, Pudong, Shanghai 200120, China (Unified social credit code: 91310115MA1K41MU72) is registered with Asset Management Association of China as Private Fund Manager (Registration No. P1071502, Type: Other). | **PIMCO Australia Pty Ltd** ABN 54 084 280 508, AFSL 246862. This publication has been prepared without taking into account the objectives, financial situation or needs of investors. Before making an investment decision, investors should obtain professional advice and consider whether the information contained herein is appropriate having regard to their objectives, financial situation and needs. To the extent it involves Pacific Investment Management Co LLC (PIMCO LLC) providing financial services to wholesale clients, PIMCO LLC is exempt from the requirement to hold an Australian financial services licence in respect of financial services provided to wholesale clients in Australia. PIMCO LLC is regulated by the Securities and Exchange Commission under US laws, which differ from Australian laws. | **PIMCO Japan Ltd**, Financial Instruments Business Registration Number is Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firm) No. 382. PIMCO Japan Ltd is a member of Japan Investment Advisers Association, The Investment Trusts Association, Japan and Type II Financial Instruments Firms Association. All investments contain risk. There is no guarantee that the principal amount of the investment will be preserved, or that a certain return will be realized; the investment could suffer a loss. All profits and losses incur to the investor. The amounts, maximum amounts and calculation methodologies of each type of fee and expense and their total amounts will vary depending on the investment strategy, the status of investment performance, period of management and outstanding balance of assets and thus such fees and expenses cannot be set forth herein. | **PIMCO Taiwan Limited** is an independently operated and managed company. The reference number of business license of the company approved by the competent authority is (112) Jin Guan Tou Gu Xin Zi No. 015 . The registered address of the company is 40F., No.68, Sec. 5, Zhongxiao East Rd., Xinyi District, Taipei City 110, Taiwan (R.O.C.), and the telephone number is +886 2 8729-5500. | **PIMCO Canada Corp.** (199 Bay Street, Suite 2050, Commerce Court Station, P.O. Box 363, Toronto, ON, M5L 1G2) services and products may only be available in certain provinces or territories of Canada and only through dealers authorized for that purpose. | **Note to Readers in Colombia:** This document is provided through the representative office of Pacific Investment Management Company LLC located at Carrera 7 No. 71-52 TB Piso 9, Bogota D.C. (Promoción y oferta de los negocios y servicios del mercado de valores por parte de Pacific Investment Management Company LLC, representada en Colombia.). **Note to Readers in Brazil:** PIMCO Latin America Administradora de Carteiras Ltda.Av. Brg. Faria Lima, 3477 Itaim Bibi, São Paulo - SP 04538-132 Brazil. **Note to Readers in Argentina:** This document may be provided through the representative office of PIMCO Global Advisors LLC AVENIDA CORRIENTES, 299, Buenos Aires, Argentina. | No part of this publication may be reproduced in any form, or referred to in any other publication, without express written permission. PIMCO is a trademark of Allianz Asset Management of America LLC in the United States and throughout the world. ©2025, PIMCO.