

PIMCO



SECULAR
OUTLOOK

GIUGNO 2026

Rottura e resilienza

Un quadro globale di fratture nelle alleanze, finanze pubbliche in affanno e investimenti di vasta scala nell'intelligenza artificiale (IA) può comportare sviluppi divergenti e premiare strategie obbligazionarie diversificate di alta qualità.

A company of **Allianz** 

AUTORI

Richard Clarida

Consulente economico globale

Andrew BallsChief Investment Officer
Reddito fisso globale**Daniel J. Ivascyn**Group Chief
Investment Officer

Introduzione e temi principali

Da più di quarant'anni il Secular Forum di PIMCO offre una cornice rigorosa per allontanarsi dal rumore di mercato di breve periodo e analizzare le forze strutturali che orienteranno l'economia e i mercati finanziari globali nei successivi cinque anni. Raramente questo esercizio è stato più rilevante di quanto sia ultimamente.

Quella attuale è una stagione di rottura a livello globale. Il rischio geopolitico che avevamo evidenziato nel nostro *Secular Outlook 2025* "[L'era della frammentazione](#)" è diventato una realtà in movimento nel 2026. La frammentazione si sta manifestando a livello globale nei prezzi dell'energia, nei dati delle catene di approvvigionamento, nei tassi di crescita e nei rendimenti

degli investimenti. Il costo dell'adagiarsi è nettamente cresciuto. Gli investitori non possono più basarsi su un quadro di riferimento di globalizzazione, intervento delle autorità e volatilità soppressa, che è ormai superato.

Tuttavia le opportunità di investimento in questa realtà globale restano abbondanti. Questo perché il riposizionamento di stampo generazionale dei rendimenti obbligazionari avvenuto qualche anno fa, e tema del nostro *Secular Outlook 2024* "[Il vantaggio del rendimento](#)", ci consente di mirare a portafogli resilienti, diversificati a livello globale, incentrati su obbligazionario di alta qualità sui mercati sia pubblici che privati.

Principali temi macroeconomici

01

Rottura, non transizione

La frammentazione delle alleanze sulla sicurezza, nel commercio e sul fonte finanziario che avevamo indicato lo scorso anno è in accelerazione. La traiettoria dell'economia globale è passata da una gamma ristretta di esiti plausibili a un quadro di incertezza con ampia distribuzione degli scenari possibili. Ciò detto, ci aspettiamo che il Dollaro americano resti la valuta dominante a livello globale nel prossimo futuro.

02

Resilienza messa alla prova

Politica, geopolitica e politiche per la sicurezza economica oggi incidono direttamente sulla crescita e sull'inflazione, aumentando la dispersione tra Paesi, settori e imprese anziché soltanto la volatilità di mercato e macro. Queste forze verosimilmente metteranno alla prova la resilienza economica, specialmente considerando che lo spazio fiscale è limitato. Nel nostro scenario di base non prevediamo una frenata repentina e neppure una crisi fiscale per gli Stati Uniti o il venir meno dell'accesso al mercato per altri primari emittenti sovrani. L'evoluzione più probabile è di episodica volatilità con periodico riaccendersi dell'attenzione dei mercati sulla sostenibilità del debito e sulla credibilità fiscale.

03

Code spese, in entrambe le direzioni

L'esplosione degli investimenti in intelligenza artificiale (IA), l'aumento della spesa per la difesa e gli investimenti in sicurezza energetica potrebbero contribuire per ben 14.000 miliardi di dollari alla spesa in conto capitale globale nei prossimi cinque anni. L'IA con il suo potenziale di riduzione del costo del lavoro e aumento della produttività potrebbe diventare una potente forza disinflazionistica ma gli shock geopolitici e la riconfigurazione delle filiere di approvvigionamento verosimilmente eserciteranno una pressione rialzista sui prezzi. In altre parole, c'è una gamma di esiti possibili (questo si intende con "code spese") su entrambi gli opposti versanti dello scenario centrale. È nostra ferma convinzione che le banche centrali faranno di tutto per mantenere le aspettative di inflazione ancorate sui prossimi cinque anni.



Principali temi per gli investimenti

01

Il ciclo di perdite nel credito si sta delineando

Dopo anni di performance senza darsi molto da fare, il ciclo di default sta tornando sulla scena e prevediamo perdite significativamente più elevate nel credito di minore qualità come i prestiti a leva e il credito diretto alle imprese sui mercati privati. Riteniamo sia l'inizio di una tendenza di lungo periodo in cui qualità e selezione del credito saranno più importanti che mai. In questa fase del ciclo, si profila un'accelerazione nelle strutture di ingegneria finanziaria basate su rating creditizi e ricerca di liquidità, in particolare sui mercati privati, ma non rischio sistemico sulla scala del 2005-2006. In questo contesto, l'asset based finance e i mercati del credito quotati appaiono relativamente interessanti. Inoltre, riteniamo che le tensioni nel credito porteranno considerevoli opportunità per fornire soluzioni di capitale ai mutuatari.

02

Il vantaggio del rendimento è diventato più interessante

Gli investitori possono mirare a costruire portafogli obbligazionari di alta qualità diversificati a livello globale con rendimenti del 5%-7% in valuta locale, competitivi rispetto ai rendimenti azionari a lungo termine e con minore volatilità potenziale. Gli elevati rendimenti di partenza possono consentire un maggiore contributo delle cedole in una varietà di possibili scenari, con minore dipendenza dalle plusvalenze o da previsioni macro esatte.

03

Le obbligazioni possono tuttora offrire benefici di diversificazione in portafoglio, in particolare in scenari di contrazione economica

Le banche centrali hanno molto più spazio per abbassare i tassi in future crisi economiche rispetto al decennio che ha preceduto la pandemia e prevediamo che lo useranno. Un portafoglio obbligazionario a gestione attiva può offrire agli investitori diversificazione e potenziale di apprezzamento del capitale in future recessioni.

Relatori invitati al nostro Secular Forum 2026

David Chen

Head of Global Technology Investment Banking presso Morgan Stanley

Jim Covello

Head of Global Stock Research presso Goldman Sachs

J.R. Gibbens

Principal di Highlander Partners, in passato in alti incarichi presso il Dipartimento del Tesoro e il Dipartimento della Difesa degli Stati Uniti

Tyler Goodspeed

Capo economista di ExxonMobil, ex presidente del Consiglio dei consulenti economici della Casa Bianca

Andy Laperriere

Head of U.S. Policy presso Piper Sandler, Cofondatore di Cornerstone Macro

Ruth Porat

President e CIO di Alphabet e Google

Gina Raimondo

Distinguished Fellow presso il Council on Foreign Relations, ex Segretario al Commercio degli Stati Uniti ed ex Governatrice del Rhode Island

Kenneth Rogoff

Professore di Economia ad Harvard, ex Capo economista del Fondo Monetario Internazionale

Ben Samild

Chief Strategist dell'Abu Dhabi Investment Council, ex CIO di Future Fund Management Agency

Ruchir Sharma

Chairman di Rockefeller International, Fondatore e CIO di Breakout Capital

Silvana Tenreiro

Professore di Economia presso la London School of Economics, ex membro del Comitato di politica monetaria della Bank of England

Global Advisory Board di PIMCO

Esperti di chiara fama mondiale in campo politico ed economico

Tema secolare: rottura e resilienza

L'economia globale non naviga più placida lungo la rotta conosciuta della globalizzazione e della crescente integrazione. Riprendendo le parole del Primo Ministro canadese Mark Carney, il mondo sta attraversando una rottura e non una mera transizione rispetto al regime basato sulle regole istituito dopo la seconda guerra mondiale.

Lo scorso anno, in "L'era della frammentazione", avevamo segnalato il capovolgimento della tradizionale relazione fra politica ed economia, con la politica e il protezionismo sempre più volti a orientare gli esiti economici. Avevamo avvisato che la frammentazione sarebbe diventata una fonte indipendente di volatilità, che avrebbe definito i cicli economici e determinato vincitori e perdenti a livello di imprese, settori e Paesi. Da allora, a livello globale si sono verificati sviluppi significativi:

- Acuirsi delle contrapposizioni sul fronte della sicurezza economica e commerciale
- Crescita globale resiliente, almeno sinora, nonostante gli shock
- Cospicuo aumento degli investimenti in IA
- Emergere di tensioni nel credito privato di minore qualità e strutture di finanziamento opache

Alla data di stesura di questo documento, l'economia globale è alle prese con un conflitto in Medio Oriente che ha innescato uno dei maggiori shock petroliferi della storia con conseguenti spinte al rialzo dell'inflazione sul breve termine e al contempo potenziale di distruzione della domanda e di rallentamento della crescita nel tempo.

Resilienza messa alla prova

Siamo dell'idea che diverse forze potenti legate alla geopolitica, alla frammentazione e all'IA orienteranno l'economia e i mercati globali nei prossimi cinque anni.

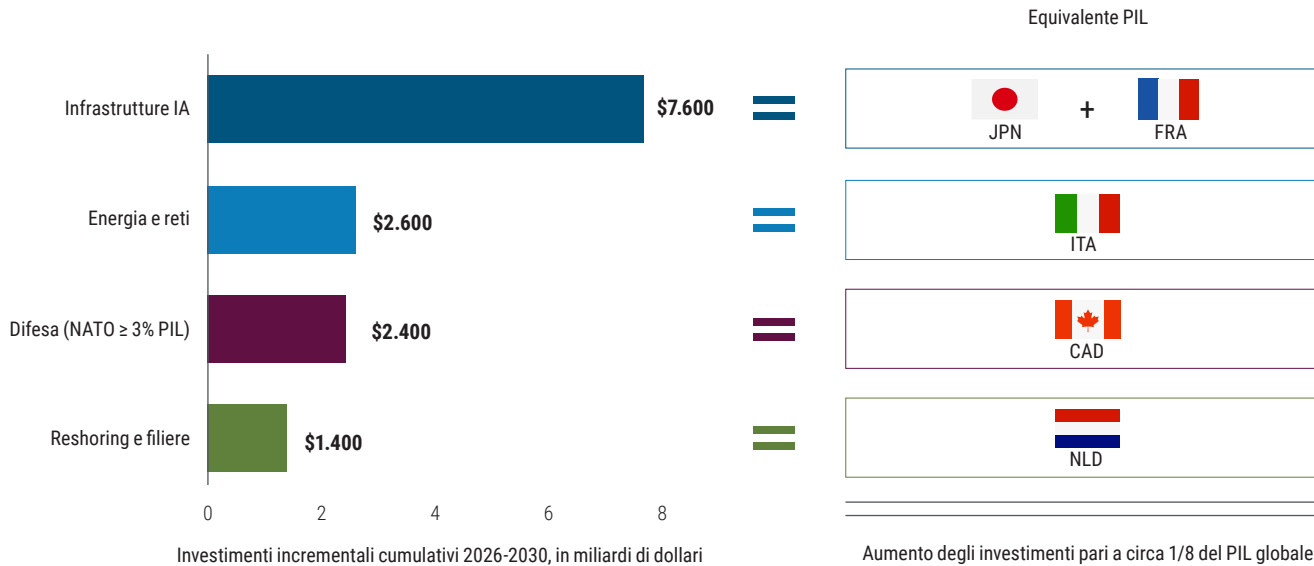
Il rischio geopolitico è diventato realtà. Gli eventi in Medio Oriente hanno messo in luce la vulnerabilità delle rotte di approvvigionamento energetico e commerciali globali che possono essere messe a repentaglio in una manciata di snodi geografici nevralgici. I premi al rischio inglobati nella volatilità implicita verranno messi alla prova dagli esiti effettivi. Queste dinamiche complicano le previsioni e aumentano la probabilità di episodiche tensioni sui mercati anche se gli scenari peggiori saranno evitati.

La frammentazione accelera il passo. I governi stanno esercitando un ruolo più diretto nel determinare gli esiti economici, estendendo i loro interventi ben oltre la tradizionale politica industriale verso obiettivi più ampi di sicurezza economica. Restrizioni al commercio, controlli sulle esportazioni, sovvenzioni, screening degli investimenti e appalti pubblici oggi sono strumenti centrali di strategia economica. Stati Uniti, Cina, Europa e un gruppo sempre più assertivo di medie potenze perseguono modelli distinti di sicurezza economica. Nel ridisegnare le filiere non è soltanto l'efficienza che conta ma anche la resilienza e la sicurezza.

L'intelligenza artificiale ha raggiunto massa critica. Gli investimenti in IA oggi sono di dimensioni tali da incidere a livello macroeconomico. Quelli per lo sviluppo di infrastrutture per l'IA assieme alla spesa per la difesa in aumento e per la sicurezza energetica potrebbero contribuire per ben 14.000 miliardi di dollari agli investimenti globali in conto capitale nei prossimi cinque anni (cfr. Figura 1).

Figura 1 – Stime sul robusto ciclo di investimenti a livello globale nei prossimi cinque anni

Super-ciclo di investimenti globali da 14.000 miliardi di Dollari



A scopo puramente illustrativo. Fonte: stime PIMCO, FMI, a maggio 2026.

Gli investimenti in data center, capacità di elaborazione e infrastrutture energetiche stanno ridisegnando i bilanci delle imprese e le dinamiche di settore. Il ritorno in termini di produttività potrebbe arrivare in tempi più rapidi e dimostrarsi più disinflazionistico di quanto molti investitori oggi si aspettino. Allo stesso tempo, l'IA amplifica la dispersione fra imprese, settori e strutture di capitale.

Le forze che abbiamo indicato non operano in modo separato. La frammentazione accelera gli investimenti in IA con il sostegno alle imprese leader nazionali e alle infrastrutture a livello di Paese. L'intelligenza artificiale, a sua volta, rafforza la frammentazione rendendo la capacità computazionale e l'energia risorse strategiche. Il rischio geopolitico coinvolge entrambe, creando un contesto di stampo secolare nel quale gli scenari di base vanno contemplati alla luce delle code sempre più spesse della distribuzione delle probabilità.

Geopolitica, politiche nazionali e politiche industriali non sono più forze esterne che occasionalmente irrompono nell'economia. Sono diventati fattori centrali per la crescita, l'inflazione, la performance di mercato e la volatilità. Per gli investitori questo può significare scenari non soltanto di maggiore volatilità ma anche di maggiore dispersione dei rendimenti tra le classi di attivo.

Energia e incertezza

L'incertezza sull'esito finale per le alleanze nel campo della sicurezza ha aumentato i rischi di ribasso per la crescita. Gli scambi commerciali, i sistemi di pagamento e i flussi dell'energia sono diventati strumenti dell'arte di governo. Di conseguenza, gli shock si possono propagare più velocemente e con maggiore impatto sui mercati che in passato.

L'energia è al centro di questa incertezza. La sicurezza energetica oggi è inscindibile dalla sicurezza economica, dalla capacità di difesa e dalla diffusione di tecnologie come l'intelligenza artificiale energivora. La gamma di esiti è ampia: da prezzi più alti per un periodo prolungato con pressione su crescita e inflazione a periodi di brusca disinflazione in caso di accelerazione delle risposte sul lato dell'offerta o di repentino indebolimento della domanda. A prescindere dalle evoluzioni, i premi al rischio geopolitico sui mercati dell'energia è probabile che restino elevati sull'orizzonte secolare.

Rispetto al nostro scenario di base, i rischi per la crescita globale sono orientati al ribasso. Conflitti allargati o più prolungati, in particolare in quegli snodi nevralgici per gli approvvigionamenti energetici, accrescerebbero la probabilità di errori nelle politiche e di reazioni non lineari dei mercati. In questo contesto, l'incertezza è diventata di per sé una variabile macro, che definisce i comportamenti degli investimenti e rafforza i motivi per conferire resilienza.

Cina: transizione in un quadro di vincoli

La Cina prosegue l'inevitabile transizione verso un modello di crescita più contenuta a lungo termine assieme a una spinta aggressiva per dominare in settori strategici, mantenendo al contempo un obiettivo di crescita annua. Permangono acute tensioni con gli Stati Uniti sul fronte commerciale ma la capacità di esportazione del Dragone continua a esercitare pressioni disinflazionistiche sui prezzi dei beni a livello globale. Allo stesso tempo, i livelli del debito in crescita e lo spazio fiscale più ristretto limitano la capacità di stimolo della domanda da parte delle autorità.

La Cina resta un attore centrale nella frammentazione globale, continua a essere una fonte di disinflazione su scala mondiale e detiene rilevanti leve strategiche e geoeconomiche che porta ai tavoli di discussione sul commercio e sulla sicurezza internazionale.

Mercati emergenti: una svolta fuori dal comune

Le stesse forze che nelle economie sviluppate sono espressione di 'rottura' - il ribilanciamento del dollaro americano, la riconfigurazione delle filiere, gli investimenti in sicurezza energetica e lo sviluppo delle infrastrutture per l'IA - stanno creando un insieme diversificato di opportunità nel debito sovrano e societario nei mercati emergenti (ME). I Paesi con banche centrali credibili, capacità di esportazione di materie prime e la scala per conquistare quote maggiori della catena di valore globale registrano fondamentali convergenti, e in alcuni casi superiori, rispetto a quelli di omologhi dei mercati sviluppati (MS) di secondo livello.

L'intelligenza artificiale è già una realtà

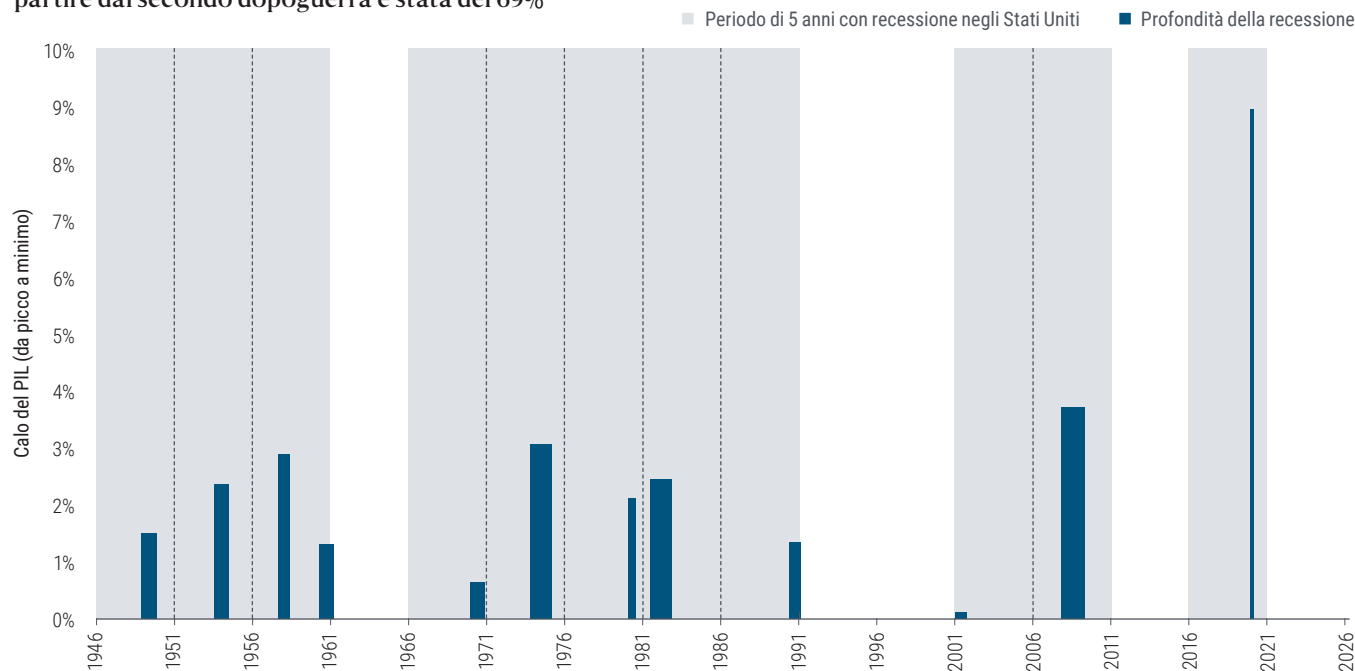
L'intelligenza artificiale (IA) non rappresenta più un'incognita ma è diventata una componente centrale nel nostro outlook sull'orizzonte secolare. Gli investimenti stanno già ridefinendo la domanda mentre gli incrementi di produttività potrebbero arrivare prima di quanto molti si aspettino. Nel tempo, l'IA sarà probabilmente disinflazionistica in molti settori, soprattutto se ridurrà i costi del lavoro e migliorerà l'efficienza.

La principale implicazione per gli investitori è che non basta individuare i beneficiari ma serve riconoscere che, con l'aumento della dispersione, le imprese mal posizionate, con elevata leva finanziaria sono sempre più esposte.

Politica monetaria e fiscale

Siamo convinti che le banche centrali faranno di tutto per mantenere le aspettative di inflazione ancorate. Ciò detto, gli istituti centrali oggi dispongono di molto più spazio di politica monetaria tradizionale rispetto al decennio che ha preceduto la pandemia e prevediamo che lo useranno, abbassando i tassi in una futura recessione. Pertanto, oltre ai flussi cedolari i titoli sovrani offrono anche potenziale di plusvalenze in

Figura 2 – La frequenza storica delle recessioni americane su periodi di cinque anni a partire dal secondo dopoguerra è stata del 69%



Fonte: Bloomberg, National Bureau of Economic Research, U.S. Bureau of Economic Analysis a marzo 2026. Le aree ombreggiate indicano periodi non sovrapposti di cinque anni nei quali l'economia americana è entrata in recessione.

future contrazioni, ed è un aspetto importante considerando la frequenza storica delle recessioni (cfr. Figura 2).

Lo spazio di politica fiscale è invece limitato in quasi tutte le economie avanzate. Negli Stati Uniti il debito elevato e i deficit persistenti limitano lo spazio di bilancio ma questo non implica, nel nostro scenario di base, che una crisi fiscale sia imminente. Inoltre il Dollaro è previsto restare la valuta dominante a livello globale anche se la sua valutazione potrebbe subire un graduale aggiustamento con il ribilanciamento dei portafogli globali e l'aumento della domanda di attivi reali.

Lo status di valuta di riserva di cui gode il Dollaro consente maggiore flessibilità agli Stati Uniti rispetto ad altri emittenti sovrani. Mentre il debito resta sostenibile nel breve e medio termine in gran parte delle economie dei mercati sviluppati, gli Stati Uniti permangono su una traiettoria di insostenibilità con le politiche attuali che continuano a rimandare la questione a decisioni future. I deficit elevati alla fine andranno affrontati. Nel frattempo un quadro fiscale più debole tende a comportare tassi di interesse reali più alti, il che dovrebbe essere vantaggioso per gli investitori.

Implicazioni per gli investimenti: resilienza, a portata di mano

Nel 2024 avevamo titolato il nostro *Secular Outlook* “Il vantaggio del rendimento” per evidenziare il riposizionamento di stampo generazione dei rendimenti obbligazionari. A distanza di due anni, crediamo che quella tesi sia rafforzata. In un mondo caratterizzato da ‘rottura’ sul fronte geopolitico, economico e istituzionale, i motivi per costruire portafogli resilienti senza sbilanciarsi sul rischio oggi sono ancor più validi di quanto sia stato per anni.

L'epoca di tassi bassi seguita alla crisi finanziaria globale è stata un'anomalia nella storia. Il riposizionamento dei rendimenti a livello globale degli ultimi anni (cfr. Figura 3) ha ripristinato il ruolo dell'obbligazionario sia nella generazione di performance

sia come cuscinetto, in un tempo in cui le valutazioni azionarie e la leva sui mercati privati lasciano meno margini di errore.

Il maggiore “cuscinetto” offerto dai rendimenti può fornire all'obbligazionario un vantaggio di lungo termine con opportunità di solida performance in un'ampia gamma di potenziali scenari:

- Pressioni deflazionistiche da aumenti di efficienza legati all'IA
- Potenziale delusione sugli aumenti di efficienza legati all'IA che rallenti i guadagni economici di stampo azionario
- Shock per la crescita che comportino tagli dei tassi da parte delle banche centrali

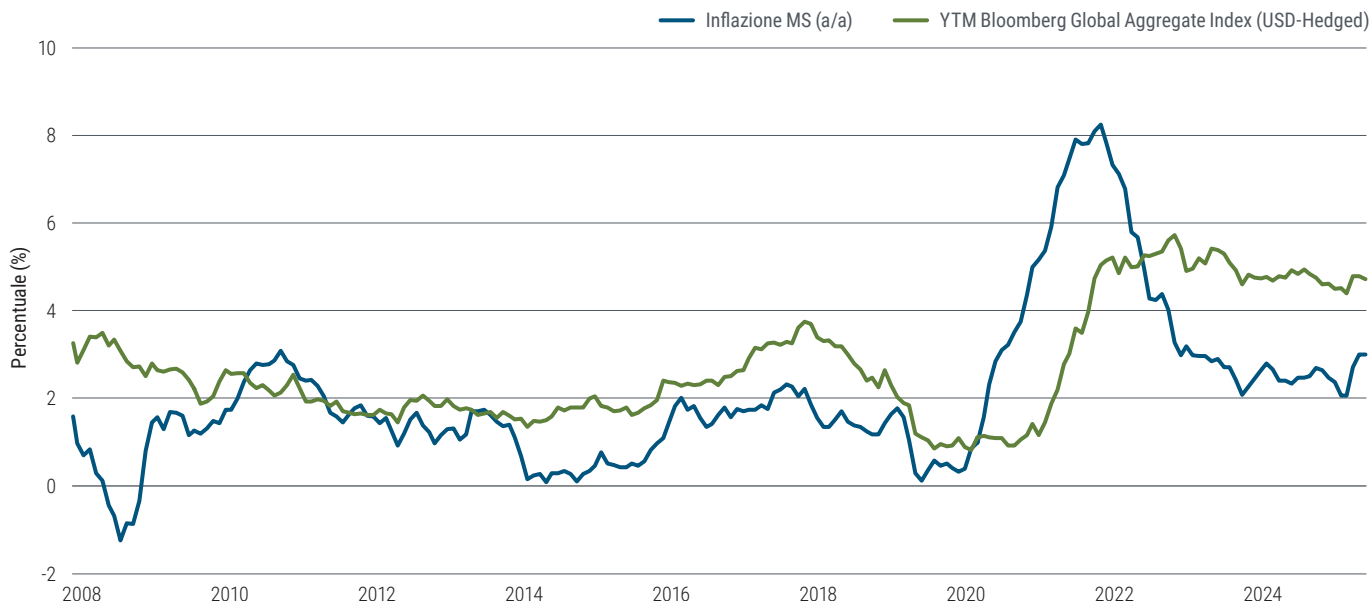
In passato gli investitori obbligazionari spesso dovevano scegliere tra caratteristiche desiderabili come rendimenti interessanti, credito di alta qualità e benefici di diversificazione. Oggi hanno la possibilità di averle assieme.

L'aspetto più qualificante in termini di implicazioni di investimento sull'orizzonte secolare non è che si debba evitare l'assunzione di rischio ma che questo debba essere opportunamente remunerato e gli investitori non hanno più bisogno di spingersi molto in là per conseguire rendimenti ragionevoli a lungo termine.

L'obbligazionario di alta qualità può di nuovo offrire livelli di rendimento competitivi con quelli azionari a lungo termine, con volatilità sensibilmente inferiore e solido potenziale in una varietà di scenari, in particolare in una contrazione. In un contesto di code più spesse, è un aspetto importante.

Figura 3 – I rendimenti obbligazionari restano convincenti e segnalano interessante potenziale di performance

Evoluzione dei rendimenti e dell'inflazione



Fonte: Bloomberg, PIMCO al 31 maggio 2026. I dati riportati sono riferiti al rendimento a scadenza (YTM) del Bloomberg Global Aggregate Index e all'inflazione su base annua dei mercati sviluppati (MS) con ponderazione per il PIL con riferimento a Stati Uniti, Area Euro, Giappone, Regno Unito, Canada, Australia, Nuova Zelanda, Svezia, Norvegia, Danimarca e Svizzera.

Valore dell'obbligazionario, in termini assoluti e relativi

Su orizzonti pluriennali, la performance obbligazionaria storicamente è stata largamente ancorata dai rendimenti di partenza. Oggi i livelli di partenza appaiono convincenti. I rendimenti degli indici Bloomberg U.S. Aggregate e Global Aggregate (con copertura rispetto al dollaro), due noti benchmark per l'obbligazionario di alta qualità, erano rispettivamente intorno al 4,71% e al 4,75% al 4 giugno 2026.

Su questa base, i gestori con mandati globali possono costruire portafogli diversificati con rendimenti del 5%–7% in valuta locale senza rinunciare alla qualità o alla liquidità. I rendimenti obbligazionari continuano a presentarsi più interessanti di quelli sulla liquidità con un rischio aggiuntivo che è modesto.

Il confronto con l'azionario è sempre più netto. Le valutazioni azionarie restano alte in termini storici e il relativo premio al rischio, soprattutto per l'azionario americano, è in prossimità dell'estremo inferiore del range del periodo cominciato nel secondo dopoguerra (cfr. Figura 4).

Questo non vuol dire che una correzione azionaria sia imminente. Tuttavia il dato prospettico dello Sharpe ratio, che è un indicatore del rendimento corretto per il rischio, segnala che l'obbligazionario di alta qualità si confronta favorevolmente con l'azionario per la prima volta da molti anni. Questo depone a favore di riconsiderare allocazioni di portafoglio definite nel decennio di bassi rendimenti e bassa volatilità successivo alla crisi finanziaria globale.

Continuiamo a ritenere che il modello tradizionale 60% di azionario e 40% di obbligazionario sia da riesaminare dopo che per molti investitori l'esposizione azionaria si è sbilanciata verso l'alto. L'obbligazionario può di nuovo crescere nel ruolo per il quale è sempre stato destinato: generare rendimento, attenuare la volatilità e fornire ancoraggio in episodi di avversione al rischio.

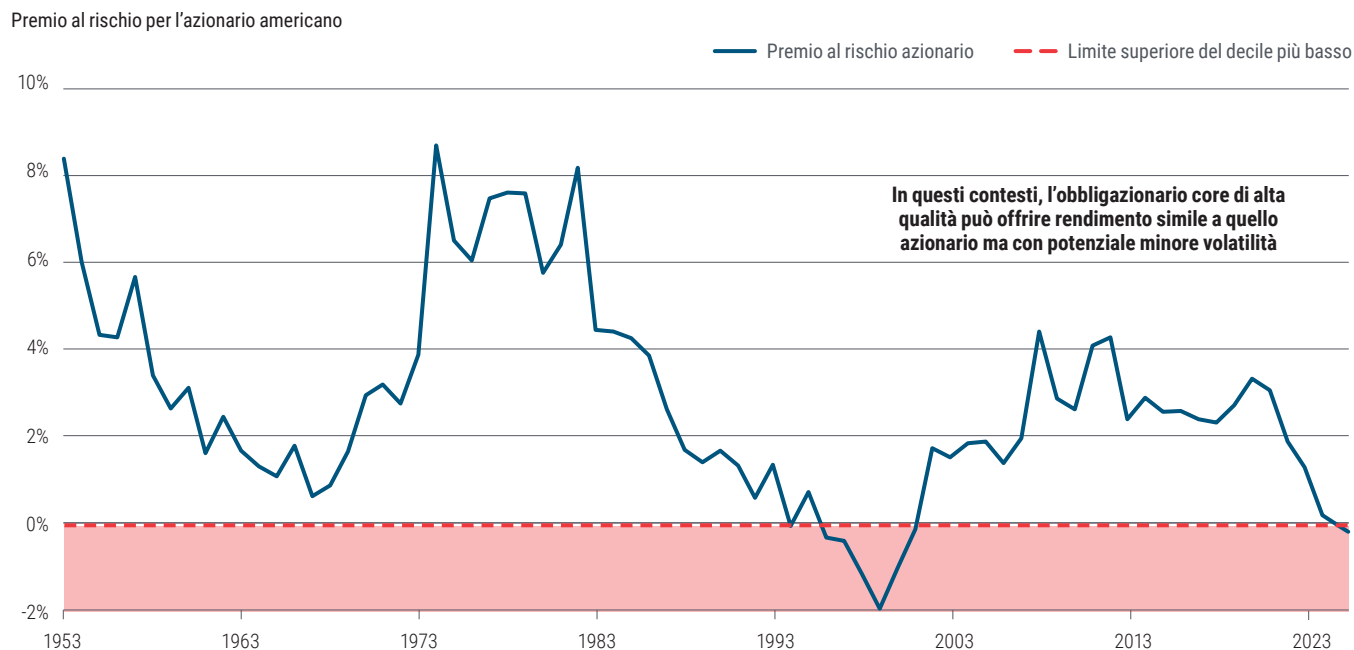
Obbligazionario di alta qualità: dove risiedono le opportunità

Nell'obbligazionario di alta qualità, le opportunità sulle quali nutriamo più alta convinzione si radunano in alcuni spazi, che illustriamo di seguito.

In primo luogo, l'**obbligazionario con duration intermedia** che continua a offrire un interessante bilanciamento di rendimento, roll-down e rischio. Il segmento da cinque a 10 anni sulle curve dei rendimenti globali presenta valida remunerazione in confronto sia al monetario con scadenze più brevi che alla porzione a più lungo termine, rispetto a cui le dinamiche fiscali e l'incertezza sul premio a termine richiedono prudenza.

In secondo luogo, gli **MBS agency** con i propri tratti distintivi. Questi titoli scambiano su un mercato liquido e profondo. Gli spread rimangono ampi in termini storici, la qualità creditizia

Figura 4 – Le valutazioni azionarie rimangono elevate con premio al rischio per l'azionario americano in prossimità dello zero



A scopo puramente illustrativo. Fonte: dati Bloomberg, database online di Robert Shiller, elaborazioni PIMCO al 31 maggio 2026.

è elevata e le dinamiche di domanda/offerta stanno migliorando con la stabilizzazione dei bilanci delle banche e la sempre minore presenza della Federal Reserve in questo mercato. A nostro giudizio, questa combinazione può offrire un'interessante fonte di rendimento e diversificazione.

In terzo luogo, l'**obbligazionario governativo globale** che merita rinnovata attenzione. I cicli economici sono sempre più desincronizzati e i percorsi di politica monetaria dei vari Paesi stanno divergendo. Un'allocazione in obbligazionario globale può cogliere potenziali vantaggi di diversificazione sui mercati globali e rafforzare il rendimento corretto per il rischio nel tempo. Può creare opportunità di gestione attiva nella selezione dei Paesi, compresi i mercati emergenti con politiche credibili e fondamentali solidi, e nel posizionamento sulla curva, opportunità che erano in larga misura assenti

nell'epoca dell'allentamento globale sincronizzato. Ai rendimenti di partenza attuali, l'esposizione all'obbligazionario globale può conferire diversificazione oltre al potenziale di rendimento più elevato. Con gli Stati Uniti su una traiettoria di debito insostenibile a lungo termine, detenere debito di altri Paesi può essere una modalità prudente per diversificare.

Infine, **obbligazioni indicizzate all'inflazione e attivi reali selezionati** che spesso svolgono un ruolo importante in portafogli resilienti. Con code più spesse per gli esiti di inflazione e i rischi geopolitici elevati in relazione all'energia, i validi rendimenti reali (vale a dire, al netto dell'inflazione) che offrono in termini storici possono aiutare a fornire un significativo cuscinetto rispetto alla volatilità. Loro, in particolare, ha continuato a fungere da riserva neutrale di valore in un mondo di parziale fiducia nelle valute.

Credito: la dispersione è l'opportunità

I mercati del credito, nel complesso, continuano a prezzare risvolti benevoli. Gli spread creditizi nell'investment grade, nell'high yield e nel credito privato restano prossimi ai livelli più bassi delle distribuzioni storiche nonostante l'elevata incertezza sull'orizzonte secolare. Lo interpretiamo come eccesso di ottimismo anziché vigore.

Anni di abbondanza di capitali e spinta a comprare nei ribassi hanno incoraggiato underwriting aggressivo, leva elevata e diffuso impiego di strutture a tasso variabile. Adesso il ciclo di perdite nel credito si sta delineando. Siamo particolarmente cauti sul credito societario di minore qualità, in ambiti sensibili al ciclo economico. Anche in presenza di un'economia robusta, l'IA avrà effetti dirompenti sulle imprese della "old economy", specialmente quelle con alta leva finanziaria.

Con il rallentamento della crescita e costi di rifinanziamento che restano elevati, stanno emergendo tensioni, in modo più evidente in segmenti del credito privato alle imprese e del direct lending nella fascia middle market. Si osserva un aumento dei casi di estensione della scadenza e di strutture PIK che consentono ai mutuatari di rimborsare il debito con ulteriore debito. A nostro giudizio si sta delineando un ciclo di default in piena regola e gli investitori non dovrebbero aspettarsi che esperienze passate di rapido recupero si ripetano con la stessa affidabilità.

Continuiamo invece a vedere opportunità più interessanti su base corretta per il rischio nell'**asset based finance**. Ambiti quali i finanziamenti di macchinari, i crediti ai consumatori, i mutui residenziali, il credito immobiliare e i finanziamenti di infrastrutture selezionati beneficiano di solido collaterale, diversificazione granulare e flussi di cassa meno direttamente legati agli utili d'impresa. Alle attuali valutazioni, queste caratteristiche possono offrire quello che reputiamo essere un bilanciamento superiore tra rendimento e fonte di protezione dai ribassi.

Attenzione all'ingegneria finanziaria

Con i capitali che si diradano e i bilanci che puntano alla crescita, si profila un'accelerazione dell'ingegneria finanziaria. Questo si coglie in modo più evidente nel credito privato, in strutture attigue al private equity e nei bilanci delle assicurazioni dove gli incentivi a reperire investimenti con rendimenti più elevati sono significativi. Se ne intravede lo sviluppo in ETF più specializzati come quelli passivi e con esposizione a leva in aree meno consolidate del mercato. Non riteniamo rappresenti rischio sistemico, né riscontriamo parallelismi con l'accumulo di rischio che ha preceduto la crisi finanziaria globale. Tuttavia richiede attenzione.

La selezione del credito è importante e gli investitori vanno opportunamente remunerati per fornire liquidità. L'etichetta investment grade non sempre implica rischio di stampo investment grade, soprattutto quando i rating fanno grande affidamento sulla struttura anziché sulla resilienza degli attivi sottostanti. Finanziamenti molto ingegnerizzati legati all'IA o a veicoli riassicurativi richiedono un'analisi particolarmente attenta.

Allo stesso tempo, lo sviluppo dell'IA sta alimentando significative esigenze di finanziamenti infrastrutturali, soprattutto tramite obbligazioni e prestiti, il che crea opportunità per operatori nel credito dotati di disciplina e scala. Focalizzandosi su operazioni supportate da attivi fisici e solida documentazione, gli investitori possono puntare a rendimenti regolari con al contempo mitigazione del rischio.

Opportunità nei mercati emergenti

I rendimenti di partenza disponibili oggi sui mercati emergenti in valuta locale e in valuta forte sono i più convincenti da oltre un decennio. C'è inoltre potenziale di debolezza del Dollaro sull'orizzonte secolare, il che storicamente è tra i fattori più favorevoli per i rendimenti sui mercati degli emergenti in valuta locale.

I mercati in esame sono diventati uno strumento sottovalutato di gestione del rischio. Il vantaggio intuitivo è evidente: gli emergenti spesso possono offrire rendimenti significativamente superiori a quelli di strumenti dei mercati sviluppati con duration comparabile. Il vantaggio meno evidente nel contesto macro attuale è che gli emergenti oggi offrono anche importante diversificazione in portafoglio proprio rispetto a quegli aspetti dirompenti che promanano dai mercati sviluppati. In un quadro in cui le dinamiche fiscali degli Stati Uniti, il ribilanciamento del Dollaro e l'incertezza sul fronte delle politiche dei mercati sviluppati sono primarie fonti di rischio in portafoglio, l'esposizione ai mercati emergenti può offrire un'autentica copertura anziché soltanto un'ulteriore fonte di rendimento.

In valuta forte, il debito sovrano e quasi-sovrano soprattutto di emittenti investment grade esportatori di materie prime in mercati di frontiera può offrire un differenziale di remunerazione che spesso tiene più che conto del rischio idiosincratico. Al di là dei mercati pubblici, il credito privato e gli strumenti di finanza strutturata dei mercati emergenti, tra cui finanziamenti di infrastrutture, asset based lending e strutture con istituzioni finanziarie di cooperazione per lo sviluppo (DFI) come partner, rappresentano un insieme di opportunità in espansione che possono coniugare i potenziali vantaggi di rendimento dei mercati emergenti con la disciplina di collaterizzazione dell'asset based finance.

Conclusioni

In un mondo post-rottura, l'errore più gravido di conseguenze negli investimenti è puntare su rischi che non sono adeguatamente remunerati. Crediamo che l'attuale panorama dei rendimenti obbligazionari offra un'alternativa convincente.

Siamo dell'idea che oggi i portafogli resilienti siano incentrati sull'obbligazionario di alta qualità, liquido, con orientamento alla maggiore qualità nel credito, ampia diversificazione globale ed esposizione selettiva ad attivi reali e asset based finance. Sull'orizzonte dei prossimi cinque anni, la disciplina verosimilmente conterà più dell'azzardo e la resilienza più delle fughe in avanti.

I nostri Forum

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

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

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



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

Tutti gli investimenti comportano rischi e possono subire perdite di valore. L'investimento nel **mercato obbligazionario** è soggetto a rischi, tra cui il rischio di mercato, di tasso d'interesse, di emittente, di credito, di inflazione e di liquidità. Il valore della maggior parte delle obbligazioni e delle strategie obbligazionarie varia in funzione delle fluttuazioni dei tassi d'interesse. Le obbligazioni e le strategie obbligazionarie con duration più lunga tendono a evidenziare una maggiore sensibilità e volatilità rispetto a quelle con duration più breve. Di norma, i prezzi delle obbligazioni diminuiscono in caso di aumento dei tassi d'interesse e i contesti di bassi tassi d'interesse fanno aumentare tale rischio. Le riduzioni di capacità delle controparti obbligazionarie possono contribuire al calo della liquidità del mercato e all'aumento della volatilità dei prezzi. Al momento del rimborso gli investimenti obbligazionari possono avere un valore superiore o inferiore al costo iniziale. 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 **Treasury Inflation-Protected Securities (TIPS)** sono obbligazioni indicizzate all'inflazione emesse dal governo statunitense. Il valore delle **azioni** può diminuire a causa delle condizioni di mercato, economiche e industriali sia reali che percepite. Le **materie prime** sono caratterizzate da un rischio maggiore, in termini di rischio di mercato, politico, regolamentare e connesso a eventi naturali e possono non essere idonee per tutti gli investitori. Il valore degli **immobiliari** e dei portafogli che investono nel settore immobiliare può variare a causa di perdite dovute a danni o espropriazioni, mutamenti delle condizioni economiche locali e generali, domanda e offerta, tassi d'interesse, aliquote d'imposta sugli immobili, limiti normativi ai canoni di affitto, leggi sulla zonizzazione e spese operative. **MBS e ABS** possono essere sensibili alle fluttuazioni dei tassi d'interesse o esposti al rischio di rimborso anticipato e il loro valore può variare in funzione della percezione del mercato dell'affidabilità creditizia dell'emittente. Sebbene di norma beneficino in una certa misura di garanzie private o pubbliche, non è possibile assicurare che i garanti privati facciano fronte ai loro obblighi. 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. I **tassi di cambio** possono registrare fluttuazioni significative nel breve periodo e possono ridurre i rendimenti di un portafoglio. Con **rischio di gestione** si intende il rischio che le tecniche d'investimento e le analisi del rischio impiegate da un gestore non producano i risultati desiderati e che alcune politiche o determinati sviluppi possano incidere sulle tecniche d'investimento disponibili nella gestione della strategia.

Gli investimenti in **asset based lending e strumenti asset backed** sono soggetti a una varietà di rischi che possono influire negativamente sulla performance e sul valore dell'investimento. Questi rischi comprendono, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, rischio di credito, di liquidità, di tasso di interesse, rischio operativo, strutturale, rischio di sponsor, di veicoli monolinea e altri rischi legali. I titoli asset backed nelle varie classi di attivo potrebbero non conseguire gli obiettivi o generare rendimenti e la loro performance può essere influenzata in modo significativo dalle fluttuazioni dei tassi di interesse. Gli investimenti in **mutui residenziali e commerciali**, nonché in **debito immobiliare commerciale**, sono soggetti a rischi, tra cui il rischio di rimborso anticipato, morosità, pignoramento, rischi di perdita, di servizio del debito e di sviluppi normativi sfavorevoli. Questi rischi possono essere accentuati nel caso di crediti deteriorati. I **prodotti strutturati** come le collateralized debt obligation sono strumenti altamente complessi che tipicamente comportano un elevato grado di rischio; il loro uso può comprendere derivati che possono comportare una perdita superiore all'importo investito. Il **credito privato** comporta l'investimento in titoli non scambiati in borsa che sono soggetti al rischio di illiquidità. I portafogli che investono nel credito privato possono essere in leva e comportare pratiche di investimento speculative che aumentano il rischio di perdita dell'investimento. Gli investimenti in credito privato possono anche essere soggetti a rischi legati all'immobiliare, tra cui il rischio di nuovi sviluppi normativi o regolatori, i rischi correlati all'attrattiva e all'ubicazione degli immobili, alla situazione economica dei locatari, alla potenziale responsabilità prevista da normative ambientali o di altra natura, nonché al rischio di calamità naturali e altri fattori che sono fuori dal controllo del gestore. Gli investimenti in **banche ed entità correlate** riguardano un settore altamente complesso soggetto ad ampia regolamentazione e gli investimenti in tali entità possono dar luogo a responsabilità dei soggetti che esercitano il controllo e altri rischi. Gli investimenti in **crediti distressed e società in fallimento** sono speculativi e il rimborso delle obbligazioni in caso di insolvenza presenta significative incertezze. I **titoli ad alto rendimento e a basso rating** comportano rischi maggiori rispetto ai titoli con un rating più elevato. I portafogli che investono in tali titoli sono esposti a livelli più elevati di rischio di credito e di liquidità rispetto ai portafogli che non detengono tali strumenti. Le **collateralized loan obligation (CLO)** possono comportare un elevato grado di rischio e sono destinate alla vendita solo a investitori qualificati. Gli investitori potrebbero perdere parte o tutto l'investimento e potrebbero esserci periodi in cui potrebbero non percepire alcuna distribuzione di flussi reddituali. Questi investimenti sono esposti a rischi tra cui il rischio di credito, di default, di liquidità, di gestione, di volatilità e di tasso di interesse.

Le affermazioni relative alle tendenze dei mercati finanziari o alle strategie di portafoglio sono basate sulle condizioni di mercato correnti, che sono soggette a variazioni. Non sussiste alcuna garanzia che le 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. Le prospettive e le strategie possono variare senza preavviso.

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

PIMCO in generale fornisce servizi a investitori istituzionali, intermediari finanziari e istituzioni qualificate. Si consiglia agli investitori individuali di rivolgersi al proprio consulente finanziario per valutare le opzioni d'investimento più adeguate alla propria situazione finanziaria. Questa non è un'offerta rivolta ad alcun soggetto in qualsiasi giurisdizione in cui ciò sia illegale o vietato. | **Pacific Investment Management Company LLC**, 650 Newport Center Drive, Newport Beach, CA 92660 è regolamentata dalla Securities and Exchange Commission degli Stati Uniti. | **PIMCO Europe Ltd (società n. 2604517, 11 Baker Street, Londra W1U 3AH, Regno Unito)** è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA) (12 Endeavour Square, Londra E20 1JN) nel Regno Unito. I servizi forniti da PIMCO Europe Ltd non sono disponibili per gli investitori retail che non devono fare affidamento su questa comunicazione ma contattare il proprio consulente finanziario. Poiché i servizi e i prodotti di PIMCO Europe Ltd sono forniti esclusivamente a clienti professionali, la loro adeguatezza è sempre confermata. | **PIMCO Europe GmbH (società n. 192083, Seidlstr. 24-24a, 80335 Monaco, Germania)** è autorizzata e regolamentata dall'Autorità di vigilanza finanziaria federale tedesca (BaFin) (Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Francoforte sul Meno) in Germania ai sensi dell'articolo 15 della Legge tedesca in materia di intermediari finanziari (WpIG). | **La filiale italiana di PIMCO Europe GmbH (società n. 10005170963, via Turati nn. 25/27 (angolo via Cavalieri n. 4), 20121 Milano, Italia), la filiale irlandese di PIMCO Europe GmbH (società n. 909462, 57B Harcourt Street Dublino D02 F721, Irlanda), la filiale inglese di PIMCO Europe GmbH (società n. FC037712, 11 Baker Street, Londra W1U 3AH, Regno Unito), la filiale spagnola di PIMCO Europe GmbH (N.I.F. W2765338E, Paseo de la Castellana 43, Oficina 05-111, 28046 Madrid, Spagna), la filiale francese di PIMCO Europe GmbH (società n. 918745621 R.C.S. Paris, 50-52 Boulevard Haussmann, 75009 Parigi, Francia) e la filiale DIFC di PIMCO Europe GmbH (società n. 9613, Index Tower Floor 10, unit 1001, Centro finanziario internazionale di Dubai, Emirati Arabi Uniti)** sono inoltre regolamentate da: (1) **Filiale italiana: Commissione Nazionale per le Società e la Borsa (CONSOB)** (Via Giovanni Battista Martini, 3 - 00198 Roma) ai sensi dell'articolo 27 del Testo Unico Finanziario; (2) **Filiale irlandese: Central Bank of Ireland** (New Wapping Street, North Wall Quay, Dublino 1 D01 F7X3) ai sensi del Regolamento 43 dei Regolamenti dell'Unione europea (Mercati degli strumenti finanziari) 2017, e successive modifiche; (3) **Filiale inglese: Financial Conduct Authority (FCA)** (12 Endeavour Square, Londra E20 1JN); (4) **Filiale spagnola: Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV)** (Calle Edison 4, 28006 Madrid) in conformità con gli obblighi previsti dagli articoli 168 e da 203 a 224, nonché con gli obblighi del Titolo V, Sezione I della legge spagnola sui mercati finanziari (LMF) e degli articoli 111, 114 e 117 del Decreto Reale 217/2008, rispettivamente; (5) **Filiale francese: ACPR/Banque de France** (4 Place de Budapest, CS 92459, 75436 Paris Cedex 09) in conformità con l'Art. 35 della Direttiva 2014/65/UE relativa ai mercati degli strumenti finanziari e con la vigilanza di ACPR e AMF; e (6) **Filiale DIFC: Dubai Financial Services Authority ("DFSA")** (Level 13, West Wing, The Gate, DIFC) in conformità con l'Art. 48 della Legge regolamentare del 2004. I servizi offerti da PIMCO Europe GmbH sono destinati unicamente a clienti professionali come da definizione contenuta alla Sezione 67, comma 2, della Legge sulla negoziazione di titoli tedesca (WpHG) e non sono disponibili per gli investitori individuali, i quali non devono fare affidamento sulla presente comunicazione. Secondo l'Art. 56 del Regolamento (UE) 565/2017, una società di investimento ha il diritto di presumere che i clienti professionali possiedano le conoscenze e l'esperienza necessarie per comprendere i rischi associati ai servizi di investimento o alle transazioni pertinenti. Poiché i servizi e i prodotti di PIMCO Europe GmbH sono forniti esclusivamente a clienti professionali, la loro adeguatezza è sempre confermata. | **PIMCO (Schweiz) GmbH (registrata in Svizzera, società n. CH-020.4.038.582-2, Brandschenkestrasse 41 Zurigo 8002, Svizzera)**. Secondo la legge svizzera sugli investimenti collettivi del 23 giugno 2006 ("LICo") una società d'investimento ha il diritto di presumere che i clienti professionali possiedano le conoscenze e l'esperienza necessarie per comprendere i rischi associati ai relativi servizi o transazioni di investimento. Poiché i servizi e i prodotti di PIMCO (Schweiz) GmbH vengono forniti esclusivamente a clienti professionali, la loro adeguatezza è sempre confermata. I servizi forniti da PIMCO (Schweiz) GmbH non sono disponibili per gli investitori retail, che non devono fare affidamento su questa comunicazione ma contattare il proprio consulente finanziario. | **PIMCO Asia Pte Ltd** (8 Marina View, #30-01, Asia Square

Tower 1, Singapore 018960, registrazione n. 199804652K) è regolamentata dalla Monetary Authority of Singapore come titolare di una licenza per servizi legati ai mercati dei capitali e come consulente finanziario esente. I servizi di asset management e i prodotti di investimento non sono disponibili per soggetti per i quali tali servizi o prodotti non siano autorizzati. | **PIMCO Asia Limited** (Suite 2201, 22nd Floor, Two International Finance Centre, No. 8 Finance Street, Central, Hong Kong) è autorizzata dalla Securities and Futures Commission per le Tipologie 1, 4 e 9 di attività regolamentate ai sensi della Securities and Futures Ordinance. PIMCO Asia Limited è registrata come società di gestione patrimoniale transfrontaliera presso la Financial Supervisory Commission della Corea (registrazione n. 08-02-307). I servizi di asset management e i prodotti di investimento non sono disponibili per soggetti per i quali tali servizi o prodotti non siano autorizzati. | **PIMCO Investment Management (Shanghai) Limited**, Suite 7204, Shanghai Tower, 479 Lujiazui Ring Road, Pudong, Shanghai 200120, Cina (codice unificato di credito sociale: 91310115MA1K41MU72) è registrata presso l'Associazione dei Gestori Patrimoniali della Cina come Gestore Privato di Fondi (registrazione n. P1071502, Tipo: Altro). | **PIMCO Australia Pty Ltd** ABN 54 084 280 508, AFSL 246862. Nel predisporre il presente materiale non si è tenuto conto degli obiettivi, della situazione finanziaria o delle esigenze di particolari investitori. Prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento, si consiglia agli investitori di rivolgersi a un consulente professionale e di considerare se le informazioni qui contenute siano appropriate alla luce dei loro obiettivi, della loro situazione finanziaria e delle loro esigenze. Per quanto attiene Pacific Investment Management Co LLC (PIMCO LLC) e la sua fornitura di servizi finanziari a clienti wholesale, PIMCO LLC è esente dal requisito di detenere una licenza australiana di fornitura di servizi finanziari per i servizi finanziari offerti a clienti wholesale in Australia. PIMCO LLC è regolamentata dalla Securities and Exchange Commission ai sensi delle leggi degli Stati Uniti che differiscono dalle leggi australiane. | **PIMCO Japan Ltd**, società di strumenti finanziari registrata presso la direzione dell'ufficio finanziario di Kanto con il numero 382 nonché membro dell'Investment Advisers Association,

dell'Investment Trusts Association e della Type II Financial Instruments Firms Association giapponesi. Tutti gli investimenti comportano rischi. Non vi è alcuna garanzia che l'ammontare del capitale sia preservato o che un dato rendimento sia realizzato; l'investimento potrebbe subire perdite. Tutti i profitti e le perdite sono a beneficio o a carico dell'investitore. Gli ammontari, gli importi massimi e le metodologie di calcolo di ciascuna tipologia di commissione e spesa e il loro ammontare complessivo varieranno in funzione della strategia di investimento, della performance dell'investimento, del periodo di gestione e del saldo delle attività in circolazione e pertanto tali commissioni e spese non possono essere fissate in questa sede. | **PIMCO Taiwan Limited** è gestita e amministrata in modo indipendente. Il numero di riferimento della licenza commerciale della società approvato dall'autorità competente è (112) Jin Guan Tou Gu Xin Zi No. 015. La sede legale della società è 40F., No.68, Sec. 5, Zhongxiao East Rd., Xinyi District, Taipei City 110, Taiwan (R.O.C.), telefono +886 2 8729-5500. | **PIMCO Canada Corp.** (199 Bay Street, Suite 2050, Commerce Court Station, P.O. Box 363, Toronto, ON, M5L 1G2) fornisce servizi e prodotti che possono essere disponibili solo in alcune province e territori del Canada e solo tramite intermediari autorizzati a tal fine. | **Nota per i lettori in Colombia:** Il presente materiale è fornito tramite l'ufficio di rappresentanza di Pacific Investment Management Company LLC, 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). | **Nota per i lettori in Brasile:** PIMCO Latin America Administradora de Carteiras Ltda. Av. Brg. Faria Lima, 3477 Itaim Bibi, São Paulo - SP 04538-132 Brasile. | **Nota per i lettori in Argentina:** Il presente materiale può essere fornito tramite l'ufficio di rappresentanza di PIMCO Global Advisors LLC AVENIDA CORRIENTES, 299, Buenos Aires, Argentina. | Nessuna parte del presente materiale può essere riprodotta in alcuna forma o citata in altre pubblicazioni senza espressa autorizzazione scritta. PIMCO è un marchio commerciale di Allianz Asset Management of America LLC negli Stati Uniti e nel resto del mondo. ©2026, PIMCO.