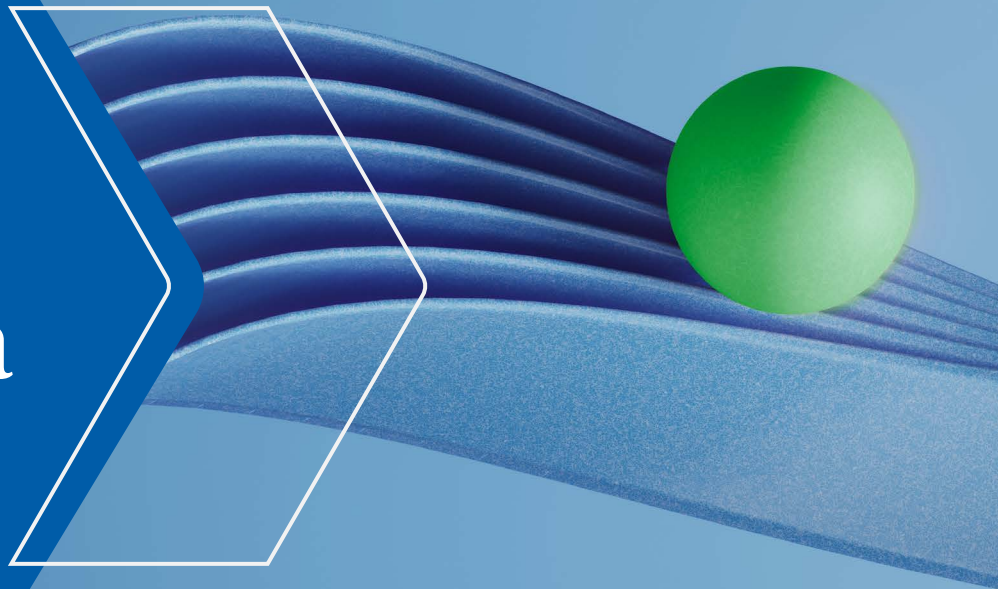




PROSPETTIVE
CICLICHE
APRILE 2025

Cercare la stabilità

In una fase di radicali cambiamenti geopolitici e sfide evidenti per gli attivi più rischiosi, l'obbligazionario è fonte di stabilità.





AUTORI

Tiffany Wilding
Managing Director
Economista

Andrew Balls
Chief Investment Officer
Reddito fisso globale

Principali conclusioni

Il mondo è entrato in una fase di incertezza geopolitica, con gli Stati Uniti oggi al centro della tempesta. Ecco le nostre previsioni economiche a breve termine:

- **Incertezza globale:** l'Amministrazione Trump ha adottato sin da subito provvedimenti incisivi per ridurre il disavanzo commerciale e tagli nella pubblica amministrazione. Non è ancora chiaro se l'attuale volatilità delle politiche americane evolverà in una strategia più stabile. Con l'aumento delle barriere tariffarie, cresce l'incertezza a livello globale, soprattutto per quelle economie che dipendono dalle esportazioni.
- **Minacce per l'eccezionalismo americano:** con la fiducia sia delle imprese che dei consumatori in calo, l'eccezionalismo dell'economia e dei mercati finanziari americani degli ultimi anni potrebbe venire meno.
- **Interessi nazionali hanno la precedenza:** le politiche americane protezioniste coniugate alla prospettiva di tagli della spesa pubblica federale stanno alimentando timori di rischi di recessione e del riaccendersi dell'inflazione negli Stati Uniti. Per contro, i programmi di aumento della spesa pubblica stanno migliorando le prospettive di Paesi come Germania e Cina. Le principali banche centrali mireranno a proseguire l'allentamento monetario verso il livello neutrale.

La nuova incertezza di fonte americana ha alimentato ribassi degli attivi rischiosi e un marcato aumento della volatilità. Al contempo, l'obbligazionario di alta qualità prospera, con rendimenti complessivi paragonabili a quelli azionari nell'ultimo anno e valutazioni vantaggiose in questa fase. Ecco le nostre indicazioni per gli investimenti:

- **Ricerca di fonti stabili di rendimento in tempi di turbolenza:** storicamente, c'è una stretta correlazione fra i rendimenti obbligazionari di partenza e quelli futuri a cinque anni. Oggi i rendimenti sono attrattivi e l'obbligazionario è dunque ben posizionato in questo contesto. Crediamo sia un momento opportuno per ridurre le posizioni concentrate in attivi rischiosi americani, soprattutto viste le valutazioni tuttora elevate.
- **Diversificazione sui mercati globali:** le opportunità globali nell'obbligazionario restano robuste e offrono strategie per rafforzare ulteriormente la diversificazione.
- **Predilezione per l'asset based finance rispetto al credito societario:** privilegiamo l'asset based finance rispetto al credito societario, sui mercati pubblici e privati.



Prospettive economiche: riorganizzazione globale

Gli effetti dirompenti della pandemia sono alle spalle. Il mercato del lavoro si è normalizzato. Sebbene l'inflazione nei mercati sviluppati (MS) possa restare al di sopra delle medie del periodo successivo alla crisi finanziaria, è in generale in prossimità degli obiettivi delle banche centrali. La politica monetaria sta gradualmente tornando a livelli più neutrali.

L'attenzione si è spostata su un nuovo fattore dirompente: le politiche degli Stati Uniti. L'Amministrazione Trump, eletta sulla base di un programma di cambiamento, è impegnata a perseguire tre finalità interconnesse che trasformeranno l'economia americana e globale:

1. Riequilibrare il disavanzo commerciale degli Stati Uniti (cfr. Figura 1)
2. Ridurre l'elevato disavanzo del bilancio federale
3. Invertire il declino di decenni della quota di reddito della forza lavoro americana

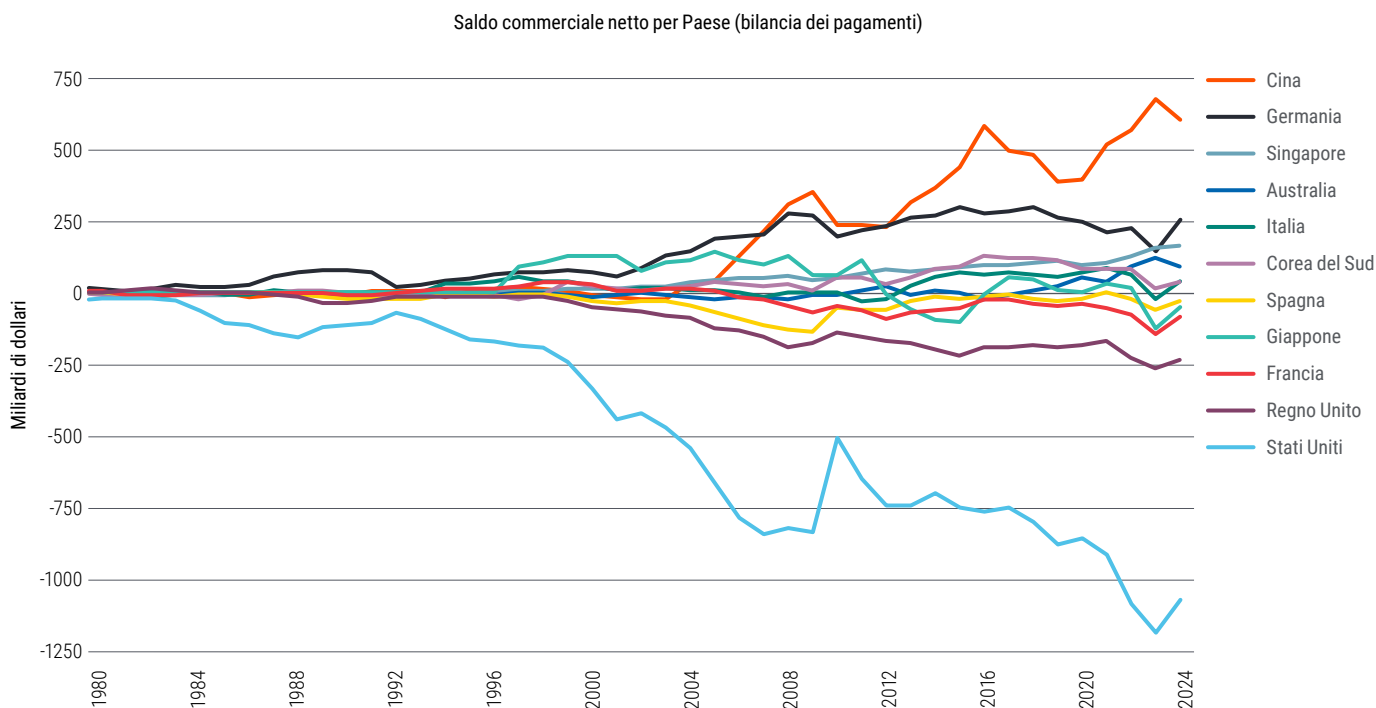
Correggere questi squilibri richiederebbe cambiamenti strutturali tra cui la riduzione della quota del PIL che deriva dai consumi americani, la diminuzione del contributo al PIL del manifatturiero e del risparmio nelle economie con avanzi commerciali e il decremento della concentrazione degli abbondanti flussi globali di risparmio che approdano sui mercati dei capitali americani.

L'adozione di questi cambiamenti si scontra con vincoli economici, politici e di mercato, sia negli Stati Uniti che all'estero. Metterli in atto su un orizzonte ciclico di sei-12 mesi verosimilmente scombuscolerebbe economie e mercati anche nella prospettiva di un sistema globale più equilibrato come risultato finale.

Avevamo previsto radicali cambiamenti nelle nostre *Prospettive Cicliche* di gennaio 2025 "[L'incertezza diventa una certezza](#)".

L'incertezza sul fronte delle politiche oggi si manifesta quotidianamente e deriva principalmente dagli Stati Uniti, storicamente fonte di stabilità globale.

Figura 1 – Gli Stati Uniti puntano a riequilibrare gli scambi internazionali



Fonte: Banca Mondiale, Haver Analytics e PIMCO, a dicembre 2024

MINACCE ALL'ECCEZIONALISMO AMERICANO

I cambiamenti riflettono inversioni di ruolo a livello internazionale, con gli Stati Uniti che segnalano una riduzione di alcune loro funzioni tradizionali e altri Paesi che intervengono a colmare i vuoti. Il consolidato affidamento agli Stati Uniti per il loro ruolo di leader internazionale è messo in discussione.

Questi cambiamenti potrebbero coincidere con il tramonto della sovraperformance dei mercati dei capitali americani rispetto al resto del mondo degli ultimi anni. In Europa, il dividendo di pace, vale a dire i vantaggi economici di una ridotta spesa militare dopo la fine della Guerra Fredda, pare esaurito, e i Paesi del vecchio continente si predispongono ad aumentare le spese per la difesa.

A gennaio avevamo indicato che il nostro scenario di base prevedeva un aumento dei dazi a livello gestibile dal punto di vista economico che, assieme agli interventi su tassazione e spesa pubblica, avrebbe lasciato il disavanzo del bilancio federale largamente invariato nel 2025 e 2026.

Avevamo tuttavia anche indicato che i cambiamenti implicavano, a seconda della loro portata, un ampio range di possibili esiti per la crescita americana e rischi economici più profondi in altre aree geografiche, specialmente per quei Paesi fortemente dipendenti dal commercio globale e con avanzati commerciali con gli Stati Uniti. Pensavamo che la volatilità dei mercati azionari americani sarebbe stata un fattore di contenimento.

Da allora l'Amministrazione Trump ha avviato misure aggressive sul fronte della politica commerciale, della riduzione della pubblica amministrazione e dell'immigrazione, che verosimilmente rallenteranno l'economia americana più di quanto fosse precedentemente previsto e penalizzeranno il mercato del lavoro, a prescindere se i tagli alla spesa pubblica verranno o meno codificati in provvedimenti di legge.

I membri dell'Amministrazione hanno sostenuto che qualche tribolazione sul breve termine sia accettabile per conseguire obiettivi a più lungo termine, segnalando una tolleranza alla volatilità economica e dei mercati più alta di quanto si ritenesse in precedenza. Alla fine, i prezzi più alti, soprattutto per generi alimentari ed energia, e valori azionari più bassi probabilmente porranno un vincolo per la politica.



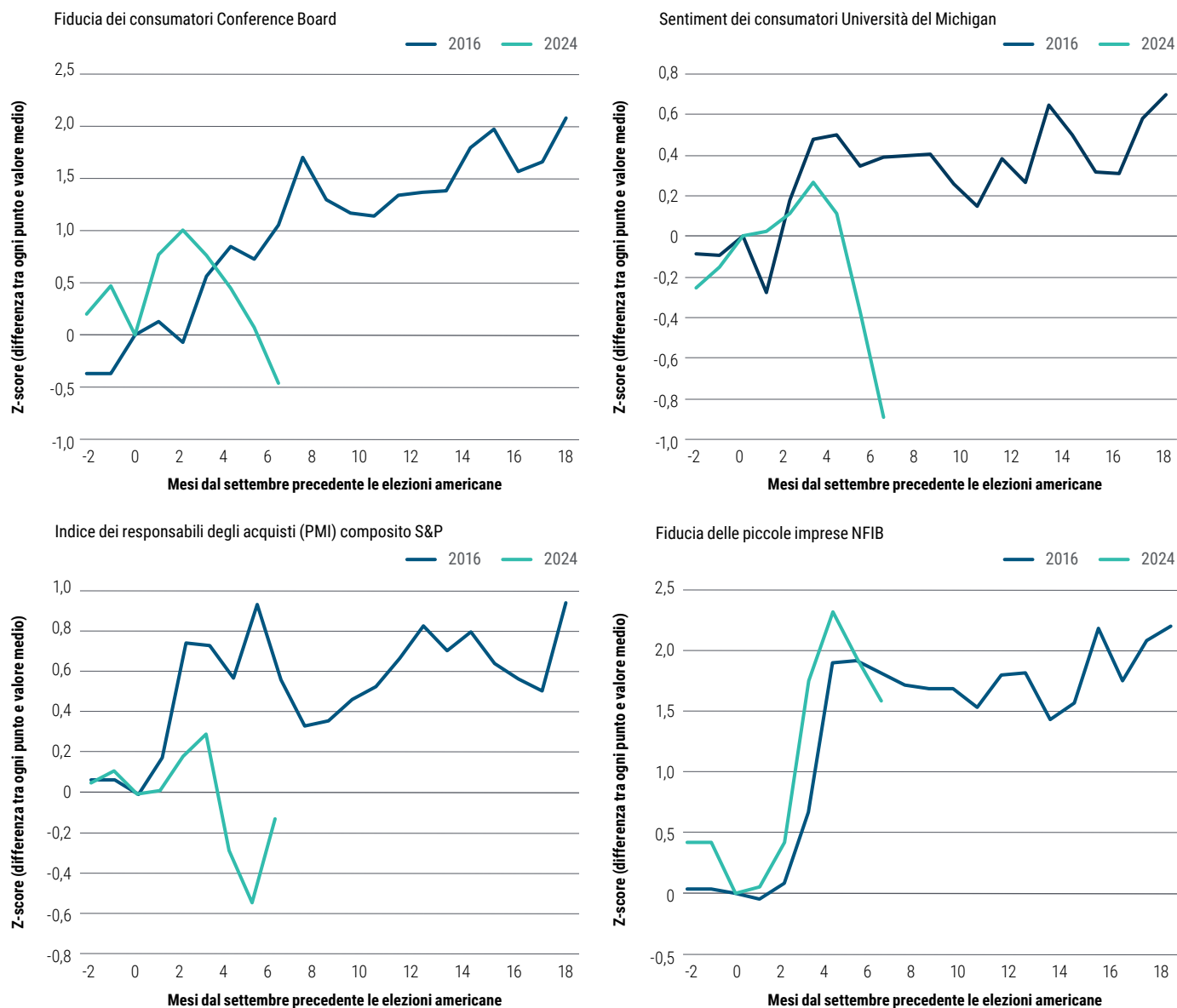
AUMENTO DEI RISCHI PER CRESCITA E INFLAZIONE NEGLI STATI UNITI...

Anche se non è ancora chiaro quale sarà la loro definitiva attuazione, gli annunci di politiche americane dirompenti hanno già smorzato l'ottimismo di consumatori e imprese negli Stati Uniti e verosimilmente incideranno sulle decisioni d'investimento e di assunzioni di lavoratori (cfr. Figura 2). A livello globale, le imprese alle prese con rischi legati ai dazi pressoché impossibili da calibrare, probabilmente ritarderanno le decisioni sui propri investimenti e sulla propria espansione. In altre parole, l'incertezza sui dazi si sta dimostrando un freno per la crescita anche se i dazi non si materializzano.

Ravvisiamo il rischio di un indebolimento più marcato della crescita e del mercato del lavoro negli Stati Uniti. Dopo una crescita annua del PIL reale americano tra il 2,5% e il 3% negli ultimi anni, ci aspettiamo un tasso inferiore al tendenziale nel 2025 e 2026.

L'aliquota media effettiva dei dazi sulle importazioni negli Stati Uniti si stima sia salita di 7,5 punti percentuali per le misure nei confronti di Canada, Messico e Cina. Ci aspettiamo che ulteriori misure di politica commerciale facciano salire quel dato in modo significativo nel corso dell'anno, considerando che potrebbero essere adottati dazi anche nei confronti dell'Europa e di altri Paesi del Sud-est Asiatico.

Figura 2 – Il sentiment si è deteriorato negli Stati Uniti



Fonte: Conference Board, Università del Michigan, S&P, NFIB, Haver Analytics e PIMCO a marzo 2025

È probabile che le imprese trasferiscano sui destinatari finali i costi dei dazi, alimentando l'inflazione nel periodo di aggiustamento dei prezzi e ritardandone il ritorno sull'obiettivo del 2% della Federal Reserve. Di maggiore preoccupazione per i funzionari della Fed sono i dati delle indagini presso consumatori e imprese che segnalano aspettative d'inflazione in aumento.

L'attenzione del Congresso è già rivolta agli interventi sulla tassazione. Vista la natura tortuosa del processo legislativo e le maggioranze di misura dei Repubblicani, soprattutto alla Camera, prevediamo che l'approvazione del provvedimento di legge non giungerà prima dell'estate se non addirittura più avanti. Anche se ci aspettiamo che gli interventi sulla politica commerciale, sulla spesa pubblica e sulla tassazione abbiano effetti netti neutri sull'impulso fiscale negli Stati Uniti nel 2025, un rallentamento più significativo della crescita sul breve termine potrebbe far pendere il piatto della bilancia a favore di tagli delle tasse più ampi e di maggiore stimolo.

...MENTRE IL POTENZIALE DI STIMOLO FISCALE E TAGLI DEI TASSI MIGLIORA LE PROSPETTIVE GLOBALI

I recenti provvedimenti in altre primarie economie sembrano invece migliorarne in modo incrementale le prospettive che in precedenza erano apparse più desolanti. Crescono le aspettative di una politica fiscale espansiva in Paesi come Cina, Germania, Giappone e Canada.

Cina e Germania sono fortemente incentivate ad attuare cambiamenti strutturali. In Cina l'eccesso di costruzioni nel settore immobiliare e il ciclo di riduzione del debito hanno contribuito a un eccessivo affidamento sulle esportazioni, un modello ora sotto pressione per la mancata disponibilità di altri Paesi a importare le produzioni cinesi. La Cina appare pertanto ora più orientata ad attuare politiche per stimolare i consumi e proseguire al contempo gli investimenti in tecnologia e intelligenza artificiale (IA).

La Germania sta dando priorità all'aumento della spesa pubblica in difesa e infrastrutture dopo che la pandemia, la guerra in Ucraina e l'intensa concorrenza cinese ne hanno travolto il modello economico. Altri Paesi europei potrebbero seguirla su questa strada ma potrebbero avere minore spazio di bilancio rispetto alla Germania che tendenzialmente ha registrato avanzi fiscali.

Ci aspettiamo che i trend di crescita restino stabili e modesti nelle economie al di fuori degli Stati Uniti. L'incertezza sul fronte commerciale resta un fattore avverso ma le condizioni finanziarie più favorevoli in economie più sensibili ai tassi d'interesse e a politiche fiscali più espansive dovrebbero fornire un certo sostegno compensativo.

Mercati del lavoro meno robusti e una crescita salariale prevista moderarsi dovrebbero mantenere l'inflazione nelle economie al di fuori dagli Stati Uniti sulla traiettoria di discesa, consentendo alle banche centrali dei mercati sviluppati di proseguire l'allentamento monetario verso il tasso neutrale. Ci aspettiamo tagli dei tassi per ulteriori 50–100 punti base nei mercati sviluppati per la restante parte del 2025. La banca centrale del Giappone resta l'eccezione in quanto è probabile rialzi i tassi alla luce delle aspettative di inflazione più alta.

Come scenario di base prevediamo che la Fed abbassi i tassi di ulteriori 50 punti base più avanti quest'anno. La banca centrale americana è in una posizione complicata in quanto i rischi di inflazione più alta e di crescita più bassa hanno implicazioni contrastanti per gli obiettivi della Fed di stabilità dei prezzi e piena occupazione.

Il principale rischio è che l'indebolimento del mercato del lavoro e della crescita del PIL reale induca la Fed ad abbassare i tassi più di quanto attualmente scontato dai mercati, anche se l'inflazione ostinata e l'aumento delle aspettative di inflazione ne stanno ritardando la reazione rispetto ai primi segnali di rallentamento economico. Alla fine prevediamo che la banca centrale americana taglierà i tassi in modo più aggressivo se risconterà rischi di recessione che aumentano più velocemente delle aspettative d'inflazione. Crediamo sia invece bassa la probabilità di un'inversione di rotta della Fed e di rialzi dei tassi in risposta a un'inflazione legata ai dazi.

Implicazioni per gli investimenti: puntare su semplicità, stabilità e diversificazione

In questo contesto macroeconomico di singolare incertezza, è prudente dare priorità a investimenti semplici, stabili, anziché cercare di prevedere l'imprevedibile.

L'elevata incertezza verosimilmente metterà a dura prova la sovraperformance dell'azionario americano degli ultimi anni. Ci sono ottimi motivi per diversificare rispetto all'azionario americano dai prezzi alti, investendo in un mix più ampio di obbligazionario globale di alta qualità. Crediamo che queste siano le fasi iniziali di un periodo che durerà anni in cui l'obbligazionario potrà offrire performance superiori all'azionario e al contempo un profilo più favorevole su base corretta per il rischio.

Storicamente, c'è una stretta correlazione fra i rendimenti obbligazionari di partenza e quelli futuri a cinque anni (Cfr. Figura 3). I rendimenti per i portafogli obbligazionari di alta qualità sono al 4,65% sulla base del Bloomberg US Aggregate Index, e al 4,80% sulla base del Global Aggregate Index (con copertura in dollari), al 28 marzo 2025. A partire da questa base, i gestori attivi sono capaci di individuare opportunità in settori di alta qualità per cogliere alfa, vale a dire performance superiore ai benchmark di mercato, e accrescere i rendimenti per gli investitori.

Allo stesso tempo, il premio per il rischio azionario, vale a dire il differenziale di rendimento richiesto dagli investitori per investire in azionario che è più rischioso, per la prima volta da oltre due decenni è diventato negativo a fine 2024, a seguito di valutazioni azionarie elevate a livelli storici e al contempo rendimenti obbligazionari che sono i più alti che si siano visti da anni. Da allora il premio è aumentato ma rimane prossimo ai minimi storici. (Per maggiori informazioni, si veda *La Prospettiva di PIMCO* di febbraio "[Dove guardare quando i valori azionari sono intorno ai massimi storici](#)").

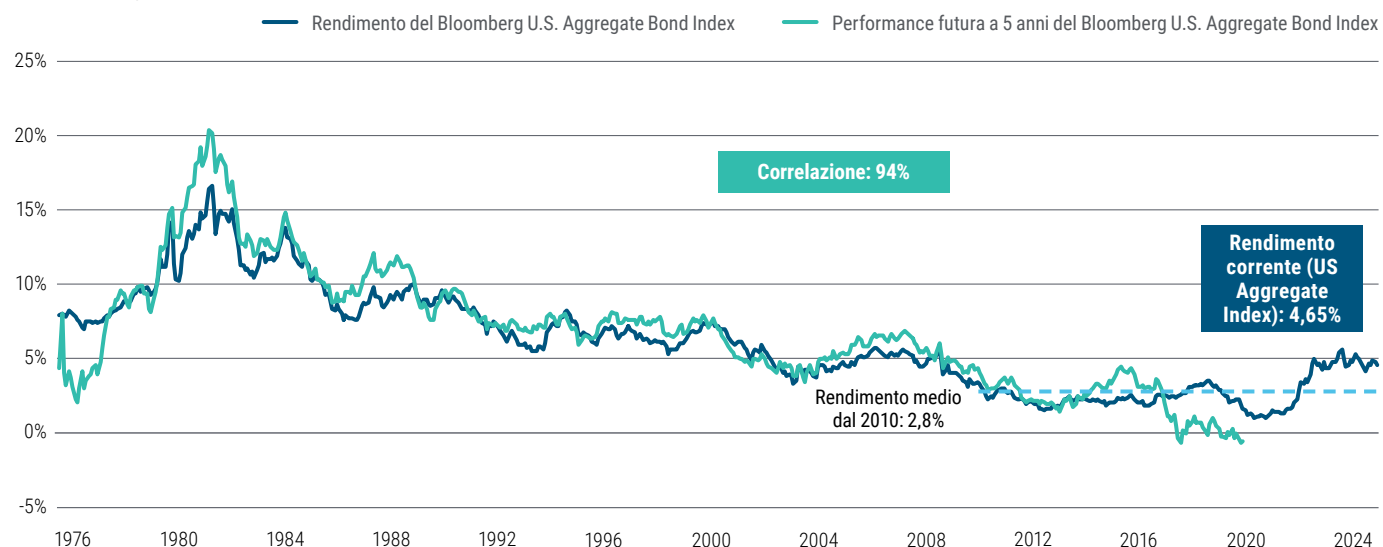
I benefici di diversificazione di portafoglio offerti dall'obbligazionario sono stati evidenti negli ultimi mesi. Azionario e obbligazionario di norma si muovono in direzioni opposte, cosicché in un portafoglio bilanciato quando uno dei due è penalizzato, l'altro contribuisce guadagni. Con l'azionario in flessione, l'obbligazionario di alta qualità prospera, con rendimenti complessivi paragonabili a quelli azionari nell'ultimo anno, oltre a presentare valutazioni interessanti in questo momento.

LA DURATION APPARE PIÙ ATTRATTIVA

Non è ancora chiaro se la recente volatilità di mercato rappresenti il punto massimo del pessimismo in relazione all'incertezza sulle politiche americane o se la turbolenza

Figura 3 – Forte collegamento tra i rendimenti obbligazionari di partenza e quelli futuri a 5 anni

Rendimento vs. performance a 5 anni



Fonte: Bloomberg, PIMCO al 28 marzo 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. Rendimenti e performance sono riferiti al Bloomberg US Aggregate Bond Index. Non è possibile investire direttamente in un indice non gestito.

persisterà ed eroderà ulteriormente la fiducia di consumatori e imprese sia negli Stati Uniti che altrove, incidendo sulle economie e sui prezzi di mercato ancor di più.

Le rosee aspettative che hanno sospinto i prezzi degli attivi rischiosi agli inizi dell'anno hanno lasciato il posto a un orientamento più prudente. La flessione degli attivi rischiosi è stata accompagnata dal rialzo dei Treasury americani e delle obbligazioni governative canadesi mentre in Europa e nel Regno Unito sono saliti i tassi obbligazionari, in parte in conseguenza del previsto aumento della spesa pubblica tedesca.

Anche dopo il rally dei Treasury di quest'anno, il rendimento del decennale governativo americano resta saldamente a metà del range, compreso tra 3,75% e 4,75%, della nostra previsione sull'orizzonte ciclico. Tuttavia se aumentassero i rischi di recessione, è possibile che i mercati riflettano nei prezzi maggiori tagli dei tassi da parte della Fed e che il suddetto range si sposti su livelli più bassi.

Il mercato obbligazionario tedesco ha registrato un netto riprezzamento a inizio marzo per effetto del cambiamento di orientamento sulla spesa pubblica. Si tratta di un cambiamento significativo, vista la posizione unica della Germania all'interno dell'Area Euro con i suoi bassi livelli di debito.

Al di là della Germania, prevediamo un aumento delle spese per la difesa in Europa in generale, anche se con misure probabilmente meno poderose considerando che per i Paesi con condizioni di finanza pubblica meno robuste non sarà facile finanziare questo tipo di iniziative. Abbiamo pertanto rivisto al rialzo la nostra previsione del range dei tassi per il Bund tedesco a 10 anni portandolo al 2,5%–3,5% dal 2%–3%, a fronte del potenziale di ulteriore riprezzamento.

In generale, propendiamo per un sovrappeso di duration, che è una misura della sensibilità ai tassi di interesse. In una fase di rischi asimmetrici fra i vari Paesi, puntiamo alla diversificazione globale su duration di alta qualità. Per le posizioni di sovrappeso prediligiamo la duration di Regno Unito e Australia. Riteniamo la duration europea meno attrattiva alla luce delle pressioni sui bilanci pubblici e prevediamo curve più ripide nei vari mercati dell'Area Euro.

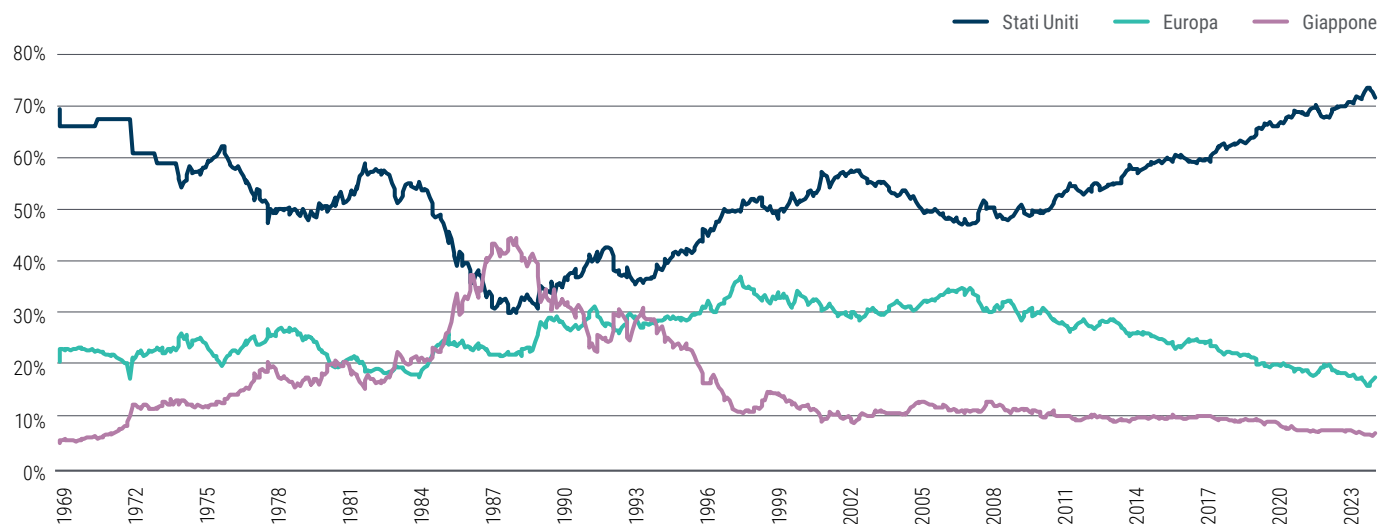
RICCHE OPPORTUNITÀ GLOBALI

L'altra faccia della medaglia dei disavanzi commerciali degli Stati Uniti è stata la concentrazione di risparmi esteri che si è riversata sui mercati dei capitali americani. A livello globale c'è stato un forte orientamento verso investimenti sui mercati degli Stati Uniti, in particolare nell'azionario (cfr. Figura 4), che oggi appare più vulnerabile.

In questo contesto riteniamo opportuno puntare su opportunità globali, soprattutto considerando che l'obbligazionario è diventato più allettante. Nella duration di alta qualità, nel credito e sui mercati dei valori mobiliari porremo enfasi su un ventaglio di opportunità globali.

I mercati emergenti (ME) offrono interessanti opportunità di alfa nonché benefici di diversificazione. Nei mercati emergenti di alta qualità, i tassi di default storici sono in linea con quelli del credito societario americano e i premi per la strutturazione e l'illiquidità restano appetibili. Ravvisiamo valore in opportunità in valuta locale che potrebbero beneficiare del reindirizzamento di flussi di capitali dagli Stati Uniti nonché negli spread in dollari negli spazi dove cresce la disponibilità di credito investment grade.

Figura 4 - Gli Stati Uniti rappresentano al momento oltre il 70% dell'indice MSCI World



Fonte: Datastream, elaborazioni di PIMCO, al 27 marzo 2025



I rischi per l'eccezionalismo americano hanno ridotto l'attrattività del dollaro. Al contempo, i rischi legati ai dazi mettono in guardia rispetto a posizioni corte sul biglietto verde, nell'eventualità che gli aggiustamenti valutari siano la valvola di sfogo e dazi inattesi determinino il deprezzamento delle altre valute. Privilegiamo posizioni in valuta estera gestite con cura per generare reddito su mercati al di fuori dagli Stati Uniti, mirando a minimizzare le correlazioni con il dollaro americano o con i mercati azionari.

PREDILIGIAMO L'ASSET-BASED FINANCE RISPETTO AL CREDITO SOCIETARIO

Siamo cauti sul credito societario in quanto crediamo che gli spread non riflettano in modo adeguato i potenziali rischi di ribasso.

L'obbligazionario societario svolge un ruolo importante nei portafogli, tuttavia al momento ravvisiamo maggiore valore in alternative di alta qualità, compresi indici di derivati creditizi e posizioni di sovrappeso sugli MBS agency. Privilegiamo il reddito fisso e prodotti cartolarizzati di alta qualità.

Nel credito privato, crediamo che le strategie asset based finance (ABF) offrano le opportunità e i punti di ingresso più favorevoli. Sappiamo individuare posizioni capaci di generare flussi reddituali interessanti, tipicamente a tasso fisso, con ammortamento e garantiti da attivi tangibili. Questo crea un range di esiti più ristretto che rende l'ABF una preziosa componente da inserire in portafoglio mentre altri attivi nel credito privato sono alle prese con accresciuta incertezza.

Questo vale in particolare per il credito diretto alle imprese dove l'eccesso di domanda degli investitori rispetto all'offerta, tutele più deboli per gli investitori e cedole a tasso variabile comportano un range più ampio di esiti. Riscontriamo crescente concorrenza in questo spazio, con molti investitori e capitali a caccia di operazioni mentre le banche tornano ai mercati dei prestiti sindacati.

Questo sta contribuendo alla convergenza degli spread fra mercati pubblici e privati del credito a leva. Contrariamente all'aspettativa che con l'Amministrazione Trump si sarebbe innescata un'intensa attività di fusioni e acquisizioni, l'accentuata incertezza le ha invece frenate e ha rallentato il flusso di nuove operazioni.

CONCLUSIONI

Con volatilità e valutazioni azionarie a livelli insolitamente elevati e spread creditizi compressi, l'obbligazionario di alta qualità può offrire rendimenti attrattivi, stabilità nonché prospettive robuste a più lungo termine per gli investitori pazienti.

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 taluni 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 **TIPS** sono obbligazioni indicizzate all'inflazione emesse dal governo statunitense. **MBS e ABS** possono essere sensibili alle fluttuazioni dei tassi d'interesse o esposti al rischio di rimborso anticipato. Sebbene di norma beneficino di garanzie private, pubbliche o emesse da agenzie federali, non è possibile assicurare che i garanti facciano fronte ai loro obblighi. I riferimenti a MBS agency e non-agency riguardano mutui ipotecari emessi negli Stati Uniti. I **prodotti strutturati** come Collateralized Debt Obligation (CDO), Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI) e Constant Proportion Debt Obligation (CPDO) sono strumenti complessi che tipicamente comportano un elevato grado di rischio e sono destinati unicamente a investitori qualificati. L'uso di questi strumenti può prevedere derivati che possono comportare una perdita superiore all'importo investito. Il valore di mercato può inoltre essere influenzato da cambiamenti nel contesto economico, finanziario e politico (inclusi, a titolo esemplificativo ma non esaustivo, i tassi di interesse e i tassi di cambio, a pronti e a termine), dalla scadenza, dal mercato e dalla qualità creditizia dell'emittente. 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. 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. Il valore delle **azioni** può diminuire a causa delle condizioni di mercato, economiche e industriali sia reali che percepite. Con **rischio di gestione** si intende il rischio che le tecniche d'investimento e le analisi del rischio impiegate da PIMCO non producano i risultati desiderati e che alcune politiche o determinati sviluppi possano incidere sulle tecniche d'investimento a disposizione di PIMCO nella gestione della strategia. La **qualità creditizia** di un determinato titolo o insieme di titoli non garantisce la stabilità o la sicurezza del portafoglio. La **diversificazione** non garantisce l'assenza di perdite.

Le previsioni, le stime e talune informazioni contenute nel presente documento sono basate su ricerche proprietarie e non devono essere considerate alla stregua di una consulenza di investimento, di un'offerta o di una sollecitazione, né di un acquisto o una vendita di qualsiasi strumento finanziario. Le previsioni e le stime presentano alcuni limiti intrinseci e, a differenza dei dati effettivi di performance, non riflettono le transazioni effettive, i vincoli di liquidità, le commissioni e/o altri costi. Inoltre, i riferimenti a risultati futuri non vanno interpretati come una stima o una promessa di risultati che il portafoglio di un cliente potrebbe conseguire.

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. Si consiglia agli investitori di rivolgersi al proprio professionista degli investimenti prima di prendere qualsiasi decisione di investimento. Le prospettive e le strategie possono variare senza preavviso.

La **correlazione** è una misura statistica delle oscillazioni di un titolo rispetto a un altro. La **duration** è la misura della sensibilità della quotazione di un'obbligazione alle variazioni dei tassi d'interesse ed è espressa in anni.

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

PIMCO 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), 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) e la filiale francese di PIMCO Europe GmbH (società n. 918745621 R.C.S. Paris, 50-52 Boulevard Haussmann, 75009 Parigi, Francia)** sono autorizzate e regolamentate 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 (WpHG). La filiale italiana, irlandese, inglese, spagnola e francese 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 e (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. 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, l'adeguatezza di tali servizi 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 ("CISA"), 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 dovrebbero fare affidamento su questa comunicazione ma contattare il proprio consulente finanziario. PIMCO è un marchio registrato di Allianz Asset Management of America LLC negli Stati Uniti e nel resto del mondo. ©2025 PIMCO