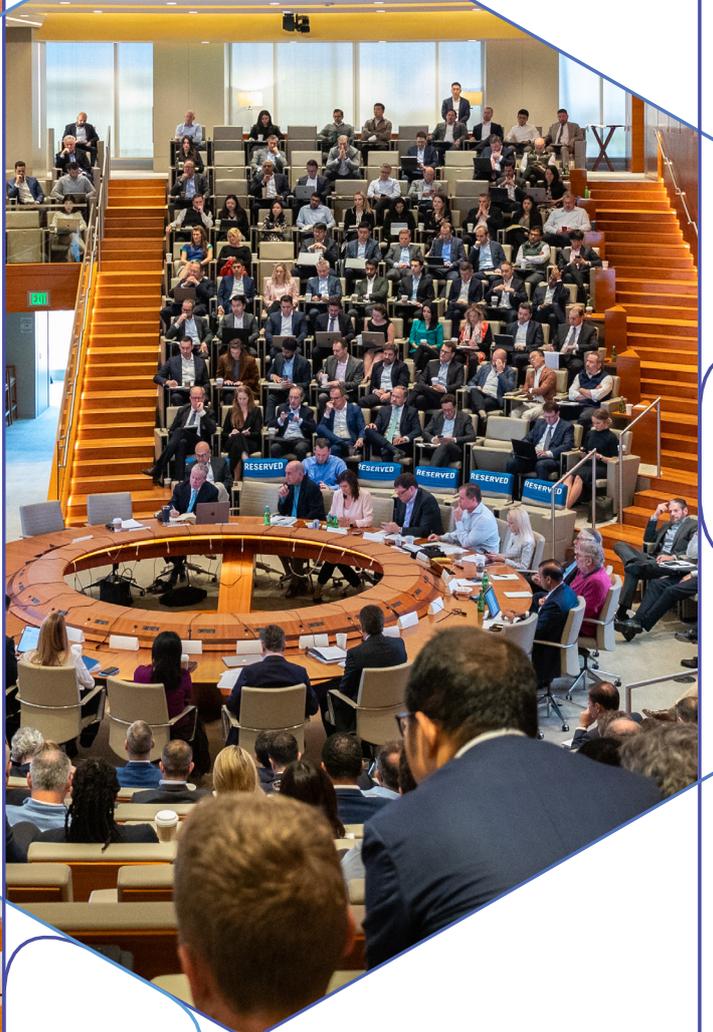


SECULAR
OUTLOOK

GIUGNO 2025

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.



Autori:**Richard Clarida**

Consulente economico globale

Andrew BallsChief Investment Officer
Reddito fisso globale**Dan Ivascyn**

Group Chief Investment Officer

Principali conclusioni

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.

Questi sono i nostri temi macroeconomici sull'orizzonte quinquennale:

- **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.

Questi i nostri temi d'investimento:

- **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.



Relatori invitati al nostro Secular Forum 2025

Daron Acemoglu

Premio Nobel per l'economia; Professore di economia al Massachusetts Institute of Technology

Laurence Boone

Ex Segretario di Stato francese per gli affari europei

Roberto Campos Neto

Ex Presidente della Banca Centrale del Brasile (2019–2024)

Seth Carpenter

Capo economista globale di Morgan Stanley; ex Vice Assistente Segretario al Tesoro degli Stati Uniti

David Crane

Ex Sottosegretario alle Infrastrutture, Dipartimento dell'Energia degli Stati Uniti

Bill Demchak

CEO di PNC

Robert Lighthizer

Ex Rappresentante per il commercio degli Stati Uniti (2017–2021); ex Vice Rappresentante per il commercio (1983–1985)

Adam Posen

Presidente del Peterson Institute; ex membro del comitato di politica monetaria della Bank of England

Zoltan Pozsar

Fondatore di Ex Uno Plures; ex strategist sui tassi presso Credit Suisse; ex responsabile del desk di mercato per le cartolarizzazioni della Fed di New York

Kevin Rudd

Ambasciatore dell'Australia negli Stati Uniti; ex Primo Ministro dell'Australia

Global Advisory Board di PIMCO

Esperti di chiara fama mondiale in campo politico ed 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 depongono 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 "mbridge" 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

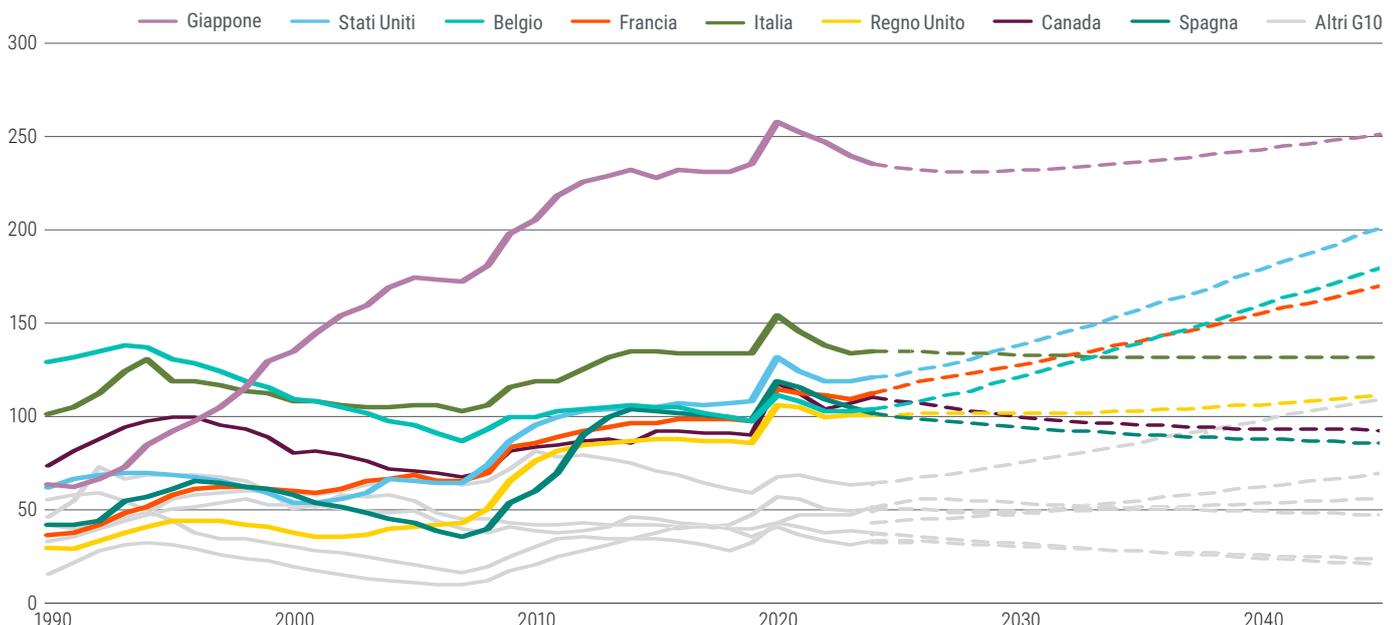
Anche se prossimo ai massimi storici, il debito resta sostenibile in gran parte dei Paesi sviluppati. Tra le eccezioni di spicco figurano il Giappone, gli Stati Uniti e la Francia, dove il debito è su una traiettoria insostenibile a lungo termine, ancor di più dello scorso anno (cfr. Figura 1). I deficit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

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

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

Proiezioni dei debiti pubblici (% del PIL)



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. Adeguamo la previsione del FMI per comprendere l'estensione dei tagli fiscali adottati da Trump nel 2017.

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 propanano 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.

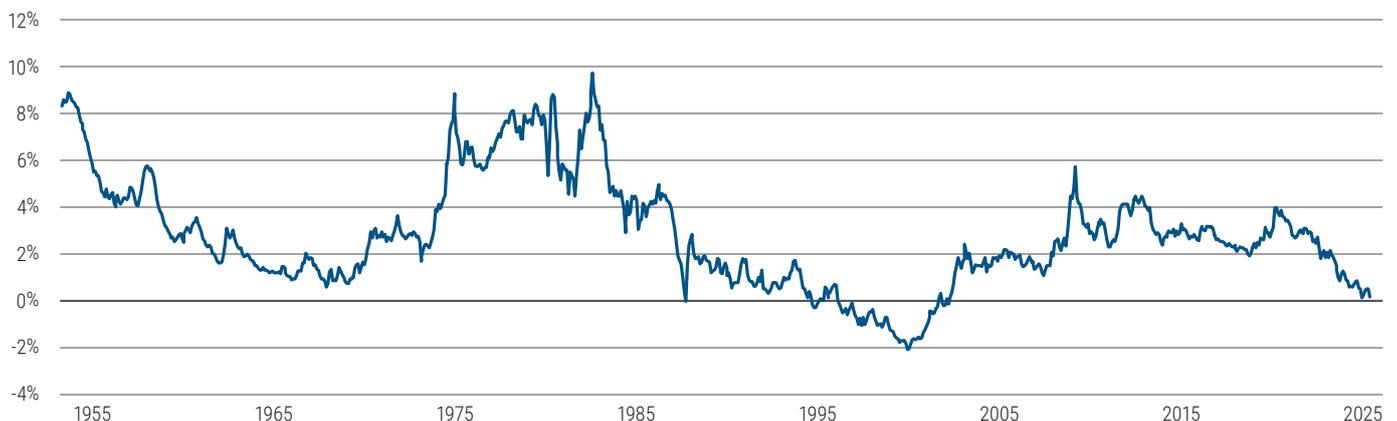
Un ritorno alla media a un premio al rischio azionario più alto tipicamente richiede un calo dei tassi obbligazionari o una correzione azionaria o entrambi. Lo stesso grafico mostra due periodi passati in cui il premio è stato a zero o negativo: nel 1987 e nel 1996–2001. Dopo un premio al rischio azionario 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.

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

| Al 31 maggio 2025 | Value | Percentile |
|--|-------|------------|
| Rapporto prezzo/utigli corretto per il ciclo economico (CAPE) | 35,2 | 94% |
| Rendimento azionario in termini reali (1/CAPE) | 2,84% | 6% |
| Rendimento obbligazionario a 30 anni in termini reali | 2,64% | 42% |
| Premio al rischio azionario (rendimento azionario – rendimento obbligazionario in termini reali) | 0,20% | 10% |

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.



IL VANTAGGIO DEL RENDIMENTO OBBLIGAZIONARIO RESTA CONVINCENTE

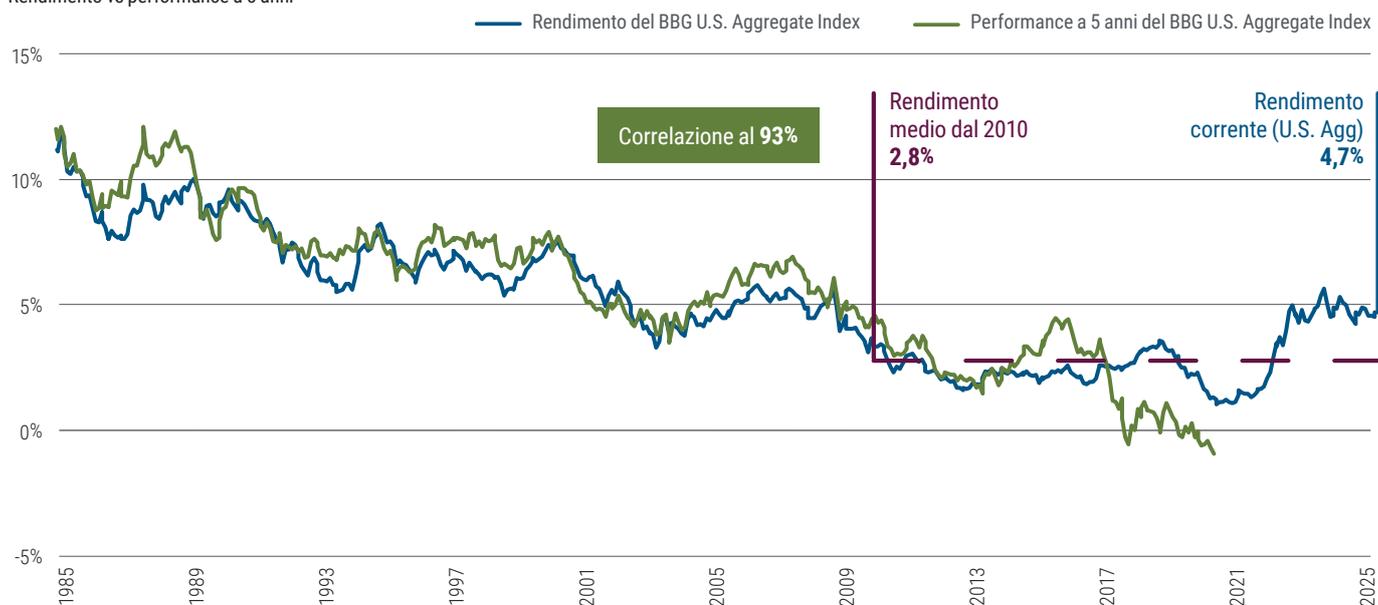
Le valutazioni indicano una minore probabilità di sovraperformance dell'azionario rispetto all'obbligazionario in parte perché le prospettive dell'obbligazionario di alta qualità sono positive a livelli che non si vedevano da tempo. Dopo i bruschi rialzi dei tassi dopo la pandemia, i mercati obbligazionari hanno superato gli ostacoli e ora 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.

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.

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

Rendimento vs performance a 5 anni



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.

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).

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

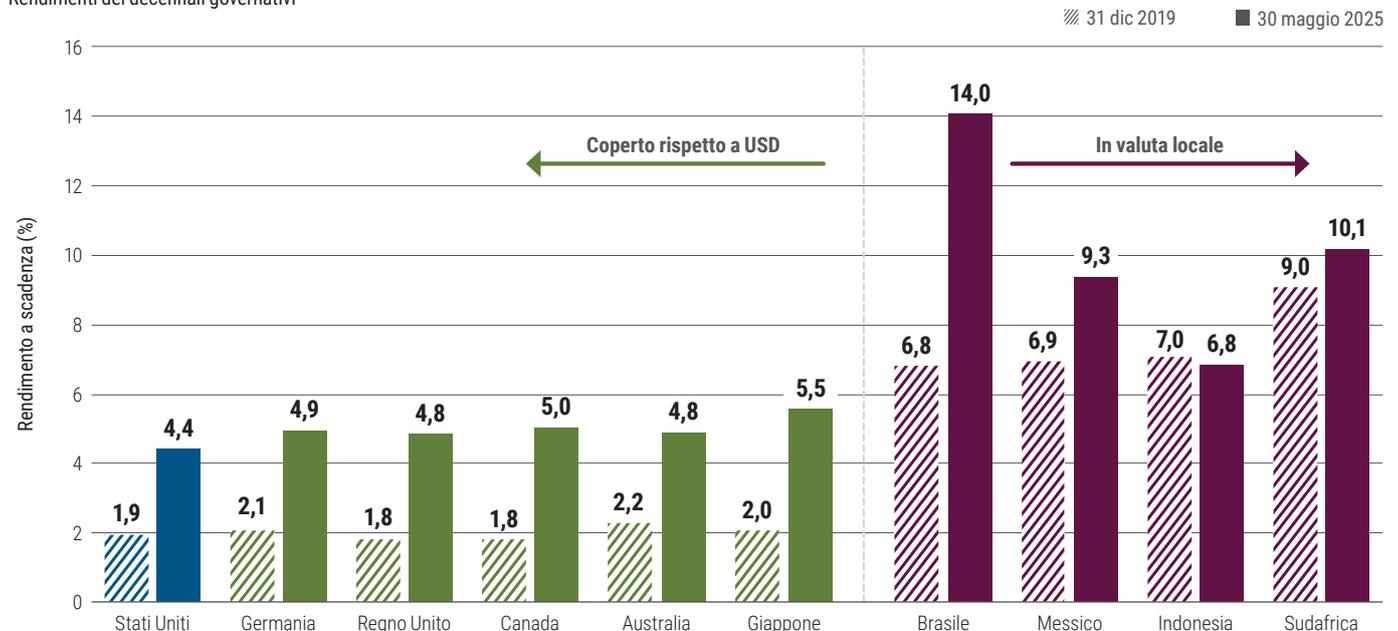
Alla luce delle valutazioni di partenza attrattive nell'obbligazionario nonché delle prospettive di crescita più debole e di inflazione in stabilizzazione, prevediamo di essere orientati a un maggiore sovrappeso di duration nei nostri portafogli rispetto agli ultimi anni.

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.

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

Rendimenti dei decennali governativi



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.

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.

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.

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. **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. **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 agli MBS agency e non-agency riguardano i mutui ipotecari emessi negli Stati Uniti. **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. 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 dal gestore non producano i risultati desiderati e che alcune politiche o determinati sviluppi possano incidere sulle tecniche d'investimento a disposizione del gestore 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 materiale sono basate su ricerche proprietarie e non devono essere considerate alla stregua di una consulenza di investimento, di un'offerta o di un 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 correlazione di diversi indici o titoli tra loro o con l'inflazione si basa sui dati registrati in un determinato intervallo di tempo. In futuro o in periodi di tempo diversi tali correlazioni possono subire variazioni significative, che possono dar luogo a una maggiore volatilità.

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 (WpIG). 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