

**Flavio Carpenzano**  
Investment Director



**Haran Karunakaran**  
Investment Director



**Manusha Samaraweera**  
Investment Director

## Mercati obbligazionari: Quando le congiunzioni astrali sono favorevoli

### Considerazioni principali

- I mercati obbligazionari potrebbero offrire interessanti opportunità di investimento a fronte del continuo calo dell'inflazione e dell'ingresso delle banche centrali nella fase di allentamento;
- Il ruolo dell'obbligazionario all'interno dei portafogli è tornato. Oggi le obbligazioni presentano livelli di reddito interessanti, grazie agli elevati rendimenti iniziali, e sono tornate a essere un elemento di diversificazione rispetto alle azioni, come evidenziato dalla recente volatilità di mercato.
- Prediligiamo le obbligazioni di credito di maggiore qualità, che a nostro avviso nei prossimi anni potrebbero generare rendimenti complessivi di poco inferiori al 10% – o di poco superiori a tale percentuale – grazie a una combinazione di reddito e incremento dei prezzi in seguito al calo dei rendimenti.

Nell'ultimo anno circa «le obbligazioni sono tornate» è stato un ritornello ricorrente per i mercati finanziari. A confermare il sentiment ci hanno pensato i risultati dei mercati obbligazionari. Nel corso degli ultimi 12 mesi le obbligazioni core globali hanno registrato un rendimento pari al 7,5%, mentre quello del credito globale è risultato ancora più elevato, vale a dire del 9,5% per l'investment grade e del 15% per l'high yield<sup>1</sup>.

Queste ottime performance potrebbero indurre alcuni investitori a chiedersi se non abbiano perso un'occasione. È troppo tardi per cogliere l'opportunità offerta dall'obbligazionario?

La nostra risposta è un secco no. Anzi, a nostro avviso, siamo solo all'inizio. La combinazione di elevati rendimenti iniziali e contesto macroeconomico favorevole significa che le congiunzioni astrali potrebbero finalmente essere dalla parte dei mercati obbligazionari.

### Il potere del rendimento

Il periodo successivo alla crisi finanziaria è stato caratterizzato da tassi prossimi allo zero, quantitative easing e altre forme di iniezione di liquidità da parte delle banche centrali. Per l'obbligazionario si è trattato di un contesto impegnativo, che si è tradotto in rendimenti obbligazionari relativamente bassi.

Oggi il clima è molto diverso. Il rialzo dei tassi di riferimento effettuato dalle banche centrali nel 2022/2023, sebbene all'epoca sia stato difficile da gestire, ha avuto un risvolto positivo: ora gli investitori obbligazionari sono ben remunerati per aver detenuto quella componente di stabilità difensiva sotto forma di rendimenti obbligazionari storicamente elevati.

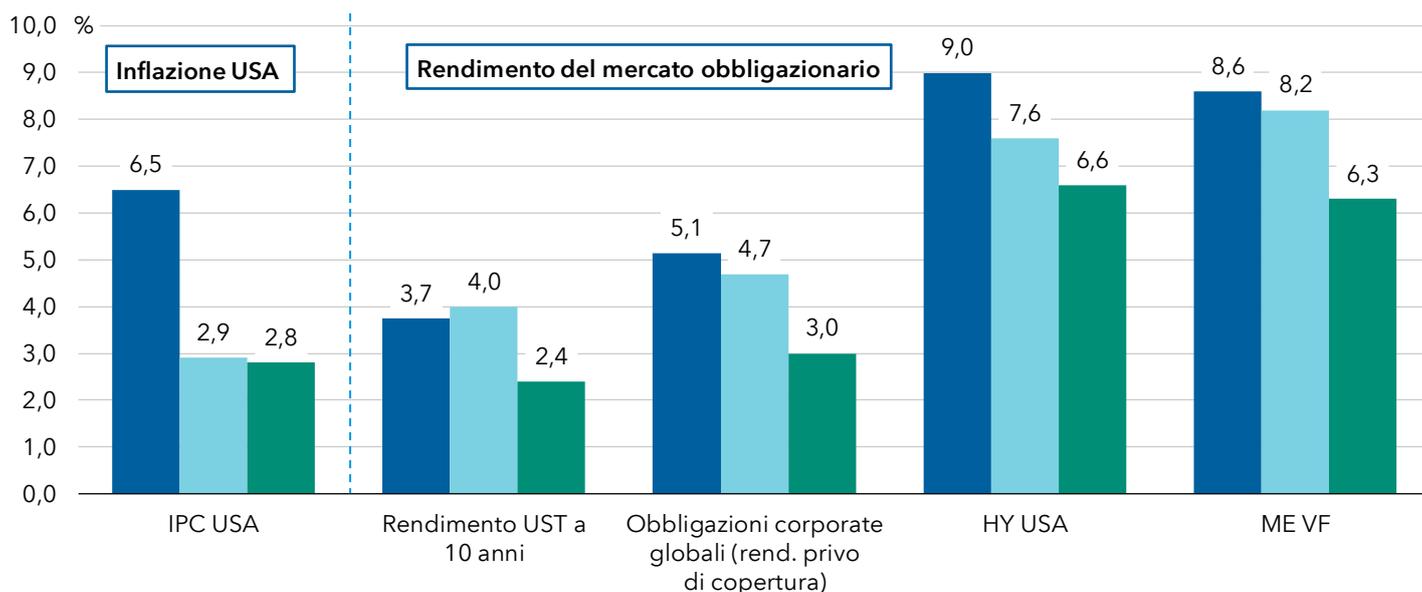
Anche con gli ottimi risultati conseguiti dai mercati obbligazionari negli ultimi 12 mesi, i rendimenti rimangono ben al di sopra delle medie storiche. Inoltre, l'inflazione è calata, il che significa che i rendimenti reali sono nettamente in territorio positivo.

Si tratta di un aspetto importante perché il rendimento iniziale di un'obbligazione è fortemente correlato ai rendimenti complessivi futuri. Ad esempio, le obbligazioni corporate globali di elevata qualità offrono oggi rendimenti iniziali superiori al 5%. In base ai trend del passato, tale dato sarebbe correlato a rendimenti complessivi tra il 4 e il 9% nei prossimi cinque anni.

1. Al 30/8/2004. In base rispettivamente agli indici Bloomberg Global Aggregate Total Return USD Hedged, Bloomberg Global Aggregate Corporate Total Return USD Hedged e Bloomberg Global High Yield Total Return USD Hedged.

## I rendimenti sono analoghi ai livelli osservati nel 2023, ma l'inflazione è significativamente più contenuta

■ 31 dicembre 2022 ■ 30 giugno 2024 ■ Media a 10 anni



### I risultati passati non sono indicativi di quelli futuri.

Dati al 31 luglio 2024. Fonte: Bloomberg. Indice: Titoli del Tesoro USA a 10 anni, Indice Bloomberg Global Aggregate Corporate, Indice Bloomberg US High Yield 2% Issuer Cap e Indice JP Morgan EMBI Global Diversified. L'IPC USA si basa sull'ultima rilevazione disponibile datata 11 gennaio 2024. IPC: indice dei prezzi al consumo. HY: high yield. ME VF: Obbligazioni ME in valuta forte. UST: Treasury USA

### Potenziali vantaggi della riduzione dei tassi

Oltre all'elevato rendimento iniziale, la performance dell'obbligazionario potrebbe beneficiare anche delle plusvalenze che di solito derivano dalla riduzione dei tassi. Il contesto macroeconomico è stato caratterizzato da uno spostamento dell'attenzione dai timori legati all'inflazione al potenziale rallentamento della crescita. Ciò significa che la duration passa dall'essere un possibile freno per la performance del portafoglio a un contributo potenzialmente positivo.

Il proseguimento del trend disinflazionistico negli Stati Uniti dovrebbe consentire alla Federal Reserve (Fed) di ridurre i tassi di 50-75 punti base (pb) quest'anno e di operare un taglio ancora maggiore nel 2025. Se si verificasse uno scenario del genere, i mercati obbligazionari e le asset class quali le obbligazioni corporate globali dovrebbero beneficiare di un incremento dei prezzi grazie alla loro duration.

L'analisi dei cicli dei tassi del passato conferma il solido incremento di rendimento che gli asset obbligazionari potrebbero registrare in questo contesto. Esaminando tutti i periodi in cui negli ultimi 40 anni sono state effettuate importanti riduzioni dei tassi abbiamo scoperto che, in media, il credito investment grade ha registrato un rendimento del 10% annuo nei tre anni successivi all'ultimo rialzo di un ciclo.<sup>2</sup>

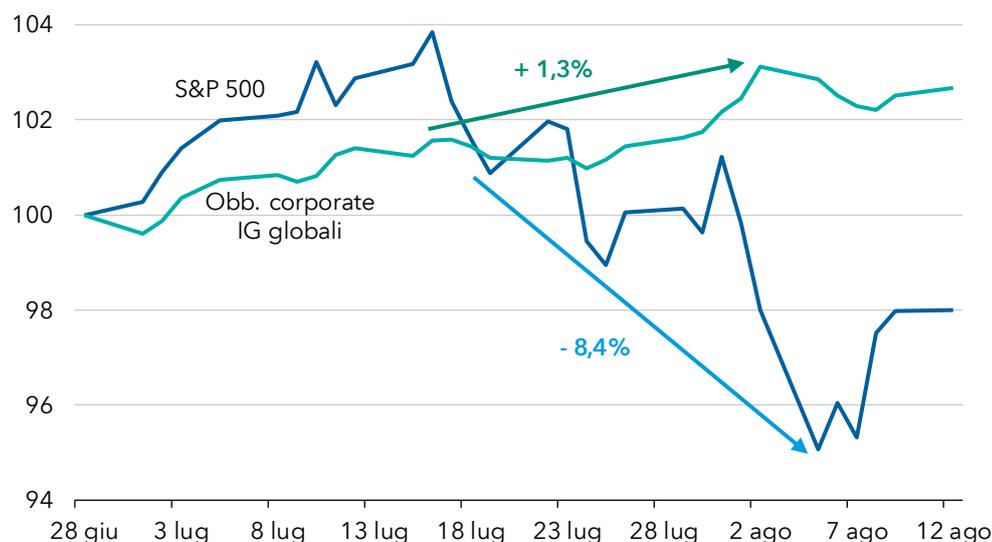
L'ultimo rialzo della Fed risale a luglio 2023. Da allora, le obbligazioni corporate globali hanno reso il 9,5%. Se i trend storici dovessero trovare conferma, i prossimi anni dovrebbero offrire rendimenti altrettanto solidi - un'opportunità che gli investitori dovranno cogliere al volo.

2. Fonte: Bloomberg. in base all'indice Bloomberg US Corporate Bond. Cicli analizzati: 1988-89, 1994-95, 1999-2000, 2004-06, 2015-18

## Il ruolo difensivo delle obbligazioni è più importante che mai

Un ruolo chiave delle obbligazioni all'interno di un portafoglio più ampio è quello di fornire una componente di stabilità difensiva, allo scopo di proteggere il capitale degli investitori e diversificare in modo da far fronte alla volatilità del mercato azionario. Sebbene negli ultimi anni tale ruolo di diversificazione sia stato meno affidabile, c'è motivo di credere che stia tornando. In occasione della recente mini correzione dei mercati azionari, le obbligazioni hanno ottenuto risultati positivi (cfr. grafico sottostante). La leggendaria correlazione negativa tra obbligazioni e azioni è stata ripristinata.

### Diversificazione in gioco: case study T3 2024



### I risultati passati non sono indicativi di quelli futuri

Fonte: Bloomberg. Indici utilizzati: S&P 500 Total Return e Bloomberg Global Aggregate Corporate Total Return con copertura in USD. Dati al 12 agosto 2024.

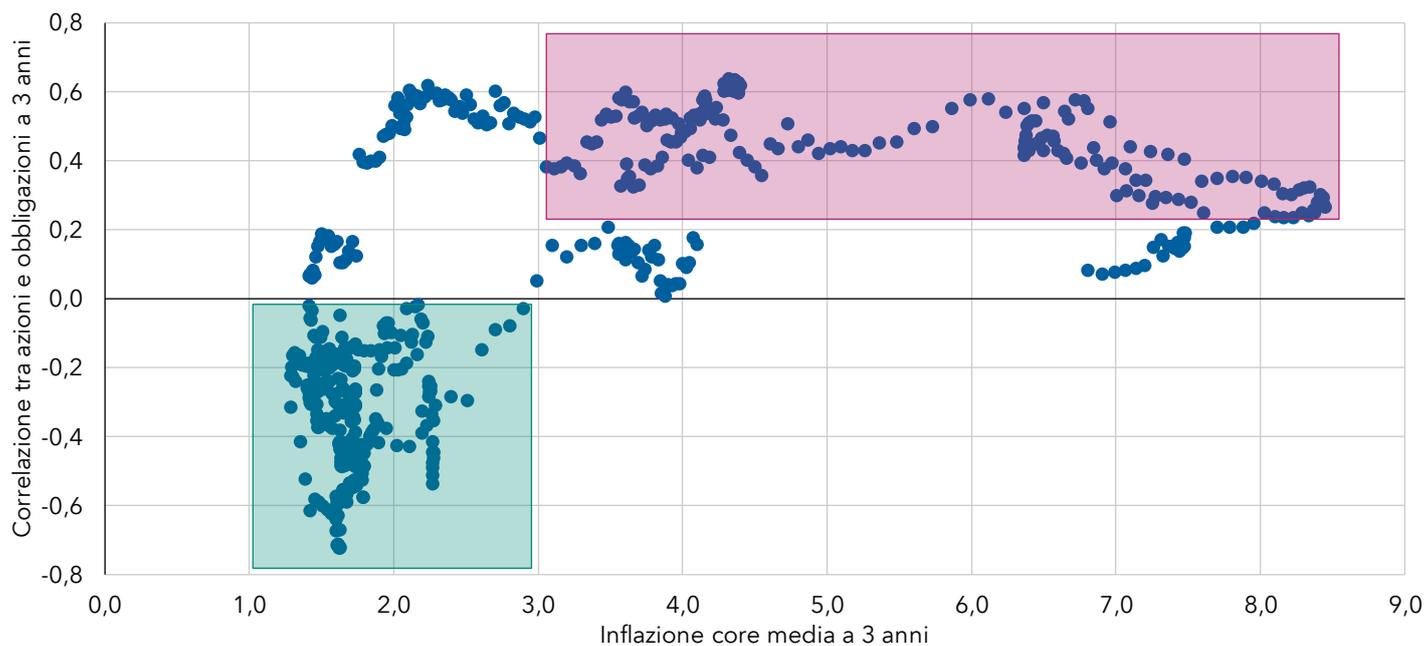
Poiché la narrazione del mercato in merito al rischio è passata dai timori per una possibile nuova accelerazione dell'inflazione a quelli di una recessione, riteniamo che potrebbe riconfermarsi la correlazione negativa tra obbligazioni e azioni.

In base alle analisi storiche, tale correlazione varia nel corso del tempo. In genere, nei periodi caratterizzati da una maggiore incertezza rispetto all'inflazione è positiva, mentre in quelli di incertezza sulla crescita è spesso negativa.

Come si evince dal grafico sottostante, secondo i trend storici, se l'inflazione scende al di sotto del 3% la correlazione tra obbligazioni e azioni si normalizza ed entra in territorio negativo. In questo modo, le obbligazioni ricoprono il loro tradizionale ruolo di diversificazione rispetto alle azioni.

L'attuale contesto di rallentamento dell'inflazione e una Fed più concentrata sui rischi correlati alla crescita lasciano presagire una maggiore probabilità che le obbligazioni continuino a svolgere questo ruolo di diversificazione.

## Quando l'inflazione si normalizza e scende al di sotto del 3% si riconferma il ruolo di diversificazione rispetto alle azioni



Dati dal 31 gennaio 1973 al 31 luglio 2024. Fonte: Bloomberg.

Correlazione tra azioni e obbligazioni a 3 anni rappresentata dalla correlazione a tre anni tra l'indice Bloomberg US Treasury e l'indice S&P 500, su base mensile. Inflazione core media a 3 anni rappresentata dalla media triennale del PCE core a 12 mesi annualizzato, su base mensile.

### Idee praticabili

- Riteniamo che potrebbe essere giunto il momento di utilizzare la liquidità e di investire nell'obbligazionario, incrementando gradualmente la duration per poter potenzialmente beneficiare del previsto incremento dei prezzi derivante dai rendimenti più bassi. I timori legati all'inflazione sono molto più contenuti e ora i tagli dei tassi da parte della Fed sono più inevitabili. La domanda da porsi adesso non è tanto "se" ma "di quanto" li ridurranno. In questa fase iniziale del ciclo di allentamento, investire nelle obbligazioni e in particolare in quelle corporate di qualità elevata consente di assicurarsi il rendimento e di beneficiare del potenziale effetto positivo della duration.
- Restiamo ottimisti rispetto al credito, soprattutto alle aree del mercato di maggiore qualità. Anche se gli spread odierni sono relativamente ridotti (intorno ai 100 pb), dobbiamo ricordare che gli spread di questo tipo non necessariamente si ampliano nell'immediato. La storia dimostra che di solito gli spread rimangono ridotti per un lungo periodo di tempo, fino a quando un fattore esterno significativo non li porta ad ampliarsi (fattori macroeconomici/settoriali specifici). Il credito di qualità elevata offre molti dei vantaggi delle obbligazioni sovrane - analoghe caratteristiche difensive in tutte le recessioni, tranne quelle più gravi, e potenziale beneficio in seguito alla riduzione dei tassi - con un ulteriore miglioramento del rendimento per poter capitalizzare in modo interessante nel corso del tempo.
- Riteniamo che un approccio multisetoriale, flessibile e diversificato rispetto al credito sia altrettanto opportuno. Consente infatti di muoversi agilmente tra i diversi segmenti al fine di trovare valore al mutare delle condizioni di mercato. La ricerca fondamentale di tipo bottom-up può portare alla luce interessanti opportunità di credito nel mercato attuale. Ad esempio, al momento riteniamo che i settori bancario, farmaceutico e dei servizi di pubblica utilità nel credito IG siano piuttosto interessanti. Stiamo individuando alcune opportunità

specifiche anche nelle società che operano nei settori dell'energia e sanitario del mercato high yield, dove poniamo maggiore enfasi sulle obbligazioni con rating BB di qualità elevata.

- Oggi, un portafoglio multisetoriale gestito in modo attivo e che investe in obbligazioni di qualità elevata in un'ampia gamma di mercati creditizi è in grado di offrire un rendimento diversificato superiore al 6% e una duration inferiore a cinque anni.

---

**Flavio Carpenzano** è Investment Director presso Capital Group. Ha un'esperienza di 19 anni nel settore, di cui tre in Capital Group. Prima di entrare in Capital ha lavorato come fixed income senior investment strategist presso AllianceBernstein. Prima di allora è stato Product Manager di PIMCO, dove si è occupato soprattutto di strategie di credito. All'inizio della sua carriera è stato inoltre analista nella divisione mercati della Bank of England. Ha conseguito una laurea di secondo livello in economia e finanza presso l'Università Bocconi. Opera dalla sede di Londra.

**Haran Karunakaran** ricopre il ruolo di Fixed Income Investment Director in Capital Group. Ha un'esperienza di 19 anni nel settore, di cui tre in Capital Group. Prima di entrare in Capital, ha ricoperto il ruolo di senior vice president e di fixed income strategist in PIMCO. Haran ha conseguito un MBA presso la London Business School e una laurea di primo livello in economia e commercio, specializzandosi in economia e finanza presso l'Università di Sydney. Vanta inoltre la qualifica di Chartered Financial Analyst®. Haran opera dalla sede di Sydney.

**Manusha Samaraweera** ricopre il ruolo di Fixed Income Investment Director in Capital Group. Vanta un'esperienza di 14 anni nel settore ed è entrato in Capital Group nel 2023. Prima di entrare in Capital ha lavorato come Vicepresident Fixed Income ed ESG Strategist in PIMCO. Ha conseguito una doppia laurea di primo livello in finanza e giurisprudenza presso l'Università di Sydney, Australia. Vanta inoltre la qualifica di Chartered Financial Analyst®. Opera dalla sede di Singapore.

---

Le dichiarazioni espresse da un singolo individuo rappresentano l'opinione di tale persona alla data di pubblicazione e non coincidono necessariamente con le opinioni di Capital Group o delle sue affiliate. Le informazioni fornite possono non essere esaustive e non costituiscono consulenza di investimento. Questa comunicazione è confidenziale, solo per uso interno e non è previsto inoltrare a terze parti. La presente comunicazione è a carattere generale e non ha pretese di fornire consulenza di investimento, fiscale o di altra natura, né costituisce una sollecitazione per l'acquisto o la vendita di titoli. Tutti i dati sono aggiornati alla data indicata e attribuiti a Capital Group, salvo diversa indicazione. Capital Group si impegna ragionevolmente per ottenere informazioni da fonti terze che ritiene affidabili, tuttavia non può offrire alcuna garanzia in tal senso.

Salvo altrimenti specificato, questa comunicazione è pubblicata da Capital International Management Company Sàrl (CIMC), che è soggetta alla regolamentazione della Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, autorità di vigilanza finanziaria in Lussemburgo).

In Svizzera, la presente comunicazione è pubblicata da Capital International Sàrl, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA).

Tutti i marchi commerciali Capital Group sono di proprietà di The Capital Group Companies, Inc. o di una società affiliata. Tutti gli ulteriori nomi di aziende menzionati sono di proprietà delle rispettive società.

© 2024 Capital Group. Tutti i diritti riservati. **WF6555816 IT ALL**