

Le obbligazioni sono davvero tornate?

Nel nostro scenario per il 2023 avevamo ipotizzato che le obbligazioni nel corso dell'anno avrebbero potuto tornare ad essere interessanti. Questo momento è arrivato?

Dopo l'aumento dei rendimenti delle ultime settimane i titoli obbligazionari offrono delle opportunità attraenti? In effetti i rendimenti dei Treasury USA e dei Bund tedeschi a lunga scadenza sono tornati ai livelli del 2011 e per un breve periodo si sono attestati rispettivamente sopra il 4,25% e ben oltre il 2,5%.

Per trovare una risposta a tale interrogativo esaminiamo anzitutto i driver del recente incremento dei rendimenti. Perché i rendimenti obbligazionari sono saliti così tanto nonostante ci stiamo chiaramente avvicinando alla fine dei cicli di inasprimento dei tassi delle principali banche centrali?



Stefan Rondorf
Senior Investment
Strategist, Global
Economics & Strategy

- Il rendimento nominale delle obbligazioni governative è caratterizzato da due componenti: un premio che compensa gli investitori per i rischi inflazionistici e il cosiddetto rendimento reale. Ora, la recente evoluzione dei rendimenti obbligazionari si deve quasi interamente all'aumento dei rendimenti reali. Negli Stati Uniti i tassi reali sono saliti sino a sfiorare il 2%, mentre in Germania sono passati da molto negativi a vicini allo zero. Si tratta di una normalizzazione dopo anni di politica monetaria estremamente accomodante. Inoltre, gli investitori hanno più fiducia nella resilienza della crescita economica, mentre i timori inflazionistici - per lo meno - non si sono intensificati. Gli investitori sono stati rassicurati soprattutto dagli sviluppi negli Stati Uniti, dove i consumi sono ancora solidi e gli incentivi (previsti dall'Inflation Reduction Act) stanno alimentando un piccolo boom nella costruzione di fabbriche. Se davvero la crescita è più solida, i tassi di interesse dovranno restare alti ancora per qualche tempo.
- Il deficit fiscale USA più consistente del previsto probabilmente nel breve termine ha penalizzato i mercati obbligazionari. A causa del deficit l'offerta di bond aumenta e le nuove obbligazioni devono essere comprate da qualcuno.

News



Tenersi aggiornati

Analisi dei principali dati macroeconomici ed il parere dei nostri esperti sulle possibili evoluzioni future dell'economia.

Al contempo, la Federal Reserve (Fed) sta vendendo Treasury per un ammontare di circa USD 60 miliardi al mese, un'operazione che alimenta ulteriormente l'offerta e prosciuga la liquidità. Anche la Banca Centrale Europea (BCE) e altre banche centrali stanno riducendo gradualmente i rispettivi bilanci.

- Inoltre, la decisione della Banca del Giappone di non intervenire più per contenere i rendimenti dei titoli governativi a 10 anni allo 0,5% influirà verosimilmente sui flussi globali di capitale nei

mercati obbligazionari. In questo nuovo regime, le obbligazioni giapponesi risultano più interessanti agli occhi degli investitori locali, che potrebbero quindi ridurre le posizioni di copertura in bond europei o statunitensi.

Tali driver hanno per lo più un impatto di breve periodo. Tuttavia, un investimento a lungo termine in obbligazioni governative è ragionevole se i rendimenti dei titoli superano l'inflazione. Guardando ai Bund, titolo rappresentativo delle obbligazioni governative dell'area euro, sorge però qualche dubbio. Anche nell'ipotesi favorevole che la BCE manchi il target di inflazione del 2% solo di mezzo punto percentuale nel medio periodo, il rendimento attuale dei Bund decennali (2,5% circa) sarebbe appena sufficiente a preservare il potere di acquisto. Negli Stati Uniti, invece, sembra possibile ottenere un rendimento reale positivo.

Nel complesso sembra che le obbligazioni siano interessanti soprattutto per gli investitori convinti che i tassi di interesse torneranno a scendere nell'immediato e che quindi i prezzi saliranno. Tale ipotesi potrebbe avverarsi in caso di contrazione economica significativa, ovvero qualora l'inasprimento delle banche monetarie fosse riuscito a frenare la domanda e di conseguenza l'inflazione. In sostanza, i mercati obbligazionari non rappresentano più un "rischio senza rendimento", come sono stati definiti in tono un po' dispregiativo. Ora appaiono molto interessanti per tutti gli osservatori, anche se non risultano ancora del tutto attraenti.

Tale contesto implica alcune considerazioni in termini di asset allocation:

- I rendimenti obbligazionari più elevati accrescono l'attrattiva relativa delle obbligazioni governative rispetto ad altre asset class. Ciononostante, secondo noi gli investimenti azionari offrono maggiori possibilità di conseguire un ritorno che vada al di là del mero mantenimento del potere di acquisto a lungo termine. Dal punto di vista tattico, il ritorno offerto dalle obbligazioni sarebbe più elevato in caso di decelerazione economica, un'eventualità che potrebbe preludere a un taglio dei tassi.
- Nel breve periodo, i mercati azionari appaiono ancora vulnerabili a battute d'arresto. L'aumento delle valutazioni e le previsioni ottimistiche sugli utili esprimono attese di soft landing, vale a dire un calo dell'inflazione ma senza recessione.
- Di recente i dati economici relativi a Europa e Cina sono peggiorati. L'economia USA dà invece prova di robustezza, ma presto diversi fattori positivi (costruzioni nel settore manifatturiero, varie opportunità di spesa in attività culturali e ricreative nel corso dell'estate) potrebbero iniziare a scomparire.

- Nel prossimo futuro, il trend ribassista dell'inflazione potrebbe subire qualche scossone. L'aumento dei prezzi del petrolio e gli effetti base meno favorevoli anno su anno potrebbero frenare il calo dei tassi di inflazione. Il caro petrolio si deve essenzialmente alla riduzione delle forniture decisa dall'OPEC+.
- Di recente il dollaro USA si è nuovamente apprezzato. E potrebbe beneficiare della solida crescita statunitense e di un contesto di mercato più volatile.

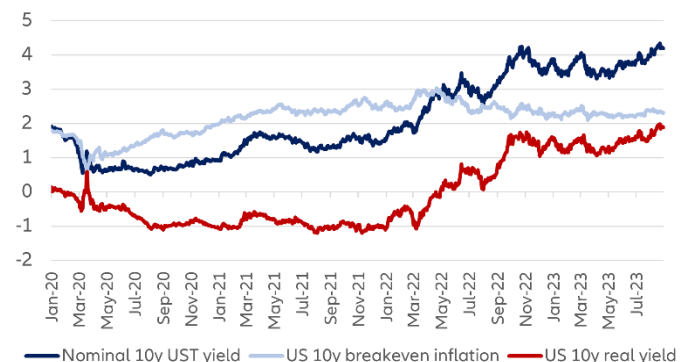
Cordialmente,
Stefan Rondorf

Panoramica del mercato al 29.08.2023

Indici azionari		
FTSE MIB		28.890
Euro Stoxx 50		4.316
S&P 500		4.498
Nasdaq		13.944
Nikkei 225		32.333
Hang Seng		18.483
KOSPI		2.561
Bovespa		118.404
Tassi di interesse (%)		
USA	3 mesi	5,68
	2 anni	5,14
	10 anni	4,21
Eurolandia	3 mesi	3,77
	2 anni	3,11
	10 anni	2,54
Giappone	3 mesi	0,07
	2 anni	0,01
	10 anni	0,64
Cambi		
USD/EUR		1,080
Materie prime		
Petrolio (Brent, USD/barile)		85,5

Recente aumento dei rendimenti dei Treasury USA trainato dall'aumento dei rendimenti reali

Componenti del rendimento in %



Fonte: AllianzGI Global Economics & Strategy, Bloomberg, al 29 agosto 2023

AGENDA POLITICA 2023: I PROSSIMI EVENTI

Settembre	FR	Senate elections
6 Settembre	CA	Bank of Canada Meeting
9-10 Settembre	G20	G20 summit in India
14 Settembre	EZ	ECB Meeting
20 Settembre	US	FOMC Meeting
21 Settembre	UK	BoE Policy Meeting
22 Settembre	JN	BoJ Meeting

Tema di investimento: Rischio e rendimento

- I tassi di interesse bassi/negativi appartengono al passato. Le cedole obbligazionarie sono tornate (finalmente) in territorio positivo e le obbligazioni sono finalmente tornate a essere un’asset class da prendere in considerazione.
- Tuttavia, è bene dare uno sguardo alle performance reali – cioè alle performance nominali depurate dell’inflazione – ricordando che probabilmente i tassi di inflazione resteranno alti per qualche tempo, non da ultimo a causa della deglobalizzazione e della decarbonizzazione. Gli investitori si chiederanno quindi se è il caso di inserire in portafoglio anche asset class con performance attese più elevate.
- Rendimenti più elevati comportano anche rischi più alti.
- L’allocazione strategica si concentra sugli investimenti a lungo termine del portafoglio anziché su considerazioni tattiche sul breve periodo. Naturalmente nel quadro di un’allocazione strategica sono sempre possibili ritocchi tattici.
- Da uno sguardo agli sviluppi passati si possono trarre interessanti considerazioni strategiche.
- Le serie di dati a lungo termine¹ mostrano che, a partire dal 1801 sino a fine 2022, i Treasury USA hanno reso in media il 3,3% l’anno. Le azioni statunitensi hanno offerto una performance del 6,88%. È il premio di rischio del 2,84% che fa la differenza. Un investimento di 1 dollaro USA in obbligazioni effettuato all’inizio della serie di dati avrebbe fruttato poco più di USD 1.300 a fine periodo. Invece 1 dollaro USA investito in azioni avrebbe reso oltre USD 2,4 milioni nel medesimo periodo. Ovviamente nessuno investe per un lasso di tempo così lungo. Tuttavia c’è un altro dato interessante: fatta eccezione per due casi, le azioni hanno generato un premio di rischio in tutti i periodi di 30 anni compresi in questi due secoli abbondanti. E 30 anni sono un buon periodo di investimento per risparmiare in vista del pensionamento.
- La performance passata non è garanzia di risultati futuri e neppure di scomparsa di tutti i rischi imminenti, ma di certo in passato l’assunzione di rischio è stata premiata.

ⁱ Fonti: Jeremy Siegel database 1801-1900 & Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton 1900-2009, Datastream, Allianz Global Investors Capital Markets & Thematic Research; dati a dicembre 2022.

Se non diversamente indicato le fonti dei dati e delle informazioni sono Thomson Reuters, Refinitiv Datastream. La diversificazione non garantisce un profitto o una protezione dalle perdite.

L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe non ricevere l'importo originariamente investito. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variare senza preavviso nel tempo, sono quelle della società che lo ha redatto o delle società collegate, al momento della redazione del documento medesimo. I dati contenuti nel presente documento derivano da fonti che si presumono corrette al momento della redazione del documento medesimo. Si applicano con prevalenza le condizioni di un'eventuale offerta o contratto che sia stato o che sarà stipulato o sottoscritto. Il presente documento è una comunicazione di marketing emessa da Allianz Global Investors GmbH, [it.allianzgi.com](https://www.allianzgi.com), una società di gestione a responsabilità limitata di diritto tedesco, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francoforte sul Meno, iscritta al Registro Commerciale presso la Corte di Francoforte sul Meno col numero HRB 9340, autorizzata dalla BaFin (www.bafin.de). Allianz Global Investors GmbH ha stabilito una succursale in Italia, Allianz Global Investors GmbH, Succursale in Italia, via Durini 1 - 20122 Milano, soggetta alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa comunitaria. La Sintesi dei diritti degli investitori è disponibile in francese, inglese, italiano, tedesco e spagnolo all'indirizzo <https://regulatory.allianzgi.com/en/investors-rights>. È vietata la duplicazione, pubblicazione o trasmissione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma; salvo consenso esplicito da parte di Allianz Global Investors GmbH. Documento illustrativo di approfondimento che non costituisce offerta al pubblico di prodotti/servizi finanziari.