



Non ridimensionare i tuoi sogni

## L'inflazione può tradursi in un'opportunità per gli investitori attivi nel reddito fisso

[it.allianzgi.com](http://it.allianzgi.com)



**Jan King**  
Product Specialist,  
Fixed Income

**L'aumento dei prezzi di beni e servizi è uno dei maggiori rischi per chi investe in obbligazioni governative. Ma i gestori attivi possono avvalersi di tecniche che consentono di generare rendimenti positivi in presenza di un'inflazione al rialzo o al ribasso. A tal fine, è fondamentale sia comprendere appieno i diversi premi per il rischio che concorrono alla formazione dei rendimenti dei titoli di stato sia come utilizzare al meglio strumenti finanziari disponibili sui mercati.**

L'asset class obbligazionaria è caratterizzata da titoli di debito con flussi di cassa regolari, che prevedono il pagamento di cedole periodiche e rimborso di capitale alla scadenza. A parità di condizioni, a fronte di un aumento dei prezzi di beni e servizi i pagamenti delle cedole fisse potrebbero avere un potere d'acquisto inferiore rispetto ai pagamenti precedenti. L'aumento dell'inflazione intacca infatti il valore reale dei flussi di cassa nominali fissi. Inoltre, un'inflazione che si attesti in modo persistente al di sopra del target (o la presenza di timori crescenti di un'inflazione più alta) generalmente induce le banche centrali a un inasprimento delle condizioni finanziarie, per esempio aumentando i tassi a breve termine e influenzando i tassi a lungo termine attraverso acquisti diretti di attività (*quantitative easing*). Le attese sul trend inflazionistico futuro influenzano direttamente e indirettamente il livello dei rendimenti e la forma delle curve di rendimento nei mercati del reddito fisso. L'inflazione è uno dei rischi principali che gli investitori obbligazionari possono accettare se remunerati per farlo.

Per gli investitori con un approccio attivo nella gestione del portafoglio, l'inflazione può tradursi anche in un'opportunità. Selezionando lo strumento appropriato, gli investitori possono generare rendimenti positivi da aspettative di inflazione al

### In sintesi

- I rendimenti delle obbligazioni variano in funzione del quadro macroeconomico ritenuto più verosimile nell'orizzonte d'investimento e della misura in cui questo aspetto è scontato negli attuali prezzi di mercato.
- I principali quattro "premi per il rischio" per le obbligazioni governative sono: il tasso di rendimento reale privo di rischio, il premio per la scadenza reale, il tasso di inflazione previsto e il premio per il rischio d'inflazione.
- Eventuali variazioni nelle attese di come questi quattro fattori evolveranno, determinano la direzione di marcia dei rendimenti dei titoli di stato nominali.
- Un gestore attivo nell'asset class obbligazionaria ha l'obiettivo di generare rendimenti da ciascuna di queste componenti separatamente avvalendosi di competenze, strumenti e processi, aspetti fondamentali in presenza di prospettive incerte in tema di inflazione.

rialzo e al ribasso e, da un'inflazione realizzata più alta o più bassa rispetto a quella prevista dal mercato. Le domande fondamentali a cui gli investitori devono rispondere sono:

1. Attualmente cosa scontano i mercati rispetto alle loro attese fondamentali? In altri termini: gli attuali premi per il rischio sovra o sotto compensano i rischi reali di inflazione?

2. Come evolveranno le aspettative di inflazione nel periodo in esame e quali sono le implicazioni più probabili per l'economia e la politica della banca centrale?

Per rispondere a queste domande e definire un posizionamento attivo appropriato, è necessario analizzare i diversi premi per il rischio rappresentati dai rendimenti dei titoli di stato.

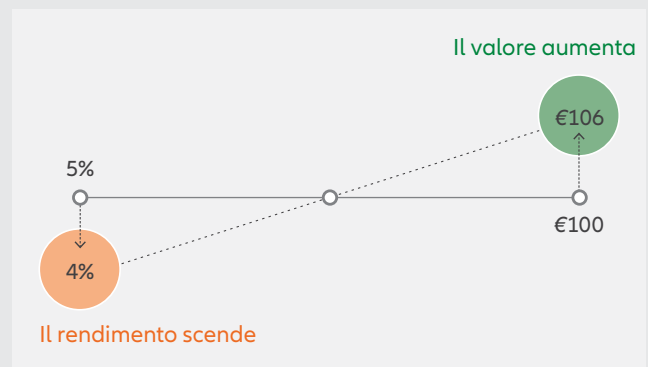
### “Rendimento” non equivale a «ritorno» nel reddito fisso

Nel reddito fisso è necessario distinguere tra il rendimento alla scadenza (o rendimento nel caso peggiore: il rendimento potenzialmente più basso) di un'obbligazione e il ritorno totale (c.d. *total return*) della stessa nell'arco di un determinato periodo di permanenza in portafoglio. Il rendimento alla scadenza è costituito dal rendimento atteso dell'obbligazione ipotizzando che la stessa sia detenuta fino alla scadenza (o alla data di rimborso), quando il capitale viene rimborsato al valore nominale (o a un prezzo di rimborso specificato).

Tuttavia, durante il ciclo di vita di un'obbligazione, sia i rendimenti che i prezzi sono soggetti a oscillazioni. Il rendimento si muove in maniera inversa rispetto ai prezzi delle obbligazioni. Se il prezzo di un'obbligazione sale, il suo rendimento scende. In altre parole: un'obbligazione il cui rendimento è in calo aumenta di valore e viceversa.

Il total return di un'obbligazione include sia i pagamenti delle cedole ricevute durante il periodo di giacenza in portafoglio sia la variazione del prezzo dell'obbligazione. I ritorni ottenuti durante un determinato periodo possono differire in maniera sensibile dal rendimento alla scadenza e un rendimento più elevato non è necessariamente rappresentativo di un ritorno migliore. Viceversa, un'obbligazione può registrare un rendimento negativo alla scadenza e generare comunque un ritorno positivo in un definito arco di tempo. Tutto dipende dallo scenario che riteniamo più probabile nel nostro orizzonte d'investimento e dalla misura in cui tale scenario risulta attualmente riflesso nel prezzo.

### La relazione inversa tra rendimento/prezzo

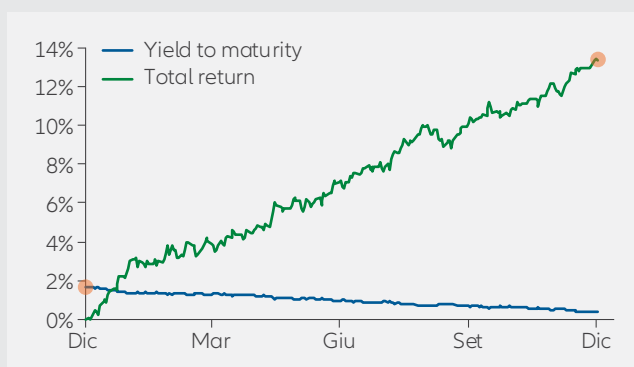


Per finalità esclusivamente illustrative.  
Fonte: Allianz Global Investors

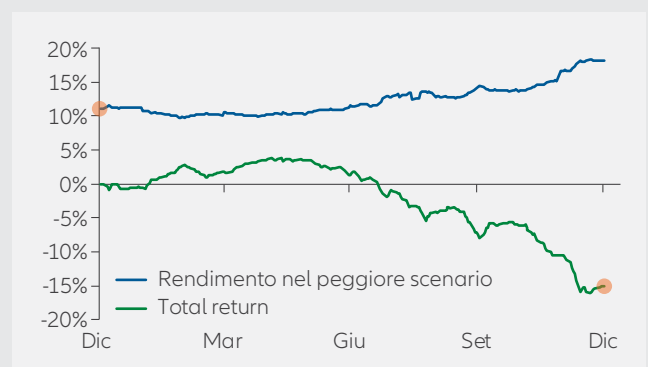
Pur fungendo da indicatore per confrontare le valutazioni delle obbligazioni, il rendimento a scadenza non è un fattore predittivo affidabile della performance (o del total return) di un investimento a reddito fisso nell'arco di un determinato orizzonte temporale.

Infine, il concetto di rendimento a scadenza presuppone anche che i pagamenti delle cedole (che l'investitore riceve in una fase successiva durante il ciclo di vita dell'obbligazione) possano essere reinvestiti al rendimento originale alla scadenza fino a quando l'obbligazione non scade.

### Rendimento basso, ritorno alto: Bund a 10 anni nel 2014



### Rendimento elevato, rendimento negativo: Titoli USA CCC nel 2015



Fonte: Allianz Global Investors, Bloomberg, BoAML. Non si tratta di una raccomandazione o di un consiglio per acquistare o vendere un particolare titolo. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri.

## Scomposizione dei rendimenti delle obbligazioni governative in componenti dei premi per il rischio

Sono due i fattori che determinano il total return nel periodo di permanenza in portafoglio per gli investitori attivi nel reddito fisso:

1. *Carry*, ossia i proventi da pagamenti di cedole o interessi derivante dalle obbligazioni o dai derivati (rettificati per gli interessi maturati)
2. Variazioni di prezzo

Una serie di fattori influenza i rendimenti delle obbligazioni e la forma delle curve di rendimento. Per comprendere questi effetti, è utile scomporre il rendimento di un'obbligazione nelle differenti componenti dei premi per il rischio. Nell'esaminare il rendimento dei titoli di stato nominali, ci sono quattro componenti chiave da considerare:<sup>1</sup>

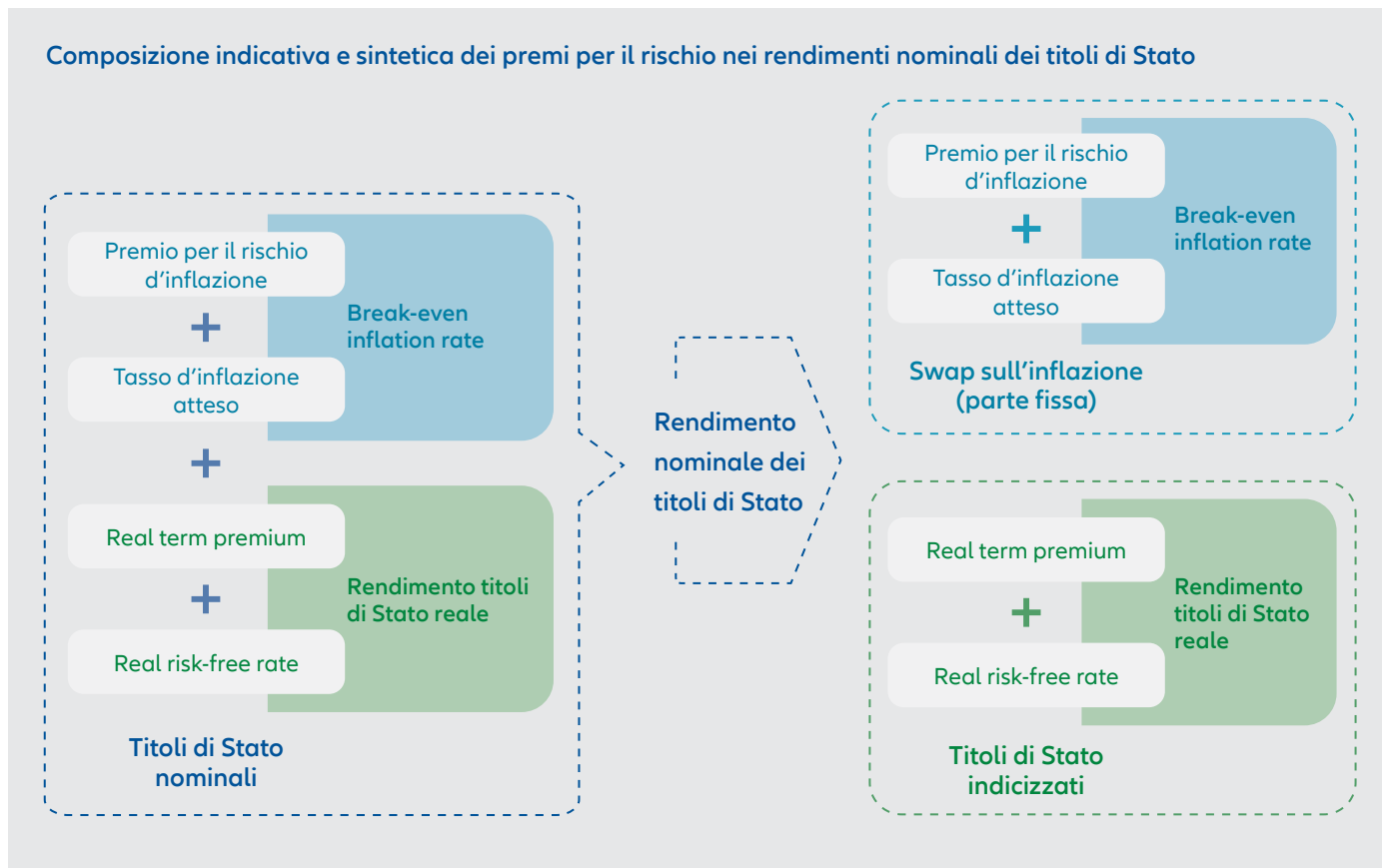
- **Il tasso reale privo di rischio (real risk-free rate):** la remunerazione per risparmiare denaro piuttosto che spenderlo in consumi. Accoglie le attese sulla crescita economica e sulla politica monetaria.
- **Il real term premium:** il rendimento extra che gli investitori richiedono sulle obbligazioni a più lunga scadenza per compensare le variazioni impreviste nella crescita economica o nella politica monetaria. Purtroppo, il premio per la scadenza (*term premium*) non è direttamente osservabile. È necessario ipotizzare quanto del rendimento a lungo termine rappresenti le aspettative dell'andamento futuro dei tassi a breve termine e quanto accoglie il premio per la scadenza (cioè la parte residua del modello).
- **Il tasso d'inflazione previsto:** l'aspettativa degli attori di

mercato riguardo al tasso d'inflazione medio annuo, vale a dire, la variazione dell'indice dei prezzi sottostante.

- **Il premio per il rischio d'inflazione:** la compensazione per la volatilità dell'inflazione inaspettata. È simile a un premio assicurativo contro movimenti imprevisti.<sup>2</sup>
- Il prodotto della somma real risk-free rate e del premio per la scadenza è il **rendimento reale** - reddito cedolare espresso come rendimento sul prezzo dell'obbligazione, al netto dell'adeguamento all'inflazione.
- La somma del tasso d'inflazione previsto e del premio per il rischio d'inflazione è comunemente nota con il termine "**breakeven inflation rate**". Si tratta del tasso d'inflazione medio su un periodo stabilito, in base al quale un investitore otterrebbe lo stesso rendimento: a) usando derivati per bloccare il tasso d'inflazione medio basato sulle aspettative di mercato correnti all'inizio dell'operazione, o b) scegliendo di ricevere il tasso d'inflazione reale come flusso di cassa variabile per il periodo dell'operazione.

Eventuali variazioni nelle attese di come le quattro componenti di premi per il rischio si evolveranno determinano la direzione di marcia dei rendimenti dei titoli di stato nominali. Tuttavia, possono verificarsi effetti di compensazione in base ai quali, per esempio, il tasso reale privo di rischio diminuisce, mentre le aspettative di inflazione aumentano. In questo caso, i singoli effetti si compensano a livello dei rendimenti nominali.

Nel complesso, le quattro componenti – espresse come rendimento reale (dei titoli di Stato) più il breakeven inflation rate – costituiscono il rendimento nominale dei titoli di stato, come illustrato dal grafico in basso:



<sup>1</sup> Per semplicità, si fa riferimento a titoli di Stato «privi di rischio di insolvenza». Per le obbligazioni societarie o qualsiasi altro emittente a rischio di potenziale insolvenza, è necessario aggiungere un premio per il rischio del credito e un premio per la liquidità.

<sup>2</sup> Anche questo rappresenta un premio difficile da osservare direttamente, giacché i risultati variano a seconda dei mercati e dei modelli utilizzati.

## Trasformare le aspettative d'inflazione in posizioni attive per generare *alfa*\*

Una volta che abbiamo analizzato i fondamentali economici e i contesti tecnici, abbiamo individuato i livelli attuali di queste quattro componenti dei premi per il rischio e ci siamo fatti un'idea di come queste muteranno in un dato orizzonte di investimento, dobbiamo trasformare questa idea in posizioni attive. Possiamo analizzare le posizioni in termini assoluti o relativi rispetto a un *benchmark*.

Ciascuna di queste componenti può essere trattata separatamente, usando singoli strumenti o un insieme di soluzioni. Un gestore obbligazionario attivo può quindi assumere posizioni sui rendimenti nominali dei titoli di Stato, o su uno o più dei relativi premi per il rischio, al fine di generare rendimenti.

- Le posizioni su **rendimenti reali dei titoli di Stato** possono essere assunte direttamente con obbligazioni indicizzate all'inflazione (c.d. *index-linked*). La maggior parte delle principali economie ha emesso obbligazioni indicizzate all'inflazione con un'ampia gamma di scadenze, generando curve di rendimento reali. Poiché alcuni fondi/mandati non sono autorizzati ad eseguire operazioni allo scoperto su obbligazioni fisiche, una posizione diretta orientata all'aumento dei rendimenti dei titoli di Stato reali richiede strumenti derivati. Una posizione allo scoperto su obbligazioni indicizzate all'inflazione può essere replicata con una posizione corta sui future dei titoli di Stato nominali più uno swap sull'inflazione, dove l'investitore riceve la parte fissa, cioè il Breakeven (B/E) d'inflazione e paga la parte variabile (cioè l'inflazione realizzata).
- Sebbene i premi a termine reali non siano direttamente osservabili, le posizioni sulle variazioni attese per tali premi possono essere assunte tramite operazioni sulla curva, dove vengono assunte posizioni di sovrappeso o sottopeso o lunghe e corte su diverse parti della curva dei rendimenti (vale a dire, scadenze diverse).

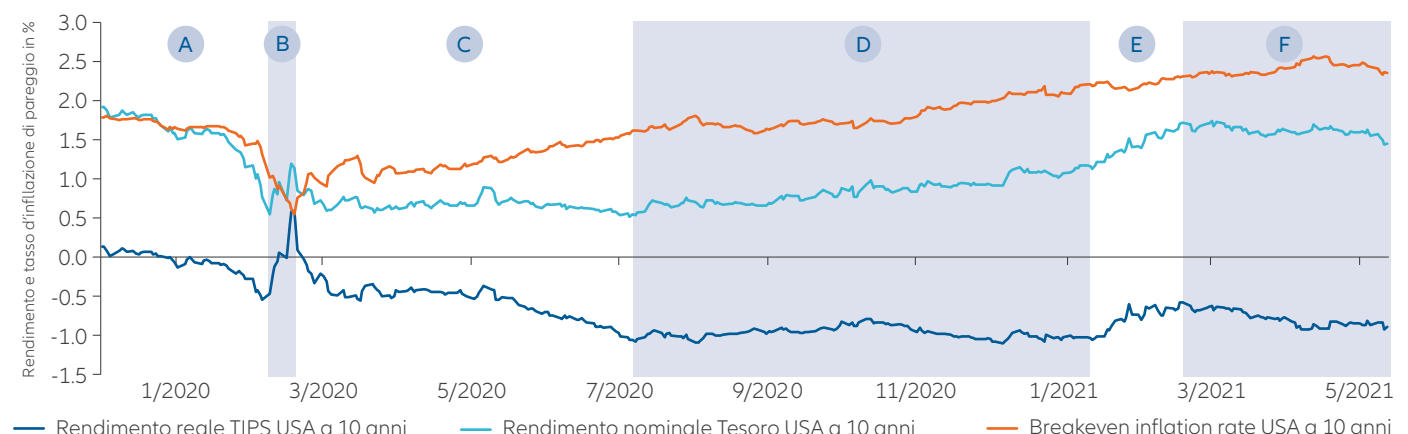
- Il **breakeven inflation rate** rappresenta la differenza di rendimento tra un'obbligazione nominale e una indicizzata all'inflazione dello stesso emittente e con la stessa scadenza. Le posizioni sulle variazioni del tasso del **breakeven inflation rate** possono essere relative – sostituendo semplicemente all'interno di un portafoglio le obbligazioni nominali con quelle indicizzate all'inflazione o viceversa – oppure dirette tramite swap sull'inflazione.
- Le opzioni sull'inflazione (minimi e massimi d'inflazione) possono essere usate per contribuire a coprire il rischio di un aumento (o un calo) imprevisto dell'inflazione. Il prezzo dell'opzione è una misura del **premio per il rischio di inflazione**. I mercati delle opzioni possono fornire informazioni utili sulla tolleranza al rischio e sulle attese del mercato, come ad esempio quanto costa la copertura dal rischio di deflazione (inflazione negativa attraverso minimi/floor d'inflazione con uno *strike* allo 0%).

### Esempi di posizionamento nel mondo reale:

Analizziamo ora il comportamento dei rendimenti dei titoli di Stato americani a lungo termine negli ultimi 18 mesi per vedere come gli investitori attivi avrebbero potuto generare *alfa*\* dalle variazioni dell'inflazione o dei premi per il rischio più in generale durante il periodo in esame.

Il grafico in basso mostra l'evoluzione dei rendimenti nominali del Tesoro USA a 10 anni, i rendimenti reali dei titoli del Tesoro USA a 10 anni protetti dall'inflazione (o «TIPS») dall'inizio del 2020, e la differenza tra i due, cioè il tasso d'inflazione di pareggio USA a 10 anni. Abbiamo suddiviso il grafico in sei periodi distinti, dove l'inizio di ciascun periodo è caratterizzato da un cambiamento di tendenza di una o più componenti, rendendo necessario apportare delle modifiche al posizionamento attivo. Nella tabella che segue, illustriamo quali *driver* di mercato hanno prevalso in ciascuno di questi periodi e quali strumenti e posizioni avrebbero generato *alfa*.

Grafico: Rendimenti dei titoli di stato USA a 10 anni (reali e nominali) e breakeven inflation rate



Fonte: Allianz Global Investors.

\*L'**alpha** è il rendimento incrementale (o extra-rendimento) di un portafoglio o di un fondo comune di investimento rispetto al rendimento che tale portafoglio avrebbe dovuto produrre sulla base del suo livello di rischio sistematico del mercato misurato dal beta.

## Movimenti di mercato e corrispondenti opzioni di posizionamento per generare alfa

| Periodo                         | Variazioni di rendimento  | Driver di mercato   | Strumenti e posizionamento   |
|---------------------------------|---|---|--|
| <b>A</b><br>01/01/20 – 06/03/20 | Rendimento reale ↓<br>Rendimento nominale ↓<br>B/E d'inflazione ↓ | A partire dalla seconda metà di febbraio, con il crescere dei timori sulla crescita, una fuga verso i «beni rifugio» ha determinato un crollo dei rendimenti nominali e dei breakeven (in un clima che ha visto i rendimenti reali registrare un calo inferiore rispetto a quelli nominali).  | Titoli di Stato nominali a lungo termine<br>Strategia <i>short</i> sull'inflazione tramite swap sull'inflazione (pagando l'inflazione reale e ricevendo la parte fissa).<br>In termini relativi: sovrappesare le obbligazioni nominali rispetto a quelle indicizzate all'inflazione.   |
| <b>B</b><br>07/03/20 – 19/03/20 | Rendimento reale ↑<br>Rendimento nominale ↑<br>B/E d'inflazione ↓ | Al culmine della crisi, gli investitori avevano la necessità di generare liquidità il più rapidamente possibile, vendendo le parti maggiormente (e unicamente) liquide dei loro portafogli: i titoli di Stato. I rendimenti reali hanno registrato un marcato aumento (molto più dei rendimenti nominali, dato che i TIPS sono meno liquidi e più costosi da detenere per i market maker rispetto ai titoli di stato nominali) e i pareggi/breakeven sono crollati ulteriormente. | Strategia <i>short</i> sui future su titoli di Stato nominali.<br>Strategia <i>short</i> sull'inflazione tramite swap sull'inflazione (pagando l'inflazione reale e ricevendo la parte fissa).<br>In termini relativi: sovrappesare le obbligazioni nominali rispetto a quelle indicizzate all'inflazione.   |
| <b>C</b><br>20/03/20 – 06/08/20 | Rendimento reale ↓<br>Rendimento nominale →<br>B/E d'inflazione ↑ | Le iniezioni di liquidità delle banche centrali e gli annunci relativi all'ingente programma di allentamento monetario quantitativo ( <i>quantitative easing</i> ) hanno calmato i mercati. I rendimenti reali sono tornati ai livelli di metà marzo, per poi calare ulteriormente nel corso dell'estate fino a raggiungere il loro punto più basso all'inizio di agosto. I rendimenti nominali sono diminuiti solo marginalmente, mentre i breakeven sono saliti.                | Obbligazioni a lungo termine indicizzate all'inflazione.<br>Strategia <i>long</i> sull'inflazione tramite swap sull'inflazione (ricevendo inflazione reale e pagando la parte fissa).<br>In termini relativi: sovrappesare le obbligazioni indicizzate all'inflazione rispetto a quelle nominali.  |
| <b>D</b><br>07/08/20 – 10/02/21 | Rendimento reale →<br>Rendimento nominale ↗<br>B/E d'inflazione ↗ | Poiché le aspettative di crescita a lungo termine si sono stabilizzate, i rendimenti reali hanno evidenziato degli spostamenti laterali durante il semestre successivo (il premio a termine è aumentato mentre i rendimenti reali a breve termine si sono ulteriormente contratti a causa dei timori sulla crescita a breve termine dovuti ai nuovi <i>lockdown</i> ). Le aspettative d'inflazione hanno continuato ad aumentare unitamente ai rendimenti nominali.               | Strategia <i>long</i> sull'inflazione tramite swap sull'inflazione (ricevendo inflazione reale e pagando la parte fissa).<br>Strategia <i>short</i> sui future su titoli di Stato nominali.<br>In termini relativi: sovrappesare le obbligazioni indicizzate all'inflazione rispetto a quelle nominali.  |
| <b>E</b><br>11/02/21 – 19/03/21 | Rendimento reale ↑<br>Rendimento nominale ↑<br>B/E d'inflazione ↗ | Sia i rendimenti reali che quelli nominali sono aumentati sensibilmente tra metà febbraio e metà marzo. Gran parte di questo movimento è stato determinato dal premio a termine reale, mentre i B/E d'inflazione hanno registrato solo un leggero incremento.   | Strategia <i>short</i> sui future su titoli di Stato nominali.<br>Operatività sulla curva: <i>short</i> a 10 anni rispetto a <i>long</i> a 5 anni (per trarre vantaggio da un premio a termine in aumento).<br>Strategia <i>long</i> sull'inflazione tramite swap sull'inflazione (ricevendo inflazione reale e pagando la parte fissa).<br>In termini relativi: sovrappesare le obbligazioni indicizzate all'inflazione rispetto a quelle nominali. |
| <b>F</b><br>20/03/21 – 11/06/21 | Rendimento reale ↘<br>Rendimento nominale ↘<br>B/E d'inflazione → | Sia i rendimenti nominali che quelli reali sono diminuiti nuovamente (muovendosi essenzialmente in parallelo), mentre le aspettative sull'inflazione di pareggio/breakeven inflation sono tornate ai livelli di metà marzo.   | Titoli di Stato nominali a lungo termine.  |

## Conclusione

L'inflazione erode il valore reale dei flussi di cassa nominali fissi e costituisce pertanto uno dei rischi principali per cui i detentori di obbligazioni vogliono essere compensati. A parità di condizioni, le attese di rendimento degli investitori obbligazionari passivi peggiorano in presenza di un aumento dell'inflazione. Ma i gestori attivi possono adottare un approccio più articolato: le oscillazioni dei rendimenti obbligazionari scaturiscono da variazioni dei diversi premi per il rischio. Potendo contare sugli strumenti giusti e su una sufficiente libertà di manovra, gli investitori che operano nel reddito fisso possono generare rendimenti da questa volatilità, ottenendo un'esposizione selettiva verso i diversi premi per il rischio, come ad esempio l'«inflazione attesa».

Comprendere i fattori che determinano i rendimenti dei titoli di Stato e sapere come utilizzare le diverse strategie applicabili sono fattori importanti in un contesto in cui le prospettive di inflazione sono incerte, perché ciò permette ai gestori attivi di trarre vantaggio dalle aspettative d'inflazione sia in aumento sia in diminuzione. Le modalità possono essere diverse all'interno di un approccio olistico nei confronti della duration e del posizionamento della curva nei titoli di Stato. Ma poiché questi stessi fattori possono mutare molto rapidamente, è necessario avere un posizionamento flessibile e attivo per generare una sovraperformance costante.

**Allianz Global Investors** è uno dei principali asset manager attivi, con oltre 690 professionisti degli investimenti in 24 uffici in tutto il mondo e 633 miliardi di euro di patrimonio in gestione per investitori privati, famiglie e istituzioni.

Investire per noi è come un intraprendere un viaggio e in ogni tappa cerchiamo di creare valore per i nostri clienti. Investiamo in ottica di lungo termine, avvalendoci delle nostre competenze globali in materia di investimenti e di gestione del rischio, così come della nostra esperienza nell'investimento sostenibile, per creare soluzioni innovative che anticipino le future necessità. Desideriamo offrire soluzioni d'investimento, non semplicemente prodotti finanziari: il nostro obiettivo è offrire un servizio d'eccellenza ai clienti, ovunque si trovino e qualunque esigenza debbano soddisfare.

#### **Active is: Allianz Global Investors**

Dati al 30 giugno 2021

**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. L'investimento in titoli a reddito fisso può esporre l'investitore a diverse tipologie di rischio, fra le quali ad esempio il rischio di credito, il rischio di tasso e il rischio liquidità. Cambiamenti nello scenario economico e nelle condizioni di mercato possono influenzare tali rischi ed aver un effetto negativo sul valore dell'investimento. In periodi di tassi nominali crescenti, il valore dei titoli a reddito fisso (incluse le posizioni corte in suddetti titoli) tende generalmente a decrescere. Per converso, in periodi di tassi nominali decrescenti il valore dei titoli a reddito fisso tende generalmente a crescere. Il rischio liquidità (dell'emittente) potrebbe essere all'origine di ritardi o sospensioni nel pagamento dei proventi dei rimborsi. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Se la valuta in cui sono espressi i rendimenti passati differisce dalla valuta del paese di residenza dell'investitore, quest'ultimo potrebbe essere penalizzato dalle fluttuazioni dei tassi di cambio fra la propria valuta e quella di denominazione dei rendimenti al momento di un'eventuale conversione. 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 e attendibili al momento della pubblicazione del documento medesimo. Si applicano con prevalenza le condizioni di un'eventuale offerta o contratto che sia stato o che sarà stipulato o sottoscritto. La società di gestione può decidere di porre fine alle disposizioni adottate per la commercializzazione dei suoi organismi di investimento collettivo in conformità alla regolamentazione applicabile in materia di denotifica. Per informazioni in inglese sulla Sintesi dei [diritti degli investitori \(www.regulatory.allianzgi.com\)](http://www.regulatory.allianzgi.com).

Il presente documento è una comunicazione di marketing emessa da Allianz Global Investors GmbH, [www.allianzgi.it](http://www.allianzgi.it), 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](http://www.bafin.de)). Per informazioni sulla Sintesi dei diritti degli investitori ([www.regulatory.allianzgi.com](http://www.regulatory.allianzgi.com)) 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. 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 ad uso esclusivo e riservato di distributori di fondi e investitori professionali.**