



# Non ridimensionare i tuoi obiettivi

## Due idee sui mercati obbligazionari per proteggersi dall'inflazione

it.allianzgi.com

Novembre 2021



**Matthew Chaldecott, CFA**  
Product Specialist,  
Fixed Income

**Dopo molti anni di inflazione in calo, il secondo semestre del 2021 potrebbe essere ricordato come il periodo in cui i prezzi sono tornati a salire. Come dovrebbero reagire gli investitori dei mercati obbligazionari? Ecco un paio di idee.**

### In sintesi

- L'inflazione superiore alle attese, che ha colto i mercati di sorpresa nella seconda metà del 2021, potrebbe perdurare oltre le aspettative
- Poiché l'inflazione erode le performance reali delle obbligazioni, una strategia di investimento a lungo termine dovrebbe cercare delle protezioni
- Due soluzioni d'investimento possibili: le obbligazioni indicizzate all'inflazione e le obbligazioni a tasso variabile



**Maxia Massimiliano**  
Product Specialist,  
Fixed Income

Il 2021 potrebbe essere ricordato come l'anno del ritorno dell'inflazione. Per decenni in tutto il mondo si è registrata un'inflazione modesta, ma negli ultimi mesi del 2021 c'è stata una salita dei prezzi più marcata del previsto e, a livello globale, l'inflazione sorprende al rialzo come non faceva da oltre 20 anni (si veda la Figura 1).

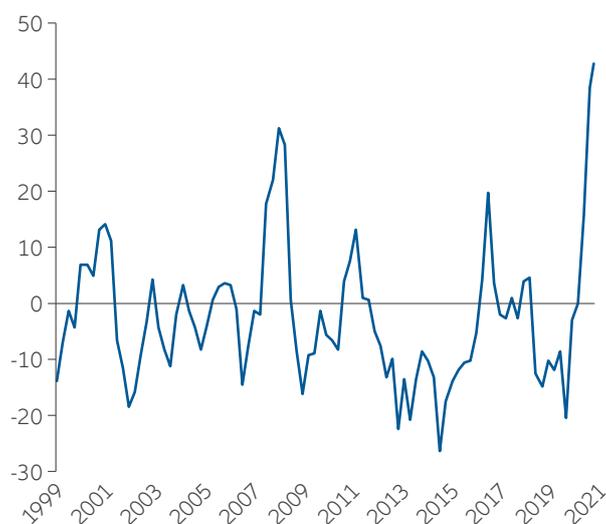
### L'inflazione è strutturale o temporanea?

L'attuale pandemia e le relative conseguenze (pensiamo ad esempio alla chiusura del settore manifatturiero a inizio 2020) hanno portato l'inflazione a livelli così depressi che persino il confronto con i primi mesi del 2021 mostra variazioni significative. Si tratta del cosiddetto "effetto base", che tende a diminuire nei mesi successivi man mano che i termini di paragone diventano più omogenei.

La domanda fondamentale che si pongono i mercati finanziari riguarda le cause del ritorno dell'inflazione: hanno avuto un peso maggiore i fattori transitori o le forze strutturali?

**Figura 1: Dopo decenni di inflazione bassa, l'inflazione sorprende al rialzo in tutto il mondo**

Indicatore di sorpresa dell'inflazione globale di Citi



Fonte: Bloomberg.

Sicuramente, i fattori transitori sono in gioco. Tra questi il rincaro delle principali materie prime, a partire dal petrolio, la forte ripresa della crescita economica che genera l'*output gap* (ovvero quando la produzione effettiva supera quella potenziale) e i problemi alle filiere.

Tuttavia, i nostri economisti ritengono che i mercati sottovalutino i rischi di un'inflazione più elevata nel medio periodo. Secondo le stime di consensus, l'attuale rialzo dei prezzi sarebbe un fenomeno passeggero: un giudizio fermamente condiviso da Federal Reserve USA, Banca Centrale Europea e altre banche centrali.

A nostro parere vi sono buoni motivi per ritenere che le forze strutturali possono portare a un'inflazione più elevata. I cambiamenti sul mercato del lavoro, soprattutto in un contesto di inversione del trend della globalizzazione, spingono al rialzo i prezzi di beni e servizi. Inoltre, la politica espansiva della Federal Reserve e della BCE, che hanno adottato target di inflazione flessibili, relega le autorità monetarie "dietro la curva" e quindi i tassi di interesse potrebbero non tenere il passo con l'inflazione.

Detto ciò, è difficile prevedere con certezza se l'incremento dell'inflazione sarà strutturale o temporaneo, dato che le conseguenze a lungo termine della pandemia non sono ancora chiare. Naturalmente, non ci aspettiamo che i tassi di inflazione tornino ai livelli degli anni '70, ma crediamo che i rischi di inflazione a medio termine siano più elevati rispetto a quanto il mercato sconta. La nostra view prevede che i premi per l'inflazione saliranno leggermente e che l'inflazione sarà più volatile.

## Due idee per il mercato obbligazionario in tempo di rialzo dell'inflazione

Qualora un'inflazione più elevata dovesse rivelarsi un fenomeno strutturale, vale la pena considerare due opzioni di investimento sui mercati obbligazionari.

### 1. Obbligazioni indicizzate all'inflazione

Le obbligazioni indicizzate all'inflazione (inflation-linked bonds, ILB) sono state studiate appositamente per contrastare il suddetto fenomeno, in quanto beneficiano del rialzo delle attese inflazionistiche. Dato che per contratto il rimborso del capitale e il pagamento degli interessi sono collegati a un parametro dell'inflazione comunemente accettato come

l'Indice dei prezzi al consumo (CPI) statunitense o l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (HICP) europeo, il rialzo dei prezzi determina un immediato aumento dei tassi delle cedole e del valore del capitale. La Figura 2 illustra le variazioni di cedole e capitale dal momento dell'emissione alla scadenza.

### Quando comprare ILB?

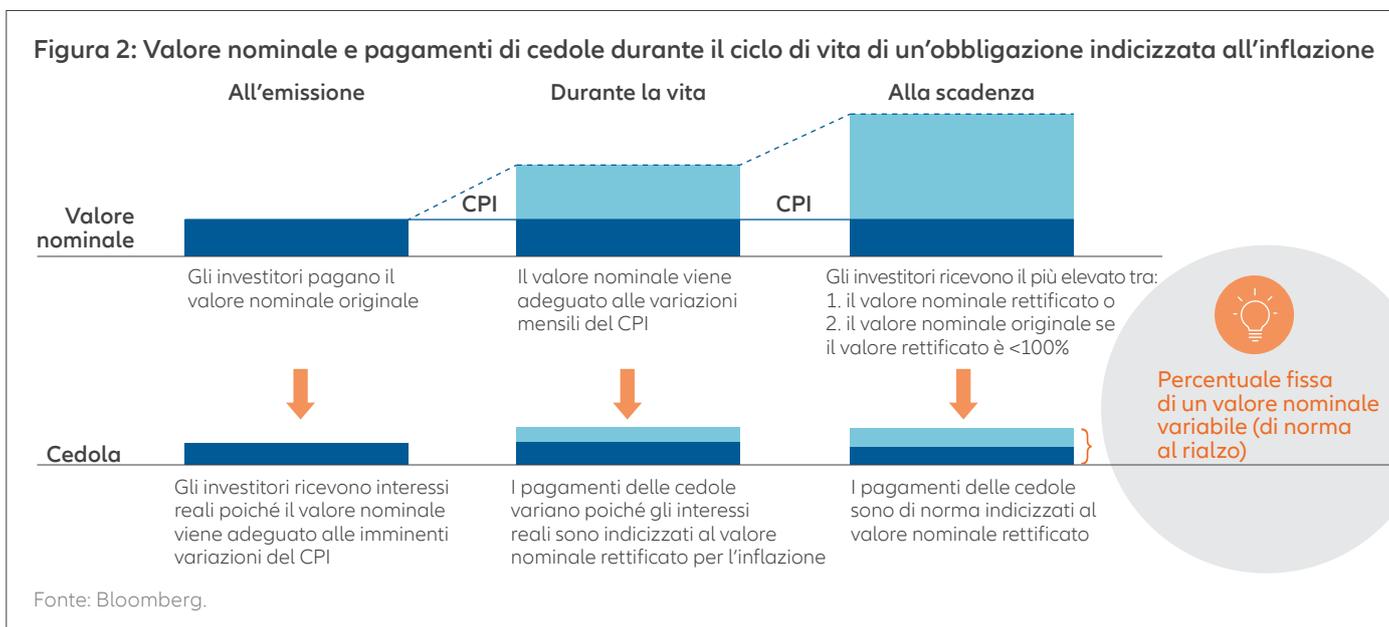
Per valutare se le ILB (dette anche "linker") sono più o meno interessanti rispetto alle obbligazioni governative nominali, facciamo riferimento al cosiddetto tasso di inflazione break-even, che misura la differenza tra rendimenti obbligazionari nominali e quelli reali. In altre parole, indica le attese inflazionistiche scontate dal mercato o il differenziale di tasso che renderebbe equivalenti un bond nominale e una ILB del medesimo emittente e con la stessa scadenza.

Di conseguenza, se ci si attende un'inflazione più elevata del tasso break-even, sarebbe meglio investire in ILB, poiché si avrebbe un ritorno maggiore e al contempo un rischio di inflazione più contenuto. Se invece si prospettasse un'inflazione inferiore a quella break-even, si avrebbe la situazione opposta.

Il contesto di mercato migliore per investire nelle ILB è caratterizzato da inflazione in rialzo e mercati che scontano un'inflazione più elevata in futuro, come accade oggi. I "linker" rappresentano uno strumento efficace per integrare rendimenti reali in un portafoglio.

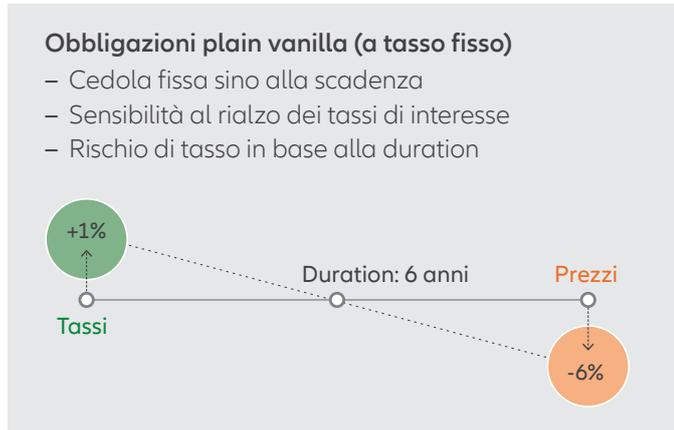
Un lungo periodo di flessione dei prezzi, o deflazione, sarebbe un contesto meno adatto per investire nelle ILB, dato che il rimborso del capitale e il pagamento delle cedole si baserebbero su uno scenario deflazionistico. Tuttavia, per mitigare tale rischio, sempre più spesso le ILB vengono emesse con "deflation floor": ciò fa sì che alla scadenza dell'obbligazione l'investitore riceva comunque il valore nominale e solo le cedole sono intaccate da un calo dei prezzi.

Come tutte le altre obbligazioni, le ILB sono esposte al rischio di tasso, o di duration. Il rischio di tasso potrebbe palesarsi se i rendimenti reali salissero a fronte di una svolta restrittiva delle banche centrali, dato che le ILB hanno di norma duration più lunga. Per mitigare ciò, i gestori di portafoglio possono avvalersi di swap al fine di isolare e gestire il puro rischio di inflazione.



## 2. Obbligazioni a tasso variabile

Un altro segmento del mercato obbligazionario in grado di sovraperformare in un contesto inflazionistico è quello delle obbligazioni a tasso variabile (floating rate note, FRN), le cui cedole sono indicizzate a un determinato tasso di riferimento. Di norma le cedole a tasso variabile vengono modificate ogni tre mesi: quando i flussi di cassa si adeguano ai tassi di interesse, i prezzi dei bond tendono a restare stabili attorno al valore nominale.



Prendiamo a esempio un mutuo con pagamenti mensili che variano in base al tasso di riferimento di una banca centrale. Dall'altro lato dell'equazione ci sono le banche e società che emettono obbligazioni con cedole di norma collegate ai tassi del mercato a breve, come il LIBOR (London Interbank Offered Rate), o i nuovi indici interbancari come il SOFR (Secured Overnight Financing Rate) negli USA e il SONIA (Sterling Overnight Indexed Average) nel Regno Unito.

Uno dei possibili benefici nel legare le obbligazioni a tasso variabile ai tassi determinati dal mercato è che questi tendono a essere sensibili ai rischi di inflazione. Per contro, spesso le politiche delle banche centrali non reagiscono immediatamente, o per inerzia o perché preferiscono sostenere la crescita e l'occupazione. La Figura 3 mostra che il più delle volte (ma non sempre) il tasso di mercato cambia prima e più velocemente del tasso ufficiale delle banche centrali al variare dell'inflazione. Gli investitori beneficiano quindi della stabilità dei prezzi delle obbligazioni a tasso variabile e ottengono un reddito supplementare in caso di rialzo dell'inflazione e dei tassi a breve del mercato.

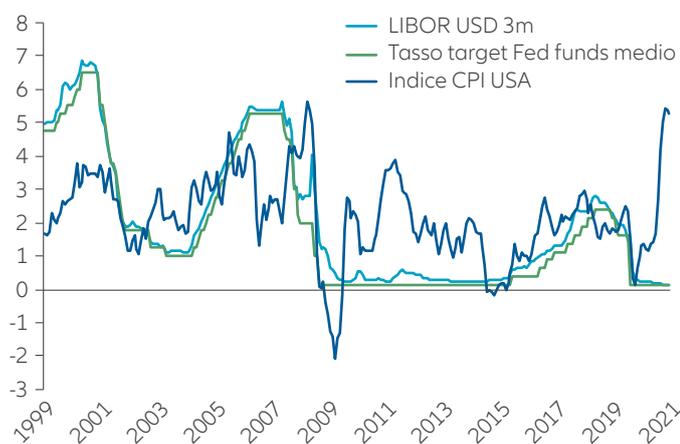
Il premio delle cedole a tasso variabile rispetto al tasso di riferimento si chiama discount margin e corrisponde alla rischiosità dell'emittente e del titolo in sé. Spazia da pochi punti base per un'emissione con rating elevato garantita da un ottimo collaterale, a diversi punti percentuali per le obbligazioni societarie di scarsa qualità.

I FRN presentano dunque un rischio di credito rispetto alle ILB, che di norma sono emissioni governative. Inoltre, per semplificare, la performance dei FRN può essere maggiormente dettata dalle view del mercato circa l'inflazione a breve termine, mentre le ILB sono influenzate dalle attese di lungo periodo sui tassi break-even.

Di conseguenza, la performance dei FRN è correlata al ciclo economico e al sentiment degli investitori. Nello scenario peggiore, le singole emissioni possono essere soggette a ribassi del merito di credito o persino a default. Viceversa, se la crescita economica e i bilanci societari sono robusti, i discount margin si riducono e i FRN conseguono buone performance.

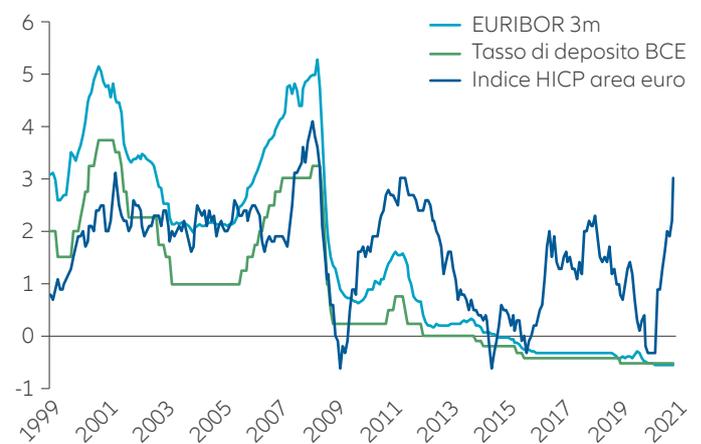
**Figura 3: L'inflazione indotta dalle banche centrali parte solitamente dai tassi del mercato**

Libor USA vs. tassi dei federal funds vs. inflazione USA



Fonte: Bloomberg.

Euribor vs. tasso di deposito della BCE vs. inflazione dell'area euro



Fonte: Bloomberg.

Se pensiamo ai vari scenari economici possibili, i FRN tendono a conseguire performance deludenti nei periodi di deflazione e calo della crescita, la situazione creatasi nel primo trimestre del 2020. Danno invece il meglio in presenza di una crescita sostenuta e di un contestuale aumento dell'inflazione e dei tassi del mercato a breve, come negli anni 2004-6 o 2017-18. La stagflazione (inflazione elevata a fronte di un rallentamento della crescita) avrebbe invece dei pro e dei contro: il rialzo dei tassi favorirebbe i FRN dato che le cedole verrebbero adeguate al rialzo, ma solo gli emittenti difensivi e di qualità migliore conseguirebbero buone performance. Per onorare i debiti le società più cicliche e non investment grade generalmente devono poter fare affidamento sulla crescita.

Sottolineiamo che i FRN possono ridurre, ma non eliminare completamente, il rischio di tasso, poiché potrebbero passare alcuni mesi prima del reset delle cedole. Nel segmento degli ABS e degli MBS, le obbligazioni sono di norma garantite da determinati collateral o asset dell'emittente (di modo che il detentore del titolo, ad esempio un fondo, ha priorità su tali asset in caso di default o bancarotta dell'emittente).

Il valore del collaterale potrebbe essere insufficiente per coprire gli obblighi dell'emittente e l'accesso del fondo al collaterale potrebbe essere limitato ai sensi delle leggi sulla bancarotta o sull'insolvenza. Le nostre tecniche, analisi e giudizi relativi all'investimento potrebbero non produrre l'esito da noi desiderato.

## Un piano a lungo termine per contrastare l'inflazione

L'inflazione è uno dei pericoli maggiori per gli investitori del reddito fisso, poiché erode la performance reale dei titoli obbligazionari. Ecco perché una strategia di investimento a lungo termine dovrebbe proteggere dal rischio di inflazione.

Le ILB non solo offrono una naturale protezione contro l'incremento dell'inflazione, ma sono anche un efficace strumento per diversificare un ampio portafoglio di titoli a reddito fisso, poiché tendono a essere meno correlate ad altri asset obbligazionari. Le competenze di Allianz Global Investors coprono non solo le ILB, ma anche una serie di driver di performance connessi all'inflazione, come gli inflation swap, i break-even trade e la gestione attiva della duration e del posizionamento sulla curva.

Inoltre, i FRN possono favorire i portafogli in un contesto di rialzo dell'inflazione e dei tassi a breve, anche se le banche centrali preferiscono far "surriscaldare" l'economia. Tuttavia, anche in questo caso entra in gioco la gestione attiva, per via del rischio di credito.

Tornando al contesto macroeconomico del momento, l'inflazione ha rialzato la testa. Anche se il consenso vede come transitori i driver al rialzo dell'inflazione, noi crediamo che i tassi saliranno oltre le attese. Per questo motivo è opportuno che gli investitori individuino delle strategie di protezione.

**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 \(www.regulatory.allianzgi.com\)](#).

Il presente documento è una comunicazione di marketing emessa da Allianz Global Investors GmbH, [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](#)). Per informazioni sulla Sintesi dei diritti degli investitori ([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.**