

Il Big Mac¹ sull'allocazione obbligazionaria

Il ruolo dell'obbligazionario in un mondo di correlazioni positive

Autore



Benoit Anne
Managing Director
Investment Solutions Group

La correlazione tra obbligazioni e azioni è molto elevata e non sembra destinata a diminuire in tempi brevi. Qual è dunque la soluzione? Aumentare l'esposizione all'obbligazionario. Una maggiore correlazione si traduce in un aumento del rischio complessivo del portafoglio, che può essere efficacemente ridotto attraverso un'allocazione più sostanziosa nell'obbligazionario. Quest'ultimo potrebbe non fungere da elemento di diversificazione dei portafogli, ma continuerà a favorire la diversificazione della volatilità. L'altra buona notizia è che, in ragione dei rendimenti elevati, l'obbligazionario costituisce un investimento interessante su base corretta per il rischio. Un altro approccio alla gestione del rischio in un contesto di correlazioni elevate consiste nell'ampliare il proprio universo d'investimento con l'inclusione dei mercati globali. L'assunzione di esposizioni a valute, mercati e aree geografiche differenti può favorire la diversificazione dei portafogli. Per attuare al meglio questo approccio globale è utile affidarsi a un gestore attivo in grado di far leva su diverse fonti potenziali di alfa.

Per il momento l'obbligazionario non è più un elemento di diversificazione dei portafogli.

In termini storici, oggi la correlazione tra azioni e obbligazioni è molto elevata. Calcolato su orizzonti di due anni, questo coefficiente si attesta attualmente a 0,71, il livello più alto dal 1995 (Figura 1). A causa dell'alta correlazione tra azioni e obbligazioni, i vantaggi di diversificazione associati all'obbligazionario sono diminuiti. Questa situazione si traduce anche in un aumento del rischio complessivo dei portafogli, per effetto del quale la gestione del rischio diventa un pilastro ancora più essenziale del processo d'investimento in un mondo di correlazioni pronunciate.

La correlazione tra azioni e obbligazioni è destinata a rimanere elevata nel prossimo

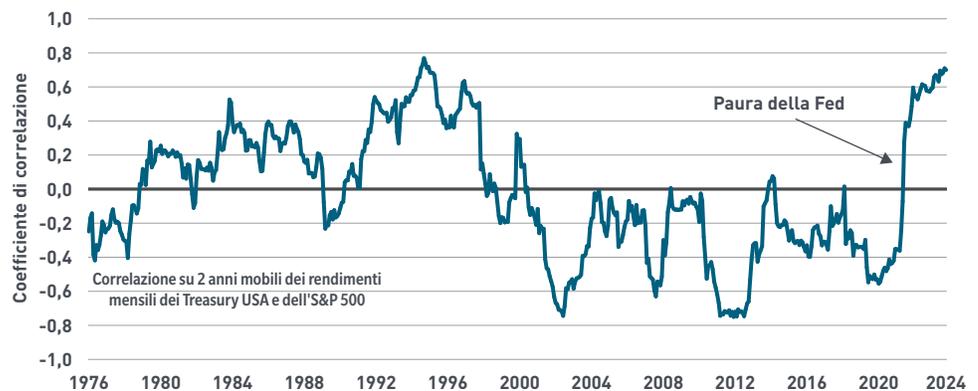
futuro. Il brusco aumento di questo coefficiente è cominciato alla fine del 2021, quando è emerso chiaramente che si prospettava a breve l'inizio di un ciclo di inasprimento da parte della Federal Reserve. La correlazione è aumentata repentinamente allorché l'intensità dei rialzi dei tassi della Fed ha colto di sorpresa gli investitori globali.

Anche se il ciclo di inasprimento monetario negli Stati Uniti potrebbe essere terminato, non è detto che la correlazione tra azioni e obbligazioni si riduca di conseguenza. Sulla base del nostro quadro d'analisi, crediamo che l'attuale transizione di regime sul piano macro possa contribuire a mantenere la correlazione su livelli persistentemente elevati.

¹ Il Big Mac, che rimanda a "big macro", è una nota periodica sui mercati obbligazionari globali che analizza argomenti rilevanti per il contesto obbligazionario globale/macro globale.



Figura 1: la correlazione tra azioni e obbligazioni è estremamente elevata

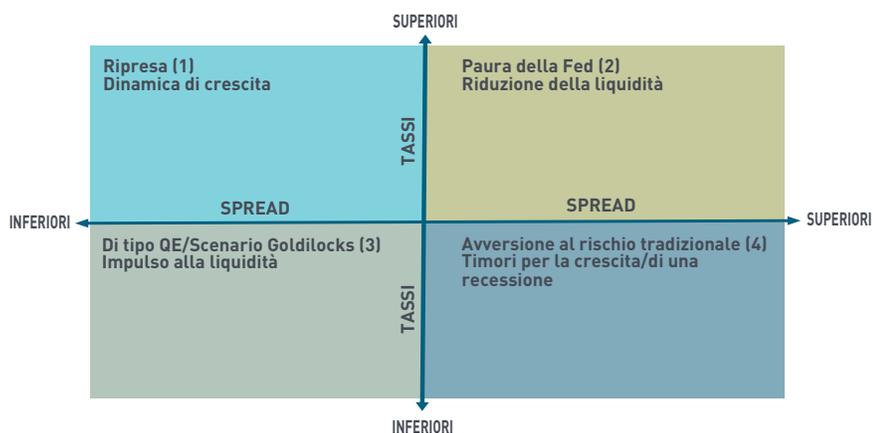


Fonte: Bloomberg. S&P 500 Index e Bloomberg US Treasury Index. Dati mensili da ottobre 1976 al 18 giugno 2024.

Il regime macro prevalente durante la fase dei rialzi dei tassi ufficiali del 2022-2023 era improntato alla paura della Fed (Figura 2). Quel regime si è contraddistinto per un aumento dei tassi e un allargamento degli spread creditizi. Gli asset rischiosi nel loro insieme hanno subito pressioni che hanno finito per provocare un aumento della correlazione tra azioni e obbligazioni. Nel 2022 sia l'azionario che l'obbligazionario hanno accusato perdite.

In un'ottica futura riteniamo probabile il passaggio a un regime di tipo QE, o scenario Goldilocks, tutto l'opposto del modello prevalente nel 2022 e 2023. In un regime di questo genere, i tassi diminuiscono e gli spread creditizi si restringono. Gli asset rischiosi, inoltre, tendono a registrare solide performance, sostenuti dall'impulso alla liquidità fornito dalle banche centrali, con il risultato che la correlazione tra azioni e obbligazioni rimane elevata. Questo è ciò che abbiamo osservato negli ultimi mesi, di riflesso alla previsione che la Fed avvierà presto il proprio ciclo di allentamento. Dato che la Fed non ha ancora ridotto i tassi, è probabile che lo scenario Goldilocks sia destinato a perdurare nell'immediato futuro. Crediamo che la correlazione tra azioni e obbligazioni si normalizzerà, tornando su livelli più bassi, ma non prima che il ciclo di allentamento sia prossimo alla conclusione, ovvero verso la fine del 2025. Una volta che il ciclo di allentamento avrà fatto il suo corso assisteremo probabilmente a un nuovo cambiamento di regime, questa volta improntato alla dinamica di crescita o di nuovo alla paura della Fed.

Figura 2: i quattro regimi obbligazionari macro globali e il cambio di regime

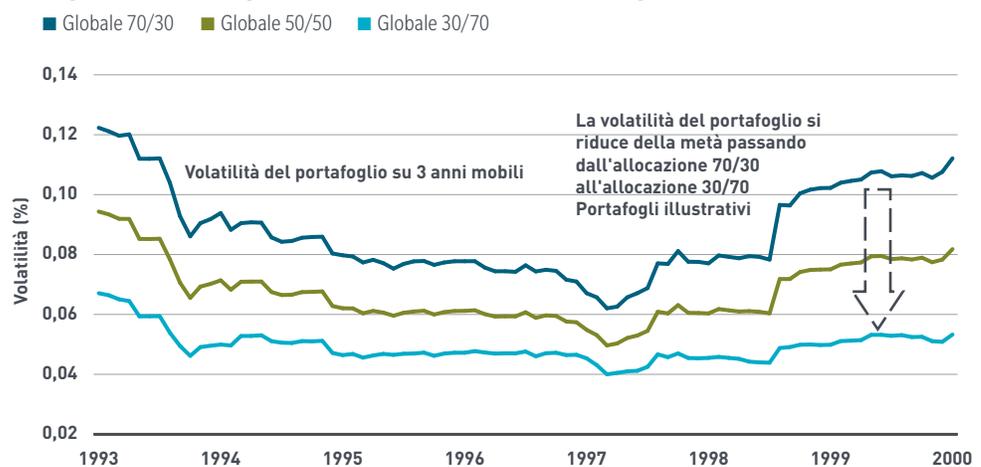


Fonte: MFS. A scopo puramente illustrativo. I quattro regimi sono definiti dalla direzione delle variazioni dei tassi e degli spread.



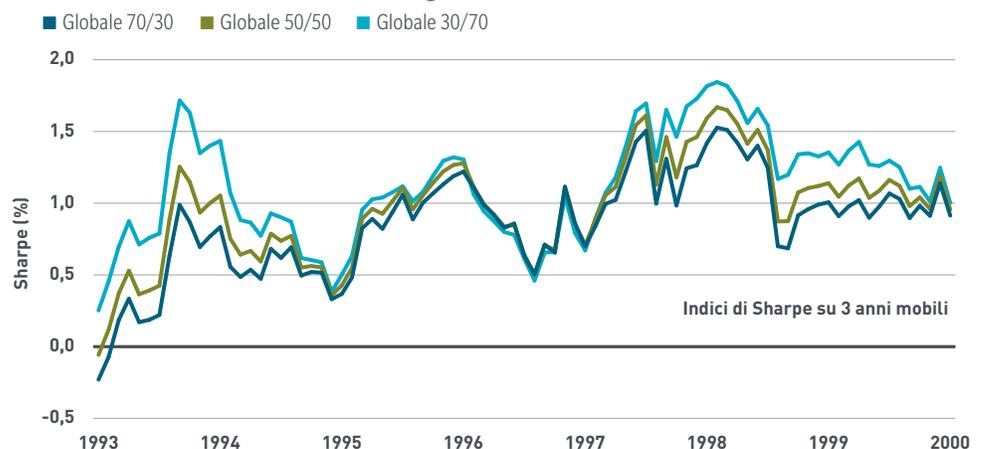
Necessità di una riduzione del rischio di portafoglio. Paradossalmente, quanto più alta è la correlazione tra azioni e obbligazioni, tanto maggiore è la necessità di ridurre il rischio di portafoglio, e quindi tanto più elevata dovrebbe essere l'allocazione nell'obbligazionario, dato che quest'ultimo è storicamente un'asset class che favorisce la riduzione del rischio. In altre parole, l'obbligazionario potrebbe non fungere da elemento di diversificazione dei portafogli, ma potrebbe favorire nondimeno la diversificazione della volatilità. Prendendo ad esempio gli anni '90, un decennio caratterizzato da una correlazione persistentemente elevata, notiamo che i portafogli con una maggiore allocazione nell'obbligazionario presentavano in quel periodo sia una minore volatilità complessiva che migliori rendimenti corretti per il rischio (Figure 3 e 4).

Figura 3: l'obbligazionario come fattore di mitigazione della volatilità



Fonti: MSCI, Bloomberg, FTSE, FactSet. Dati mensili dal 31 gennaio 1990 al 31 gennaio 2000. Le denominazioni dei portafogli rispecchiano, rispettivamente, le ponderazioni dell'azionario e dell'obbligazionario. Azionario = MSCI World. Obbligazionario = Bloomberg Global Aggregate Index. Rendimenti al lordo e in dollari USA. Rendimenti obbligazionari con copertura in USD.

Figura 4: i rendimenti corretti per il rischio sono sostenuti da maggiori allocazioni nell'obbligazionario

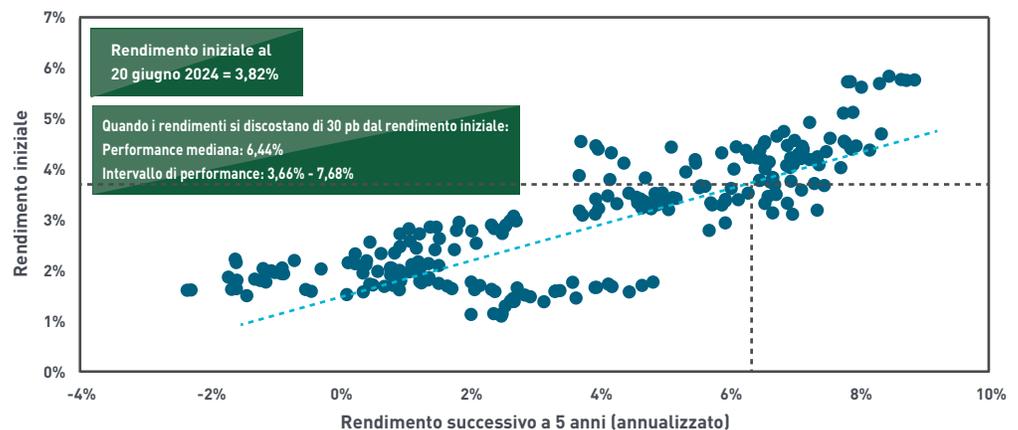


Fonti: MSCI, Bloomberg, FTSE, FactSet. Dati mensili dal 31 gennaio 1990 al 31 gennaio 2000. Le denominazioni dei portafogli rispecchiano, rispettivamente, le ponderazioni dell'azionario e dell'obbligazionario. Azionario = MSCI World. Obbligazionario = Bloomberg Global Aggregate Index. Rendimenti al lordo e in dollari USA. Rendimenti obbligazionari con copertura in USD. L'indice di Sharpe utilizza il FTSE 3-Month US T-Bill Index per il tasso privo di rischio.



L'obbligazionario è un investimento interessante su base corretta per il rischio. Il quadro macro è diventato più favorevole all'obbligazionario, grazie all'orientamento più accomodante delle principali banche centrali, al probabile scenario di un atterraggio morbido e al processo di disinflazione in atto in molti paesi. Gli attuali rendimenti sono nettamente superiori alle performance a lungo termine di molti segmenti dell'obbligazionario globale, ragion per cui quest'ultimo potrebbe avere buone probabilità di generare solide performance in futuro. Per gli investitori strategici con un orizzonte di lungo periodo, ciò che conta davvero è la valutazione in termini di rendimento cedolare complessivo, che è ancora favorevole. Storicamente si registra una solida relazione tra il rendimento iniziale e le performance successive. Considerando la categoria global aggregate, che attualmente rende il 3,82%, vediamo che in passato un simile livello di rendimento iniziale è stato associato a una performance annualizzata mediana del 6,44% nei cinque anni successivi (con un range del 3,66-7,68%, Figura 5).

Figura 5: Global Aggregate, rendimento iniziale vs. performance attese



Fonte: Bloomberg. Bloomberg Global Aggregate Index (USD). Dati mensili da gennaio 2000 a maggio 2024. Rendimenti al lordo e in dollari USD. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

Investire a livello globale quale strategia di gestione delle correlazioni. Gli investitori con una forte preferenza per il proprio mercato nazionale possono trarre vantaggio dall'ampliare il proprio universo d'investimento ai mercati globali. Ciò non permette di risolvere direttamente il problema dell'elevata correlazione tra azioni e obbligazioni, ma può contribuire a migliorare la diversificazione di un portafoglio attraverso l'introduzione di esposizioni a molteplici regioni, paesi e valute. Abbiamo notato che l'esposizione alle obbligazioni globali, abbinata a una copertura valutaria, può comportare un aumento del rendimento e una minore volatilità del portafoglio, soprattutto se il mercato nazionale dell'investitore è caratterizzato da tassi d'interesse più elevati, come negli Stati Uniti e nel Regno Unito (Figura 6).



Figura 6: ottimizzazione del rendimento con la diversificazione a livello globale di un portafoglio britannico

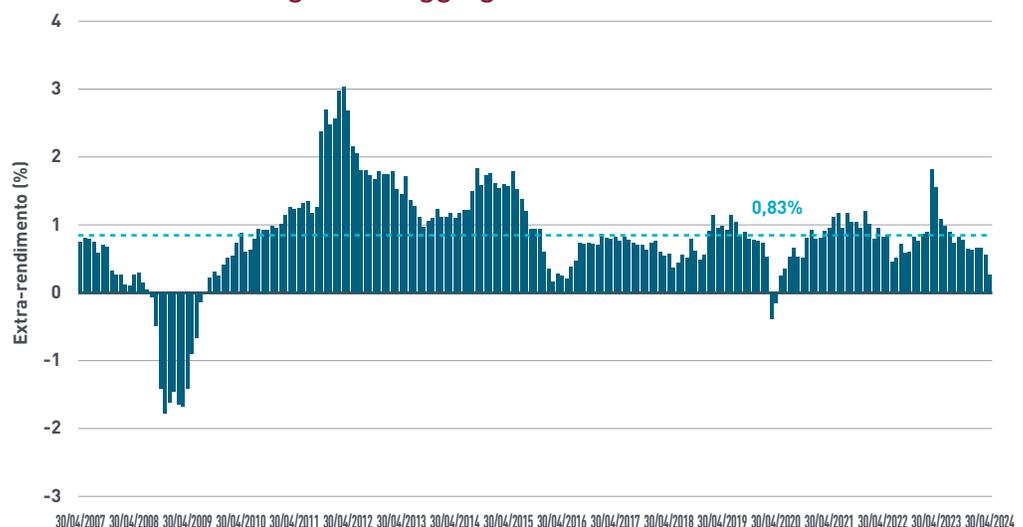


Impatto della copertura ipotetico fornito a scopo puramente illustrativo.

Fonte: Bloomberg dal 31 luglio 2013 al 30 aprile 2024. Sulla base dei tassi di cambio forward a 3 mesi per un paniere di valute composto da USD (45%), EUR (22,5%), JPY (10%), GBP (5%) e CAD (2,5%), percentuali che corrispondono alle ponderazioni approssimative di tali valute nel Bloomberg Global Aggregate Index al 30 aprile 2024 (si noti che il 15% dell'indice è denominato in altre valute di cui non è stata ipotizzata la copertura ai fini della presente illustrazione).

I vantaggi di una gestione attiva globale. A nostro parere, per cogliere al meglio tutte le opportunità offerte dall'obbligazionario globale è utile affidarsi a un gestore attivo in grado di attingere a molteplici fonti di alfa, dalla gestione valutaria al posizionamento di duration, dalle strategie di copertura all'asset allocation, dall'allocazione settoriale alla selezione di titoli a livello globale. L'alfa generato in passato si colloca ampiamente in territorio positivo, attestandosi in media a 83 punti base (al lordo delle commissioni) negli ultimi 20 anni e dimostrando come un approccio attivo alla gestione di portafoglio nell'obbligazionario globale possa produrre valore aggiunto (Figura 7).

Figura 7: extra-rendimento medio su 3 anni mobili delle strategie obbligazionarie globali prive di copertura rispetto a Bloomberg Global Aggregate



Fonte: eVestment Alliance, LLC. Dall'universo eVestment All Global Fixed Income è stato estratto un campione di gestori attivi aventi un approccio privo di copertura, che è stato messo a confronto con il Bloomberg Global Agg. Rendimenti al lordo delle commissioni e in dollari USA. Dati mensili da maggio 2004 ad aprile 2024. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

Nel complesso, riteniamo che l'elevata correlazione tra azioni e obbligazioni, che attualmente costituisce un'importante caratteristica dei mercati globali, non deponga a sfavore di una maggiore allocazione nell'obbligazionario. Anzi, la soluzione alla gestione di un aumento del rischio di portafoglio comporta potenzialmente una maggiore allocazione in questa asset class. ▲



Gli investimenti in obbligazioni possono perdere valore per effetto di una riduzione effettiva o percepita della qualità creditizia dell'emittente, del mutuatario, della controparte o di un altro soggetto responsabile del pagamento, della garanzia sottostante o della variazione delle condizioni economiche, politiche, specifiche dell'emittente o di altre condizioni. Alcune tipologie di strumenti obbligazionari possono essere più sensibili a tali fattori e pertanto più volatili. Gli strumenti di debito comportano inoltre un rischio di tasso d'interesse (all'aumentare dei tassi di norma i prezzi diminuiscono). Di conseguenza, in periodi di rialzo dei tassi il valore del portafoglio può diminuire.

Fonte: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® è un marchio commerciale e di servizio di Bloomberg Finance L.P. e delle sue collegate (collettivamente "Bloomberg"). Bloomberg o i licenziari di Bloomberg detengono tutti i diritti di proprietà degli indici Bloomberg. Bloomberg non approva né avalla il presente materiale, né garantisce la precisione o la completezza delle informazioni ivi contenute, né rilascia alcuna garanzia, espressa o implicita, circa i risultati ottenibili dalle stesse e, nella misura massima consentita dalla legge, non potrà essere ritenuta responsabile di danni derivanti in relazione alle stesse.

Fonte dei dati sull'indice: MSCI. MSCI non rilascia alcuna garanzia o dichiarazione esplicita o implicita e non si assume alcuna responsabilità per quanto riguarda i dati MSCI contenuti nel presente documento. Non è consentita la ridistribuzione dei dati MSCI né il loro utilizzo come base per altri indici, titoli o prodotti finanziari. Il presente rapporto non è stato approvato, esaminato o prodotto da MSCI.

Le opinioni espresse nel presente documento sono quelle di MFS Investment Solutions Group, un'entità interna alla divisione distribuzione di MFS, e possono differire da quelle dei gestori di portafoglio e degli analisti di ricerca di MFS. Queste opinioni sono soggette a variazioni in qualsiasi momento e non vanno considerate alla stregua di una consulenza di investimento fornita dal Consulente, di una raccomandazione di titoli o di un'indicazione delle intenzioni di trading per conto di MFS.

INFORMATIVA GLOBALE

Salvo laddove diversamente indicato, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi commerciali di MFS® e delle sue collegate e possono essere registrati in alcuni paesi.

Distribuito da: **Stati Uniti** - MFS Institutional Advisors, Inc. ("MFSI"), MFS Investment Management e MFS Fund Distributors, Inc. membro del SIPC; **America Latina** - MFS International Ltd.; **Canada** - MFS Investment Management Canada Limited. **Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera:** pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K.) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS®, con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER. **Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera):** pubblicato in Europa da MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) - autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.a r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravenga alla normativa locale; **Singapore** - MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nuova Zelanda** - MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") (ABN 68 607 579 537) è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana; **Hong Kong** - MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO"). **Per gli investitori professionali in Cina** - MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Cina, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria; **Giappone** - MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento; **Bahrein** - Il presente documento non è stato approvato dalla Banca centrale del Bahrein, che non si assume alcuna responsabilità per i relativi contenuti. Non verrà effettuata alcuna offerta al pubblico nel Regno del Bahrein e il presente documento deve essere letto esclusivamente dal relativo destinatario e non deve essere trasmesso, rilasciato o mostrato al pubblico in generale. La Banca centrale del Bahrein non si assume alcuna responsabilità in merito all'accuratezza e alla completezza delle dichiarazioni e delle informazioni contenute nel presente documento e declina espressamente ogni responsabilità per qualsiasi perdita derivante dall'affidamento sulla totalità o su una parte del contenuto del presente documento. Il Consiglio di amministrazione e la direzione dell'emittente si assumono la responsabilità delle informazioni contenute nel presente documento. Per quanto a conoscenza del consiglio di amministrazione e della direzione, che hanno esercitato ogni ragionevole precauzione necessaria, le informazioni contenute nel presente documento sono corrispondenti ai fatti e non omettono alcun elemento suscettibile di influire sull'affidabilità di tali informazioni; **Kuwait** - Il presente documento non è destinato alla diffusione al pubblico in Kuwait. Le informazioni non sono state autorizzate per l'offerta in Kuwait dalla Kuwait Capital Markets Authority o da altre agenzie governative kuwaitiane competenti. Nessuna offerta privata o pubblica delle informazioni viene fatta in Kuwait e nessun accordo relativo alle informazioni verrà concluso in Kuwait. Per offrire o commercializzare le informazioni in Kuwait non viene fatto ricorso ad attività di marketing, sollecitazione o incitamento.; **Oman** - Per i residenti del Sultanato dell'Oman: le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono un'offerta pubblica di titoli nel Sultanato dell'Oman, come previsto dalla Legge sulle società commerciali dell'Oman (Decreto reale 4/74) o dalla Legge sul mercato dei capitali dell'Oman (Decreto reale 80/98). La diffusione di queste informazioni è limitata alle persone giuridiche che rientrano nella categoria degli investitori sofisticati (articolo 139 del Regolamento esecutivo della Legge sul mercato dei capitali). Il destinatario riconosce di essere un investitore sofisticato con esperienza in materia commerciale e finanziaria e di essere in grado di valutare i meriti e i rischi di un investimento.; **Sudafrica** - Il presente documento non è stato approvato dal Financial Services Board e né MFS International (U.K.) Limited né i suoi fondi sono registrati per la vendita al pubblico in Sudafrica.; **Emirati arabi uniti** - Il presente documento e le informazioni in esso contenute non costituiscono né intendono costituire un'offerta pubblica di titoli negli Emirati arabi uniti e di conseguenza non devono essere interpretati come tali. Le informazioni vengono offerte solo a un numero limitato di investitori esenti negli Emirati arabi uniti che rientrano in una delle seguenti categorie di investitori qualificati non naturali: (1) un investitore in grado di gestire autonomamente i propri investimenti, vale a dire: (a) il governo federale, i governi locali, le autorità e gli enti governativi o le società interamente controllate da tali organismi; (b) gli enti e le organizzazioni internazionali; o (c) un soggetto autorizzato a svolgere un'attività commerciale negli Emirati arabi uniti, a condizione che l'investimento sia uno degli obiettivi di tale soggetto; o (2) un investitore rappresentato da un gestore di investimenti autorizzato dalla Securities and Commodities Authority (SCA), (ciascuno un "Investitore qualificato non naturale"). Le informazioni e i dati non sono stati approvati dalla Banca centrale degli Emirati arabi uniti, dalla Securities and Commodities Authority, dalla Dubai Financial Services Authority, dalla Financial Services Regulatory Authority o da altre autorità di autorizzazione o agenzie governative competenti degli Emirati arabi uniti (le "Autorità"). Le Autorità non si assumono alcuna responsabilità per eventuali investimenti che il destinatario specificato effettua in qualità di Investitore qualificato non naturale sulla base dell'accuratezza delle informazioni relative ai titoli. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, consigliamo di rivolgervi a un consulente finanziario autorizzato.; **Arabia Saudita** - Il presente documento non può essere distribuito nel Regno dell'Arabia Saudita ad eccezione dei soggetti autorizzati ai sensi dei Regolamenti sui fondi d'investimento emanati dalla Capital Market Authority. La Capital Market Authority non rilascia alcuna dichiarazione in merito all'accuratezza o alla completezza del presente documento e declina espressamente ogni responsabilità per qualsiasi perdita derivante da o sostenuta facendo affidamento su qualsiasi parte del presente documento. I potenziali acquirenti dei titoli offerti con il presente documento sono tenuti a effettuare le dovute verifiche in relazione all'accuratezza delle informazioni relative ai titoli. Se non dovete comprendere il contenuto del presente documento, consigliamo di rivolgervi a un consulente finanziario autorizzato.; **Qatar** - Questo materiale/fondo viene offerto solo a un numero limitato di investitori che sono disposti e in grado di svolgere un'indagine indipendente sui rischi connessi a un investimento in tale materiale/fondo. Il materiale non costituisce un'offerta al pubblico ed è destinato all'uso esclusivo del destinatario specificato e non deve essere consegnato o mostrato ad altri soggetti (ad eccezione di dipendenti, agenti o consulenti autorizzati dal destinatario). Il fondo non è stato e non sarà registrato presso la Banca centrale del Qatar o ai sensi del diritto dello Stato del Qatar. Nessuna operazione sarà conclusa nella vostra giurisdizione e qualsiasi richiesta relativa al materiale/fondo dovrà essere effettuata al vostro contatto al di fuori del Qatar.