

T con Zero

La seconda generazione

N. 31 – DICEMBRE 2024

Uno sguardo al panorama obbligazionario

I gentiluomini preferiscono le obbligazioni (Andrew Mellon).

Dopo decenni in cui il reddito fisso ha fatto quello che la sua missione statutaria prevedeva, cioè generare flussi cedolari con livelli di rischio contenuti, soprattutto per quanto riguarda i titoli di Stato, sono arrivati due veri e propri terremoti. Con la crisi dei debiti sovrani seguita alla Grande Crisi Finanziaria del 2008, sentita in modo particolarmente acuto in area Euro, e con l'inasprimento a velocità record della politica monetaria in Europa e negli Stati Uniti nel 2022, il mondo obbligazionario è stato sconvolto dalle fondamenta. Il concetto di attività finanziaria "priva di rischio", essenziale per la teoria della finanza, storicamente interpretato dalle obbligazioni governative dei Paesi ritenuti più solidi, è stato brutalmente ridimensionato. Negli ultimi due anni, è stato addirittura ribaltato: la rischiosità dei titoli di Stato non solo non è stata bassa in termini assoluti (i grafici 1-3 ne danno un'idea), ma addirittura è stata in varie fasi superiore a quella di altre attività finanziarie, come le azioni o le obbligazioni societarie, che spesso possono mettere sull'altro piatto della bilancia un rendimento più alto.

Grafico 1: Rendimenti a scadenza titoli di Stato USA a 10 anni nel 2024 (%)



Grafico 2: Rendimenti a scadenza titoli di Stato Italia a 10 anni nel 2024 (%)



Grafico 3: Rendimenti a scadenza titoli di Stato Germania a 10 anni nel 2024 (%)



Proprio a causa di questa sorprendente volatilità, già alla fine del 2022 e a inizio 2024, *T con Zero*^{1, 2} aveva integrato le analisi economico-finanziarie con quelle storiche, per verificare quante volte fosse accaduto di avere un numero di anni consecutivi di performance complessive negative maggiore di due negli USA. La storia - corroborata in misura non trascurabile dal fatto che, quando la performance delle obbligazioni è negativa, significa che il rendimento a scadenza per l'investitore aumenta, e quindi si comincia il nuovo periodo da una base di potenziale performance più favorevole - aveva lanciato un segnale chiaro: non c'erano precedenti. E nel 2023, puntualmente, la performance del mondo obbligazionario è tornata positiva. Il 2024 non è ancora concluso. Il mercato obbligazionario ondeggia intorno allo zero. Bisognerà attendere le ultime sedute dell'anno per sapere se la performance positiva, una conquista recente (dal mese di agosto in poi) potrà ritornare, o se lo scivolamento in negativo degli ultimi giorni sarà cristallizzato e registrato negli annali come chiusura del 2024.

Uno sguardo al 2025: i punti di riferimento

Fare ipotesi sul 2025 dei mercati obbligazionari si presenta quindi come un esercizio difficile. Come disse il fisico premio Nobel Niels Bohr: *è difficile fare previsioni, soprattutto sul futuro*. E infatti, più che fare previsioni in senso stretto, *T con Zero* esaminerà le indicazioni che giungono dagli andamenti passati dei titoli di Stato e delle emissioni societarie, per capire se vi siano punti di riferimento utili a valutarne le potenziali evoluzioni.

È relativamente semplice identificarne tre: i tassi di riferimento di politica monetaria fissati dalla Federal Reserve e dalla Banca Centrale Europea, i livelli dei rendimenti governativi di mercato e l'inclinazione delle curve dei rendimenti governativi a scadenza.

I tassi di politica monetaria

Il 2024 si conclude con BCE e Fed che hanno tagliato il costo del denaro, come ampiamente atteso dagli investitori. Nello scenario macroeconomico che appare al momento più probabile, che vede un'inflazione in ridimensionamento verso gli obiettivi delle banche centrali, è probabile che queste ultime possano continuare ad abbassare i tassi di riferimento, verosimilmente con gradualità, anche nel corso del prossimo anno. Il taglio del costo del denaro, nella storia, ha rappresentato un evento favorevole al mondo obbligazionario. La reattività è stata diversa a seconda del momento, delle circostanze e delle dichiarazioni di accompagnamento.

I grafici 4-6 che seguono mostrano la reazione del mercato obbligazionario, attraverso la performance mediana "contemporanea", cioè nello stesso anno, e nei 12 mesi successivi, delle principali asset class nei casi in cui, nel passato, ci sono stati tagli dei tassi di politica monetaria in USA ed Area Euro analoghi a quelli del 2024 (100 punti

T con Zero

La seconda generazione

N. 31 – DICEMBRE 2024

base). La serie completa dei grafici, che include anche la performance del mondo obbligazionario governativo e societario quando nel passato si sono osservate variazioni prospettiche (cioè nell'anno successivo a quello di riferimento) dei tassi di politica monetaria analoghe a quelle che oggi si attendono nel 2025, è in appendice.

Grafico 4: Performance governativi USA dopo discesa tassi Fed di 100 punti base in un anno

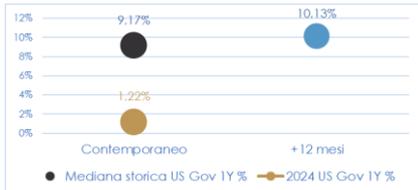
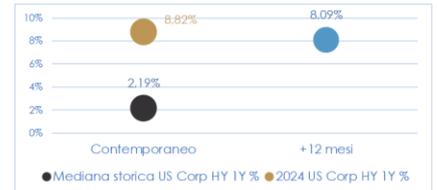


Grafico 5: Performance corporate IG US dopo discesa tassi Fed di 100 punti base in un anno



Grafico 6: Performance corporate HY US dopo discesa tassi Fed di 100 punti base in un anno



Messaggio analogo giunge dai grafici 7-9, che illustrano la stessa analisi storica per l'Area Euro. Non essendoci precedenti di riduzione dei tassi dell'1% esatto, si sono considerati i casi con tagli tra i 75 e i 125 punti base.

Grafico 7: Performance governativi Euro dopo discesa tassi BCE di 75-125 p.b. in un anno

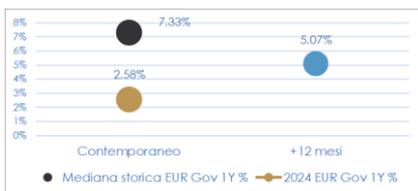
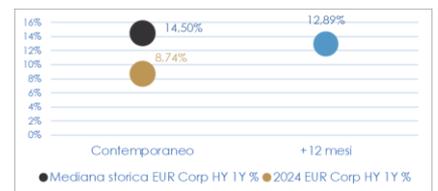


Grafico 8: Performance corporate IG Euro dopo discesa tassi BCE di 75-125 p.b. in un anno



Grafico 9: Performance corporate HY Euro dopo discesa tassi BCE di 75-125 p.b. in un anno



I rendimenti di mercato

L'aspettativa è che, sia pure con forti oscillazioni, come nel 2024, i rendimenti di mercato potrebbero muoversi lungo una traiettoria discendente nel corso del prossimo anno. La compressione dei rendimenti governativi è meccanicamente favorevole alla performance dei titoli di Stato. Inoltre, se gli spread non si allargano, può essere un contributore di rilievo al buon andamento delle quotazioni delle obbligazioni societarie. Ciò si è verificato nel 2024 e storicamente l'osservazione delle performance mediane, che sono influenzate dal fatto che spesso il movimento ribassista dei rendimenti governativi si sia trascinato nel tempo, anche nei 12 mesi successivi alla fine dell'anno di osservazione, potrebbe suggerire una dinamica 2025 potenzialmente analoga. Le barre azzurre dei grafici 10-13 mostrano proprio questo, negli Stati Uniti e in area Euro.

Grafico 10: Performance di obbligazioni governative e societarie USA dopo movimenti dei rendimenti governativi US a 2 anni come nel 2024³

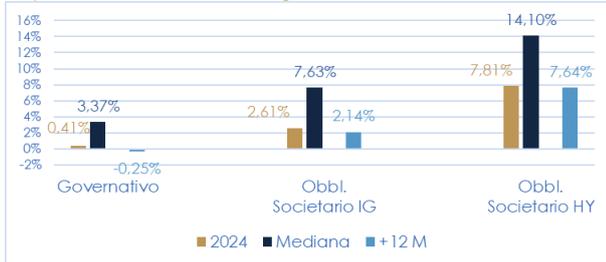


Grafico 11: Performance obbligazioni governative e societarie USA dopo movimenti dei rendimenti governativi US 10 anni come nel 2024³

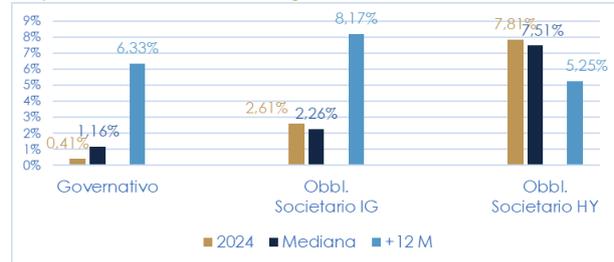


Grafico 12: Performance di obbligazioni governative e societarie Euro dopo discesa rendimenti governativi Euro a 2 anni come nel 2024⁴

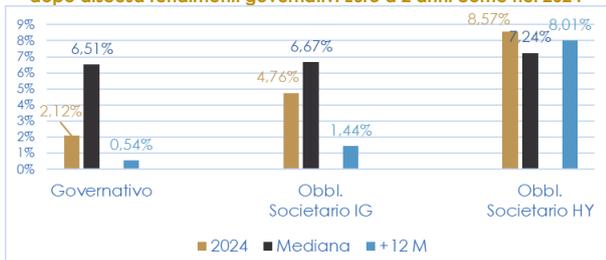
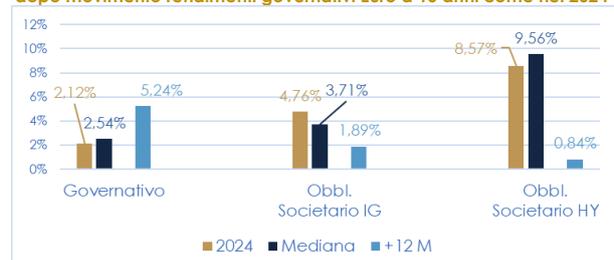


Grafico 13: Performance di obbligazioni governative e societarie Euro dopo movimento rendimenti governativi Euro a 10 anni come nel 2024⁴



T con Zero

La seconda generazione

N. 31 – DICEMBRE 2024

La variazione dell'inclinazione delle curve dei rendimenti a scadenza

Abbiamo assistito a un irripidimento delle curve nel 2024. Sono partite con un'inclinazione negativa, cioè con rendimenti a breve scadenza (si può prendere come riferimento un orizzonte temporale di 2 anni) maggiori di quelli a lunga scadenza (10 anni), ma l'anno si conclude con i rendimenti a 10 anni in linea o superiori a quelli a 2 anni. In prospettiva, è probabile che le curve dei rendimenti tra le scadenze di 2 e 10 anni possano irripidirsi, cioè la differenza tra rendimenti a 10 anni e a 2 anni potrebbe aumentare, in modo tendenzialmente favorevole al mercato obbligazionario (il movimento che in termini anglosassoni si chiama *bull steepening*). Con l'inflazione in ridimensionamento, le banche centrali potrebbero avere spazio per una politica monetaria meno restrittiva, e ciò potrebbe contribuire a una discesa dei rendimenti della parte a breve termine delle curve dei rendimenti, portandoli più nettamente di quanto siano ora al di sotto di quelli relativi a scadenze più lunghe. Anche in questo caso, nel passato, un irripidimento delle curve guidato da una riduzione dei rendimenti a scadenza più breve è spesso stato favorevole alla performance dei mercati obbligazionari, sia in contemporanea, sia nell'anno successivo. Nel 2024 le obbligazioni hanno reagito meno intensamente che nella mediana delle osservazioni storiche all'aumento della pendenza della curva (con l'unica eccezione dell'indice delle obbligazioni societarie ad alto rendimento nell'area Euro).

Grafico 14: Performance governativi USA dopo un irripidimento della curva dei rendimenti USA come quello del 2024⁵



Grafico 15: Performance corporate IG US dopo un irripidimento della curva dei rendimenti USA come quello del 2024⁵

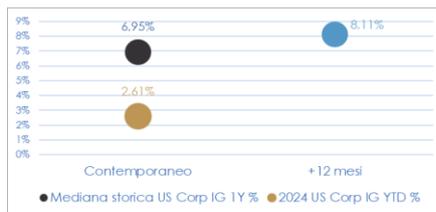


Grafico 16: Performance corporate HY US dopo un irripidimento della curva dei rendimenti USA come quello del 2024⁵

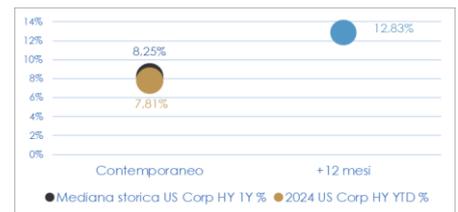


Grafico 17: Performance governativi Euro dopo un irripidimento della curva dei rendimenti Euro come quello del 2024⁶

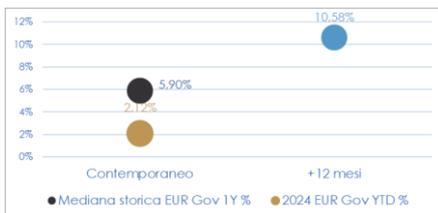


Grafico 18: Performance corporate IG Euro dopo un irripidimento della curva dei rendimenti Euro come quello del 2024⁶

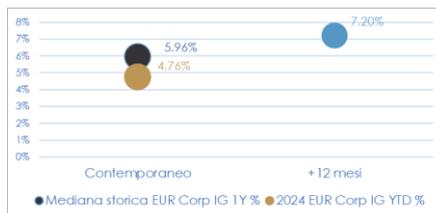
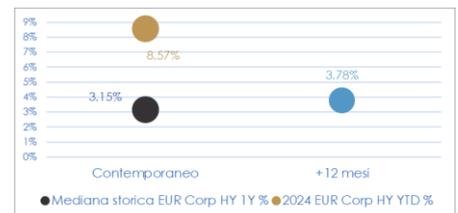


Grafico 19: Performance corporate HY Euro dopo un irripidimento della curva dei rendimenti Euro come quello del 2024⁶



Le conclusioni in officina 2025

Com'è sempre opportuno ricordare in questi casi, non vi è alcuna garanzia che anche le relazioni tra variabili più consolidate osservate nel passato debbano necessariamente ripetersi, in qualche misura, nel futuro. L'analisi compiuta in questo *T con Zero* vuole solo contribuire, con qualche elemento storicamente robusto, all'attività di formulazione delle aspettative in un contesto che rimane di grande incertezza, anche geopolitica.

Il risultato è che, nonostante sia lecito - e probabilmente razionale alla luce delle valutazioni e dell'andamento dei mercati finanziari e dell'incertezza generale del contesto - attendersi una volatilità notevole per i mercati il prossimo anno, che potrebbe estendersi anche al di là dei titoli di Stato, alle attività tradizionalmente considerate come più rischiose, lo scenario di riferimento potrebbe essere favorevole al mercato obbligazionario, soprattutto qualora i dati macroeconomici confermassero il ridimensionamento dell'inflazione verso i livelli-obiettivo delle principali banche centrali, consentendo a queste ultime di proseguire nella riduzione dei tassi di riferimento. È possibile che le performance positive possano essere di dimensione diversa, magari ridotta rispetto alle mediane storiche, dati i livelli dei rendimenti di partenza, che, pur essendo risaliti notevolmente negli ultimi due anni, in passato sono stati anche più alti.

In un quadro di questo tipo, eventuali fasi di nervosismo dei mercati, che per l'obbligazionario corrispondono a momenti di rialzo dei rendimenti, potrebbero essere interpretate come opportunità di accumulare posizioni, soprattutto se si fosse disposti a portarle a scadenza.

A cura di Luca Tobagi, CFA - Head of Investment Strategy

T con Zero

La seconda generazione

N. 31 – DICEMBRE 2024

Appendice

Performance "contemporanea", cioè nello stesso anno della discesa dei tassi di riferimento di politica monetaria, e nell'anno successivo, delle obbligazioni governative e societarie USA dopo una discesa di 100 punti base in un anno dei tassi di riferimento della politica monetaria della Federal Reserve.

Grafico A1: Performance governativi USA dopo discesa tassi Fed di 100 punti base in un anno

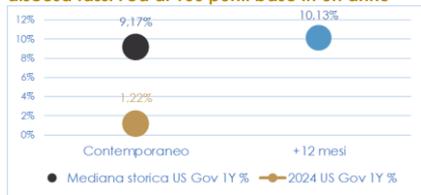
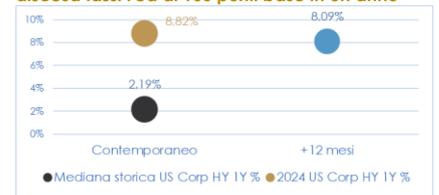


Grafico A2: Performance corporate IG US dopo discesa tassi Fed di 100 punti base in un anno



Grafico A3: Performance corporate HY US dopo discesa tassi Fed di 100 punti base in un anno



Performance "contemporanea" delle obbligazioni governative e societarie USA con una discesa dei tassi di riferimento di politica monetaria della Federal Reserve in linea con le aspettative di consenso nel mercato.

Grafico A4: Performance dei governativi USA con discesa tassi Fed in linea con le attese per il 2025

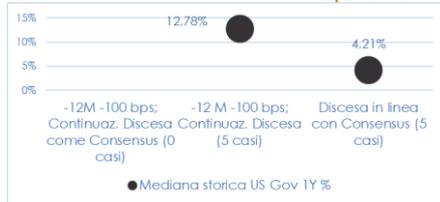
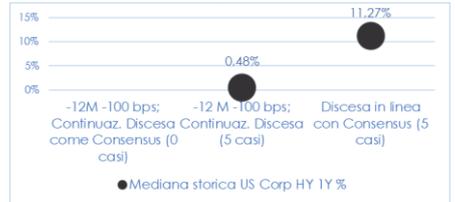


Grafico A5: Performance dei corporate IG USA con discesa tassi Fed in linea con le attese 2025



Grafico A6: Performance dei corporate HY USA con discesa tassi Fed in linea con le attese 2025



Performance "contemporanea", cioè nello stesso anno della discesa dei tassi di riferimento di politica monetaria, e nell'anno successivo, delle obbligazioni governative e societarie di area Euro dopo una discesa di 75-125 punti base in un anno dei tassi di riferimento della Banca Centrale Europea.

Grafico A7: Performance governativi Euro dopo discesa tassi BCE di 75-125 punti base in un anno



Grafico A8: Performance corporate IG Euro dopo discesa tassi Fed di 75-125 punti base in un anno



Grafico A9: Performance corporate HY Euro dopo discesa tassi Fed di 75-125 punti base in un anno



Performance "contemporanea" delle obbligazioni governative e societarie di area Euro con una discesa dei tassi di riferimento di politica monetaria della BCE in linea con le aspettative di consenso nel mercato.

Grafico A10: Performance dei governativi Euro con discesa tassi BCE in linea con le attese per il 2025

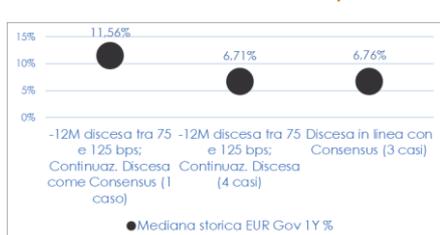


Grafico A11: Performance dei corporate IG Euro con discesa tassi BCE in linea con le attese 2025

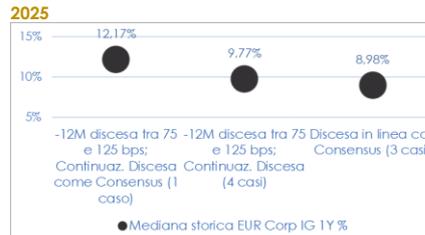


Grafico A12: Performance dei corporate HY Euro con discesa tassi BCE in linea con le attese 2025



T con Zero

La seconda generazione

N. 31 – DICEMBRE 2024

Note e riferimenti

1: T con Zero n. 7, dicembre 2022, I mercati finanziari e le coèfore.

2: T con Zero n. 20, gennaio 2024, I rendimenti governativi USA dopo movimenti bruschi.

3: Movimento del rendimento a scadenza governativo a 2 anni USA: -0.01% (+/- 1 punto base). Movimento del rendimento a scadenza governativo a 10 anni USA: +0.71% (+/- 1 punto base).

4: Movimento del rendimento a scadenza governativo a 2 anni Euro (Germania): -0.43% (+/- 1 punto base). Movimento del rendimento a scadenza governativo a 10 anni Euro (Germania): +0.33% (+/- 1 punto base).

5: La differenza tra rendimenti governativi a 10 anni e a 2 anni USA (la ripidità della curva) aumenta di 73 punti base nell'anno. I casi osservati sono in totale 66.

6: La differenza tra rendimenti governativi a 10 anni e a 2 anni Euro (la ripidità della curva) aumenta di 76 punti base nell'anno. I casi osservati sono in totale 34.

Nota bene: Tutti i dati e le variazioni relativi alle note 3, 4, 5 e 6 sono calcolati dal 31 dicembre 2023 al 19 dicembre 2024. L'orizzonte temporale di riferimento per le variazioni sono i 12 mesi precedenti.

Come sempre, ulteriori informazioni e i dati dettagliati delle analisi possono essere resi disponibili su richiesta.

Le elaborazioni di tutti i dati e dei grafici sono di Mediobanca Private Banking su dati di fonti ritenute attendibili (ad esempio Bloomberg, Preajin, World Bank, FAO, OCSE, Fondo Monetario Internazionale, banche centrali, governi o altre fonti analoghe). A seconda della disponibilità delle serie storiche, i dati utilizzati vanno dal dicembre 1927 al 19 dicembre 2024 incluso.

Nel caso dei dati sui private markets, il periodo di osservazione va dalla fine di dicembre 2000 alla fine di giugno 2024 e la frequenza è trimestrale.

Perchè T con Zero?

Il titolo di questa nota mensile, oltre a essere uno scherzoso riferimento al nome dell'autore, prende spunto da *Ti con zero*, un racconto e una raccolta di scritti di Italo Calvino. I racconti sono ambientati in un mondo che a volte può apparire poco reale, quasi fantascientifico, nel quale i personaggi cercano (e trovano) la soluzione ad uno specifico problema attraverso la semplificazione della complessità, il passaggio continuo dal concreto all'astratto, il ragionamento dal particolare al generale: in apparenza astratti, hanno in realtà un legame forte, immediato, con il vissuto e l'esperienza del singolo. In quest'ottica, con il nostro T con Zero vogliamo proporre analisi e approfondimenti su mercati, scenari e strategie che non si limitino solo ad un valore teorico o contingente, ma che possano offrire spunti di riflessione a più ampio spettro e durata più lunga utili e concreti nelle nostre scelte di investimento quotidiane. Nelle parole di Italo Calvino (*Ti con zero*, 1968) in cui le *t* rappresentano situazioni nel tempo: "Riassumendo: per fermarmi in *t* con zero devo stabilire una configurazione oggettiva di *t* con zero; per stabilire una configurazione oggettiva di *t* con zero devo spostarmi in *t* con 1; per spostarmi in *t* con 1 devo adottare una qualsiasi prospettiva soggettiva, quindi tanto vale che mi tenga la mia [...] per fermarmi nel tempo devo muovermi col tempo, per diventare oggettivo devo mantenermi soggettivo".

DISCLAIMER

Il documento è stato redatto a puro scopo informativo. Il documento non ha carattere di offerta, invito ad offrire, o di messaggio promozionale finalizzato all'acquisto, alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti/prodotti finanziari di qualsiasi genere. Inoltre, esso non è inteso a raccomandare o a proporre una strategia di investimento in merito a strumenti finanziari. In particolare, il presente Documento non costituisce in alcun modo una raccomandazione personalizzata; lo stesso è stato predisposto senza considerare gli obiettivi di investimento, la situazione finanziaria o le competenze di specifici investitori. Il presente Documento è proprietà di Mediobanca; esso non può essere riprodotto o pubblicato, nemmeno in una sua parte, senza la preventiva autorizzazione scritta della Banca. Le informazioni, opinioni, valutazioni e/o previsioni contenute nel presente Documento (le "Informazioni") si basano su fonti ritenute autorevoli ed attendibili; tuttavia, Mediobanca non assume alcuna responsabilità per eventuali errori od omissioni né potrà considerarsi responsabile per le eventuali perdite, danni o conseguenze di qualsivoglia natura (legali, finanziarie o fiscali) che dovessero derivare dal fatto che si sia fatto affidamento su tale Documento. Ciascun investitore dovrà pertanto assumere le proprie decisioni di investimento in modo autonomo, tenuto conto delle sue caratteristiche e dei suoi obiettivi di investimento, e a tale scopo non dovrà basarsi, prioritariamente o esclusivamente, sul presente Documento. I rendimenti passati, eventualmente rappresentati nel Documento, non sono indicativi né garantiscono gli stessi rendimenti per il futuro. Le Informazioni contenute nel presente Documento costituiscono valutazioni aggiornate alla data della sua produzione e potrebbero variare nel tempo, senza necessità di comunicazione da parte di Mediobanca.