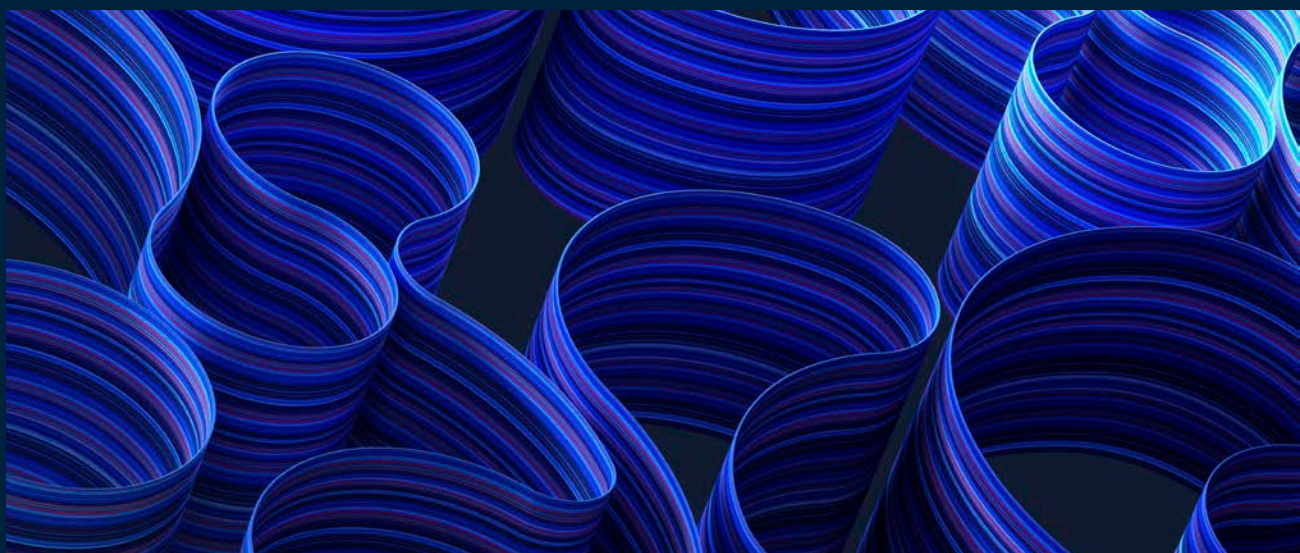


GUIDA AGLI INVESTIMENTI OBBLIGAZIONARI

Un asset di crescita core
per i portafogli.



Il valore degli investimenti può diminuire. Gli investitori potrebbero non recuperare l'importo investito. I redditi derivanti dall'investimento potrebbero variare e non sono garantiti.

Riservato ai clienti professionali.

Rendimenti assoluti più elevati e curve dei rendimenti più ripide fanno sì che il reddito fisso non sia più soltanto un asset difensivo. Con le strategie giuste, gli investimenti obbligazionari sono un potente motore di crescita, in grado di generare rendimenti di lungo periodo grazie all'effetto composto del reinvestimento dei proventi e ad un'allocazione strategica volta a individuare opportunità di alpha.

Punti chiave

- **Reddito fisso ridefinito:** tradizionalmente considerato un asset difensivo, il reddito fisso è sempre più ritenuto un asset strategico per la crescita grazie ai rendimenti più elevati e all'irripidimento della curva dei rendimenti.
- **Capitalizzazione dei proventi:** il reinvestimento dei proventi nel reddito fisso può generare rendimenti composti sul lungo periodo, comparabili a quelli azionari, con una volatilità contenuta e limitati ribassi.
- **Dinamiche di rendimento e duration:** a nostro avviso, occorre che gli investitori comprendano le diverse modalità con cui i gestori possono generare rendimenti con gli investimenti obbligazionari e come bilanciare la generazione di reddito con la sensibilità ai tassi di interesse.
- **Vantaggi della gestione attiva:** i mercati obbligazionari sono inefficienti, i dati Morningstar mostrano che persino il gestore mediano sovraperforma le strategie passive. I gestori esperti sono in grado di migliorare significativamente i rendimenti con la selezione degli emittenti, la gestione della duration e la rotazione settoriale, potendo così ottenere risultati superiori rispetto alle strategie passive nel tempo.
- **Diversificazione globale:** l'esposizione ai mercati globali e l'inclusione di asset come le obbligazioni ad alto rendimento, debito dei mercati emergenti, strumenti di secured financing e obbligazioni convertibili possono ampliare le opportunità per gli investitori riducendo, al contempo, il rischio di concentrazione.
- **Rendimenti potenziali assimilabili a quelli azionari:**
 - **Titoli ad alto rendimento:** offrono rendimenti interessanti con un rischio di default gestibile, specie nelle obbligazioni a breve scadenza.
 - **"Fallen Angels":** le obbligazioni declassate da investment grade a high yield possono offrire opportunità di valore grazie alle vendite forzate (sia da parte di investitori attivi che passivi) e alla possibilità di un successivo recupero.
 - **Strategie strategic bond:** strategie flessibili che consentono ai gestori di muoversi tra settori e aree geografiche, dando loro la libertà di cogliere rendimenti via via crescenti.

Ripensare il reddito fisso

Per molti investitori, il reddito fisso è stato a lungo visto come un'asset class conservativa, ideale per investitori decisamente avversi al rischio che mirano a rendimenti contenuti sul lungo periodo ma relativamente sicuri, spesso percepiti sotto forma di proventi.

In un contesto di rendimenti assoluti elevati, tuttavia, questa view tradizionale non considera che l'obbligazionario è un'asset altrettanto efficace per la crescita del capitale sul lungo periodo. In un'epoca di rischio di concentrazione in aumento sui mercati azionari e di crescente domanda di diversificazione, si assiste pertanto a una rivalutazione del reddito fisso come asset strategico per la crescita.

La forza della capitalizzazione

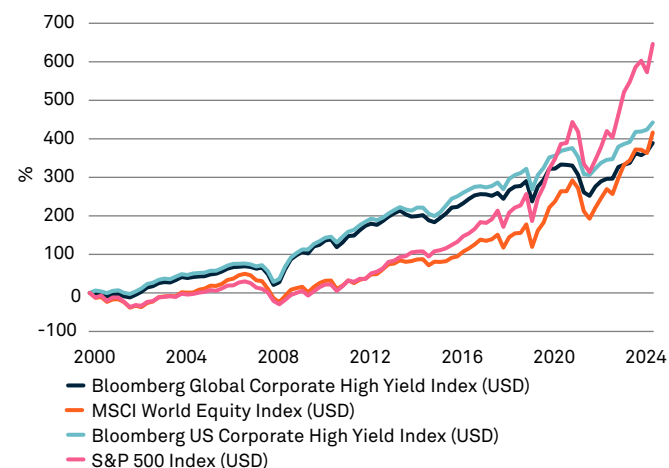
La capitalizzazione è il processo di reinvestimento dei proventi di un investimento per generare ulteriori rendimenti nel corso del tempo. Nell'azionario, questo avviene principalmente attraverso l'apprezzamento del capitale: l'aumento del valore dell'investimento fa crescere il capitale, che a sua volta incrementa i rendimenti futuri. Nell'obbligazionario, la capitalizzazione è principalmente guidata dal reinvestimento dei proventi, come cedole o interessi, permettendo agli investitori di ottenere rendimenti sia sul capitale iniziale sia sugli interessi accumulati.

Ad esempio, un'obbligazione che paga un rendimento annuo del 6% genera 600 dollari su un investimento di 10.000 dollari nel primo anno; se reinvestiti allo stesso tasso, il capitale sale a 10.600 dollari, producendo 636 dollari nel secondo anno, e così via. Nel tempo, questa crescita esponenziale può eguagliare o superare i rendimenti di asset più volatili, soprattutto quando i tassi di interesse rimangono elevati. Dopo anni di rendimenti storicamente bassi e frequente prelievo di proventi, il potere della capitalizzazione nel reddito fisso è spesso sottovalutato.

Il credito corporate high yield, come le azioni, è una asset class ciclica. Sul lungo periodo, high yield e azionario globale hanno fornito rendimenti sostanzialmente simili (cfr. Grafico 1). Le azioni statunitensi hanno sovraperformato l'high yield negli ultimi anni, ampiamente sostenute dall'eccezionale performance delle mega cap tecnologiche USA. Le valutazioni elevate sollevano, tuttavia, dubbi sulla sostenibilità di questa tendenza; ad esempio, Nvidia, uno dei principali motori del rialzo azionario statunitense, ha raggiunto a fine giugno 2025 una capitalizzazione di mercato di 4.300 miliardi di dollari, equivalente a circa il 4% del PIL globale.

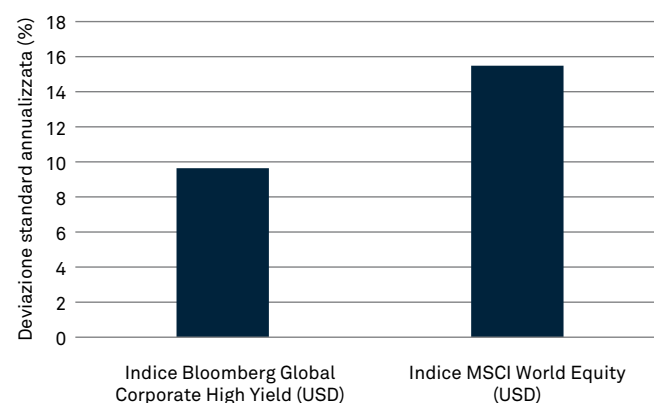
“Il potere della capitalizzazione nel reddito fisso è spesso sottovalutato”

GRAFICO 1: QUANDO LE CEDOLE VENGONO REINVESTITE, L'HIGH YIELD CORPORATE GLOBALE GENERA RENDIMENTI COMPOSTI SIMILI A QUELLI DELLE AZIONI GLOBALI²



A differenza delle azioni, i cui prezzi possono essere altamente volatili e che possono o meno distribuire dividendi, gli strumenti a reddito fisso offrono flussi di cassa prevedibili e programmati. In genere, le obbligazioni pagano cedole semestrali o annuali, offrendo frequenti opportunità di reinvestimento, particolarmente vantaggiose quando i tassi di interesse sono elevati. Questi flussi di cassa regolari e la natura contrattuale dei mercati del debito implicano che, anche per un'asset class come i titoli di credito high yield, la volatilità (o “deviazione standard”) dei rendimenti sia stata nettamente inferiore rispetto a quella delle azioni globali (cfr. Grafico 2), offrendo rendimenti corretti per il rischio superiori. Anche i ribassi sono stati tipicamente più moderati rispetto a quelli osservati nei mercati azionari, con riprese più rapide.

GRAFICO 2: L'HIGH YIELD CORPORATE GLOBALE È STATO SIGNIFICATIVAMENTE MENO VOLATILE DELLE AZIONI GLOBALI²



1 Fonte: Insight e Bloomberg. Indici total return. Dati tra il 31/12/2000 e il 31/07/2025.

2 Fonte: Insight e Bloomberg. Dati tra il 31/12/2000 e il 31/07/2025.

Duration e sensibilità ai tassi di interesse

Per un investitore obbligazionario, il rendimento dell'investimento è la fonte primaria di reddito, mentre la duration determina la sensibilità alle variazioni dei tassi di interesse: il prezzo delle obbligazioni con duration più lunga risulta infatti più sensibile ai cambiamenti delle aspettative sui tassi, con la possibilità di generare plusvalenze quando i tassi scendono o perdite quando questi salgono. Le strategie di reinvestimento accrescono i rendimenti grazie alla capitalizzazione dei proventi nel tempo, soprattutto in contesti di rendimenti elevati, ma la loro efficacia dipende dal timing e dalla forma della curva dei rendimenti. Per sfruttare il reddito fisso come asset di crescita, occorre che gli investitori comprendano l'interazione tra rendimento, duration e reinvestimento, nonché il potenziale di plusvalenze.

LE FONTI DI RENDIMENTO

Il rendimento di un'obbligazione è il ritorno che essa genera, espresso come percentuale del suo prezzo di mercato. I principali concetti da considerare in questo ambito includono:

- **Il tasso di cedola:** il pagamento annuale effettuato dall'obbligazione per ogni 100€ di valore nominale detenuto. Si tratta di un pagamento contrattuale fissato al momento dell'emissione del titolo.
- **Rendimento "corrente" o "da reddito":** il valore della cedola annuale sul prezzo di mercato corrente.
- **Rendimento alla scadenza:** rendimento percentuale annuo totale atteso su un'obbligazione se mantenuta fino alla scadenza, con tutti i pagamenti effettuati come previsto e reinvestiti.

Quando i rendimenti sono elevati in termini assoluti, ciò accelera la capitalizzazione, poiché viene reinvestita una somma maggiore ogni anno. Tuttavia, un rendimento elevato su una specifica obbligazione può derivare da un rischio di credito o di duration più alto, quindi gli investimenti non dovrebbero basarsi solo sul rendimento.

DURATION E SENSIBILITÀ AI TASSI DI INTERESSE

La duration misura la sensibilità di un'obbligazione alle variazioni dei tassi di interesse. Le obbligazioni con duration più lunga possono offrire rendimenti più elevati, ma comportano anche maggiore volatilità dei prezzi. La gestione della duration è fondamentale per bilanciare crescita e rischio.

STRATEGIE DI REINVESTIMENTO

- **Laddering (scala obbligazionaria):** investire in obbligazioni con scadenze differenti progressive, per garantire rendimenti regolari da reinvestire.
- **Strategia barbell (bilanciere):** combinare obbligazioni a breve e lungo termine per bilanciare rendimento ed esposizione ai tassi di interesse.
- **Portafogli rolling:** reinvestire continuamente le obbligazioni scadute in nuove emissioni per mantenere l'esposizione e capitalizzare i rendimenti.

IL POTENZIALE DI PLUSVALENZE

Sebbene il reddito rappresenti un driver importante dei rendimenti del reddito fisso, non è l'unico. Quando i rendimenti assoluti diminuiscono, sia a causa di cali nei rendimenti dei titoli di Stato sia per un restringimento degli spread sul credito, i prezzi delle obbligazioni tendono a salire.

Un gestore con la flessibilità di investire sull'intero spettro degli strumenti obbligazionari globali può attivamente individuare opportunità di valore, selezionando obbligazioni ritenute sottovalutate e catturando plusvalenze man mano che questi titoli ritornano al loro fair value. Se eseguito con successo, questo approccio può incrementare i rendimenti derivanti dal reddito e amplificare il potere della capitalizzazione.

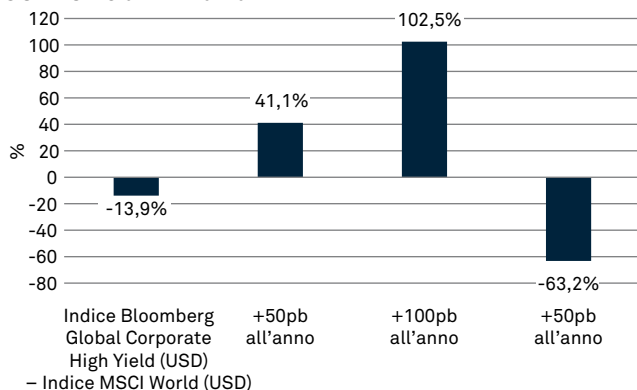
Sebbene la cedola sia un fattore importante nella generazione di rendimenti obbligazionari, non è l'unico.

Gestione attiva: Capitalizzare con determinazione

GESTIONE ATTIVA E GESTIONE PASSIVA A CONFRONTO

Le strategie obbligazionarie passive possono sembrare semplici e a basso costo, mirate a replicare indici obbligazionari al netto delle commissioni. Tuttavia, esse possono perdere opportunità di incremento dei rendimenti. Se un gestore attivo riesce a generare costantemente rendimenti superiori a un indice, la capitalizzazione di questi rendimenti più elevati diventa significativa nel tempo. Nel Grafico 3, illustriamo la performance cumulativa dell'indice Bloomberg Global Corporate High Yield rispetto all'indice MSCI World tra il 31 dicembre 2000 e il 31 dicembre 2024, considerando diversi scenari.

GRAFICO 3: LA GESTIONE ATTIVA PUÒ FARE UNA DIFFERENZA SIGNIFICATIVA SUI RENDIMENTI COMPOSTI SUL LUNGO PERIODO⁴



Il rischio, naturalmente, è che il gestore sottoperformi l'indice. I dati Morningstar⁵ mostrano che, su base ponderata per gli asset, i gestori di obbligazioni high yield hanno sovraperformato di 60 pb all'anno nel periodo di 15 anni fino a fine 2024. Oltre il 50% dei fondi ha superato con successo il proprio indice. Al contrario, i dati indicano che i fondi azionari globali large blend hanno sottoperformato dell'1,4% annuo, con solo il 10% dei fondi che ha registrato una sovraperformance.

Questo evidenzia l'importanza di guardare oltre i rendimenti a livello di indice quando si prendono decisioni di investimento, assicurandosi che le strategie siano realisticamente allineate agli obiettivi e supportate da un alto grado di fiducia nella loro realizzabilità.

UN APPROCCIO ATTIVO E FLESSIBILE MASSIMIZZA LE OPPORTUNITÀ DI CREARE VALORE

I gestori attivi possono cercare di sfruttare le inefficienze dei mercati, settori, titoli o premi di liquidità non valutati correttamente, per incrementare i rendimenti. In contesti volatili, la gestione attiva offre la flessibilità di rispondere ai cambiamenti macroeconomici e di aggiustare il posizionamento per cercare di proteggere dai rischi di ribasso. Consente, inoltre:

- **Selezione del credito/emittente:** individuare emittenti sottovalutati con solidi fondamentali o sfruttare il premio legato alle nuove emissioni nei mercati primari.
- **Gestione della duration:** regolare la sensibilità del portafoglio in base alle prospettive sui tassi di interesse.
- **Rotazione settoriale:** muoversi tra obbligazioni governative, corporate, municipali e dei mercati emergenti per cogliere opportunità di crescita.

DIVERSIFICAZIONE GLOBALE E OPPORTUNITÀ DI CREDITO

I mercati obbligazionari globali offrono un'ampia gamma di strumenti oltre ai mercati domestici dei titoli di Stato e corporate investment grade, aumentando le opportunità a disposizione di un gestore attivo per incrementare i rendimenti. Tra queste:

- **Obbligazioni ad alto rendimento (high yield):** emesse da società con rating creditizio più basso, ma che offrono generalmente rendimenti superiori rispetto alle obbligazioni investment grade.
- **Debito dei mercati emergenti:** spesso offre rendimenti e potenziale di crescita superiori rispetto al debito dei mercati sviluppati, seppur con maggior rischio. Questi strumenti sono spesso emessi in valute "forti", come dollaro statunitense o euro, consentendo ai gestori di investire senza assumere il rischio di cambio dei mercati emergenti, se lo desiderano.
- **Obbligazioni convertibili:** strumenti ibridi che combinano la protezione dai ribassi offerta da un'obbligazione con la possibilità di beneficiare di un rialzo azionario.

Diversificare tra geografie e livelli di merito creditizio consente agli investitori di sfruttare differenti cicli economici, regimi di tassi d'interesse ed esposizioni valutarie, aumentando così non solo il potenziale di rendimento, ma contribuendo anche a ridurre il rischio di concentrazione del portafoglio.

⁴ Fonte: Insight e Bloomberg. A scopo illustrativo.

⁵ Morningstar Active/Passive Barometer Report: Mid-year 2025. <https://www.morningstar.com/business/insights/research/active-passive-barometer>

Rendimenti obbligazionari simili a quelli azionari

A nostro avviso, esistono diverse strategie attualmente in grado di generare rendimenti corretti per il rischio superiori rispetto agli indici azionari più generali.

OBBLIGAZIONI AD ALTO RENDIAMENTO

Con titoli di credito high yield si intendono le obbligazioni emesse da società con rating creditizio più basso, tipicamente inferiore a BBB- secondo S&P o a Baa3 secondo Moody's. Queste obbligazioni offrono rendimenti più elevati per compensare gli investitori del maggior rischio di default rispetto alle obbligazioni investment grade. Tuttavia, come mostrato nel Grafico 4, i tassi di default sono diminuiti, probabilmente a seguito di un cambiamento strutturale nei mercati del reddito fisso, in cui emittenti più piccoli o in difficoltà si rivolgono ai mercati del debito privato, dove eventuali ristrutturazioni possono essere gestite in modo più accurato.

Esistono diversi modi per allineare meglio le strategie di investimento agli obiettivi specifici di un investitore. Nei mercati high yield, ad esempio, il rendimento aggiuntivo offerto dalle obbligazioni a scadenza più lunga è spesso marginale, nonostante la maggiore sensibilità alle variazioni dei tassi d'interesse, la minore trasparenza creditizia e l'incertezza più elevata. Concentrarsi su obbligazioni a breve scadenza può contribuire a rendimenti più stabili durante periodi di tassi in aumento, come illustrato nel Grafico 5. Qui, l'indice Bloomberg US 1-3 Year High Yield ha registrato un calo più moderato nel 2022, anno caratterizzato da un inasprimento aggressivo da parte della Federal Reserve. Il rischio di credito è inoltre più facilmente valutabile investendo su orizzonti temporali più brevi, poiché offre agli investitori maggiore trasparenza sui risultati aziendali e sulla capacità di rimborsare le obbligazioni. Un approccio attivo, che prevede contatti regolari con i team di management, può cercare di minimizzare il rischio di default, garantendo così che l'investitore possa beneficiare pienamente dei livelli elevati di rendimento.

GRAFICO 4: IL TASSO DI DEFAULT DELL'HIGH YIELD USA SU PERIODI MOBILI DI 12 MESI⁶

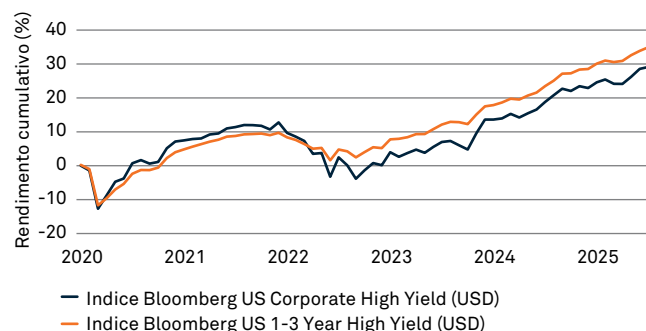


⁶ Fonte: BoA, dati al 31 luglio 2025.

⁷ Fonte: Insight e Bloomberg, dati al 31 luglio 2025.

^{8,9} Fonte: Bloomberg, Insight, dicembre 2024. Indici: Fallen Angel Bonds (Equal Weighted), Bloomberg Barclays US HY Corporate BB Index (Ottobre 2024 a Dicembre 2024).

GRAFICO 5: UN APPROCCIO A BREVE TERMINE PUÒ CONTRIBUIRE A RENDIMENTI PIÙ STABILI⁷



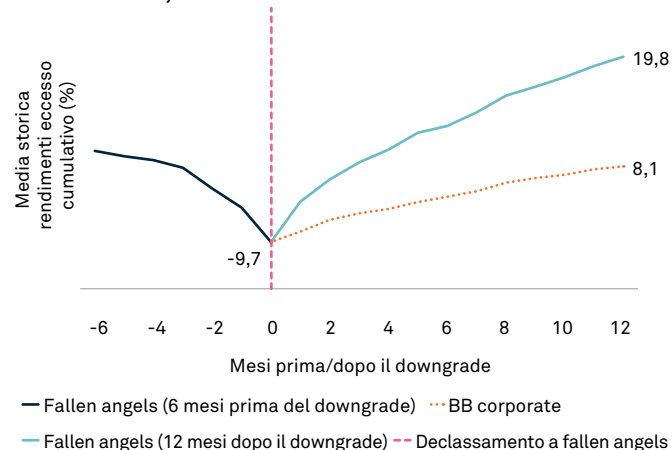
FALLEN ANGELS

Un fallen angel nei mercati del credito si riferisce a un'obbligazione con rating investment grade ma declassata ad high yield. Può sembrare controintuitivo, ma i declassamenti, in particolare i declassamenti allo status di "fallen angels", possono essere opportunità obbligazionarie particolarmente interessanti.

Questi downgrade possono determinare una volatilità prevedibile e potenzialmente sfruttabile. Quando un'obbligazione investment grade è declassata ad high yield, molti investitori, soprattutto investimenti a gestione passiva, sono costretti a venderli, indipendentemente dai fondamentali sottostanti. Questo in genere aggrava la sottoperformance dell'obbligazione, consentendo agli investitori con maggiore flessibilità di acquistare l'emissione a valutazioni potenzialmente interessanti.

Dal 2004, i fallen angel hanno sottoperformato di circa il 10% nei sei mesi precedenti un downgrade, ma poi hanno sovraperformato di circa il 20% nei 12 mesi successivi (cfr. Grafico 6).⁸

GRAFICO 6: FALLEN ANGELS IN GENERE HANNO PRESTAZIONI INFERIORI NEI MESI PRECEDENTI IL DOWNGRADE, SOVRAPERFORMA IN SEGUITO⁹



In breve

Il reddito fisso non è più solo un investimento difensivo. Con le strategie giuste, incentrate sul reinvestimento combinato, con una gestione attiva e una diversificazione globale, può fungere da potente motore di crescita. Gli investitori possono ottenere rendimenti simili a quelli azionari con una minore volatilità e rischio di drawdown, rendendo il reddito fisso una componente core delle strategie di investimento sul lungo periodo.

Il valore degli investimenti può diminuire. Gli investitori potrebbero non recuperare l'importo investito. I redditi derivanti dall'investimento potrebbero variare e non sono garantiti.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

Riservato ai clienti professionali. Promozione finanziaria. I giudizi e le opinioni espresse nel presente documento appartengono al gestore, salvo laddove diversamente specificato e non sono raccomandazione ad investire. Questa non è una ricerca di investimento o una raccomandazione di ricerca a fini regolamentari. BNY è il marchio aziendale di The Bank of New York Mellon Corporation e può essere utilizzato per fare riferimento alla società nel suo complesso e/o alle sue varie filiali in generale.

Documento emesso in Italia da BNY Mellon Fund Management (Luxembourg) S.A. (BNY MFML), una società per azioni (société anonyme) costituita e operante ai sensi del diritto del Lussemburgo con numero di registrazione B28166 e avente sede legale in 2-4 Rue Eugène Ruppert L-2453 Lussemburgo. BNY MFML è regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF). T13559 10/25