

Obbligazionario: cautela resta fondamentale in questa fase di incertezza

Cosa significa per il portafoglio?

James Bilson, Fixed Income Strategist

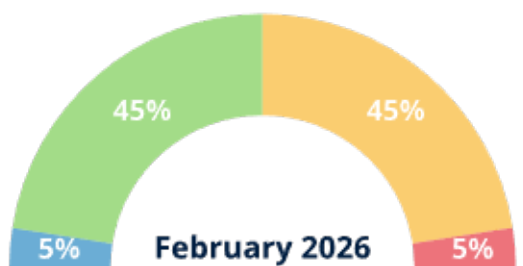


La guerra in Iran è entrata nella sua terza settimana e sono ancora possibili diversi esiti. Questo rende difficile avere chiarezza sulle prospettive economiche e dei mercati finanziari: l'economia globale apparirà molto diversa se il petrolio salirà al di sopra dei 120 dollari al barile rispetto a uno scenario sotto i 90 dollari.

In questo contesto, l'approccio migliore è riconoscere con umiltà ciò che non sappiamo (e non possiamo sapere) e concentrarci su aree geografiche e asset class su cui abbiamo maggiore convinzione.

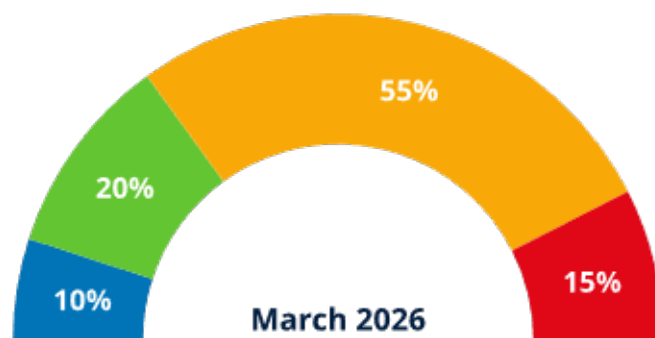
Lo shock sull'offerta di petrolio ci ha portato ad ampliare il peso dei rischi di coda nelle nostre probabilità, con entrambe le "ali" in aumento rispetto al mese scorso, a scapito dello scenario moderatamente accomodante "al punto giusto". Come prevedibile, dato l'impatto inflazionistico dello shock petrolifero, lo scenario "eccessivo surriscaldamento" è aumentato, ma rimane comunque inferiore rispetto alla probabilità implicita nei mercati.

Probabilità degli scenari: aumento dei rischi di coda



Too cold Just right Warming up Too hot

Source: Schroders, March 2026. 617130



Too cold Just right Warming up Too hot

Fonte: Schroders, marzo 2026. Lo scenario "troppo freddo" vedrebbe la Federal Reserve tagliare i tassi più di 4 volte nel 2026, mentre quello "al punto giusto" prevederebbe 2-3 tagli e quello "in surriscaldamento" solo un taglio o una pausa. Infine, in uno scenario "eccessivo surriscaldamento", la Fed tornerebbe ad aumentare i tassi nel 2026, poiché l'inflazione tornerebbe a essere problematica.

La duration conta

Che la duration (la sensibilità di un'obbligazione ai tassi d'interesse) sia cruciale è un luogo comune per gli investitori obbligazionari. Ma in questo caso non intendiamo solo la duration delle obbligazioni, ma anche la durata del conflitto attuale. Come detto, ci sono molte incognite su come si risolverà la situazione, ma osserviamo che **i mercati stanno attualmente prezzando questo evento come uno shock forte ma temporaneo, seguito da una normalizzazione**. Avvertiamo però che qualsiasi elemento che metta in discussione questa tesi potrebbe generare ulteriore volatilità nei mercati.

Quanto grande potrebbe essere lo shock?

Data l'elevata volatilità e incertezza, è impossibile stabilire con precisione l'impatto di questa crisi su crescita e inflazione. Molto dipenderà dal livello a cui si stabilizzerà il petrolio: 80, 100, 120 dollari al barile o anche di più.

Possiamo però stimare degli intervalli. Se il petrolio si stabilizzerà attorno agli 80 dollari al barile, ciò implicherà un aumento dello 0,5% dell'inflazione (indice dei prezzi al consumo), con un impatto negativo sulla crescita ma senza allarmi significativi. Se il petrolio si trovasse attorno ai 100 dollari al barile, la situazione sarebbe più complessa. L'impatto sull'inflazione (e sui redditi reali dei consumatori) potrebbe essere vicino all'1%, con una frenata più marcata della crescita. Un livello superiore ai 120 dollari implicherebbe un rischio di recessione sensibilmente più elevato, a causa dell'erosione del reddito reale dei consumatori.

Almeno il punto di partenza è migliore?

Le banche centrali monitoreranno attentamente i possibili effetti di secondo impatto, come l'aumento delle

aspettative di inflazione a medio termine, dei salari e le interruzioni nelle catene di approvvigionamento. **La buona notizia è che il punto di partenza è migliore rispetto allo shock energetico del 2022** dopo l'inizio del conflitto Russia-Ucraina, quando le catene di fornitura erano già fortemente compromesse, le aspettative di inflazione disancorate e la crescita salariale ben oltre i livelli compatibili con gli obiettivi. La guerra fu semplicemente la goccia che fece traboccare il vaso.

Oggi, in tutti questi ambiti, la situazione è più vicina all'equilibrio. Questo non significa essere compiacenti: si tratta comunque di uno shock rilevante che potrebbe facilmente sfuggire al controllo. Tuttavia, è preferibile affrontarlo partendo da una base solida piuttosto che fragile. Restiamo vigili sui segnali di effetti inflazionistici di secondo livello, ma il nostro scenario di base prevede che siano molto più contenuti rispetto al passato.

Dai tagli ai rialzi: i mercati hanno completamente cambiato rotta

I mercati obbligazionari hanno subito un significativo riprezzamento dall'inizio del conflitto iraniano. Questo è particolarmente evidente fuori dagli Stati Uniti e sulle scadenze più brevi, con molte banche centrali che ora scontano rialzi dei tassi nei prossimi dodici mesi, dopo aver precedentemente previsto tagli o una pausa.

Cosa significa per il portafoglio?

Data la volatilità e la forte sensibilità ai prezzi globali dell'energia, **manteniamo una posizione complessivamente neutrale sulla duration**, preferendo concentrarci su opportunità tra diversi mercati.

Il **Canada** è attualmente la nostra scelta principale in termini di duration, per l'esposizione ai tassi globali. Il contesto economico ? tra cui un mercato del lavoro in indebolimento e un rallentamento dell'inflazione core ? appare incoerente con i due rialzi dei tassi attualmente scontati dal mercato obbligazionario canadese per il 2026.

Vediamo opportunità anche nella **duration australiana**. Qui la situazione è diversa: l'economia è forte, ma il mercato sta prezzando un tasso ufficiale della Reserve Bank of Australia più elevato quest'anno rispetto al picco post-Covid, nonostante prospettive inflazionistiche oggi decisamente migliori.

Ci piace affiancare entrambi questi mercati ai Treasury statunitensi, dove sono ancora previsti tagli dei tassi.

Siamo più neutrali sul Regno Unito, dove il rapporto rischio/rendimento è meno favorevole rispetto ad altre aree come Australia e Canada.

In generale, restiamo pazienti nell'asset allocation. Le valutazioni nel credito corporate sono migliorate, ma restano nel complesso poco attraenti. Per questo abbiamo portato **sia l'investment grade sia l'high yield globali a una posizione neutrale** rispetto al precedente giudizio negativo.

Alla luce del recente ampliamento degli spread (sia in termini assoluti sia rispetto all'IG statunitense), abbiamo invece migliorato il giudizio sui mortgage-backed securities delle agenzie statunitensi, riportandolo a positivo: rappresentano ora una delle nostre principali preferenze di allocazione, insieme ai tassi locali dei mercati emergenti.