

Obbligazioni convertibili: il roadster finanziario per mercati dinamici

In sintesi

Nils Bradtke
Lead Investment Strategist
nils.bradtke@allianz.com

Alexander Hirt
Head of Credit and Equity
alexander.hirt@allianz.com

Ano Kuhanathan
Head of Corporate Research
ano.kuhanathan@allianz-trade.com

Lina Manthey
Senior Investment Strategist
lina.manthey@allianz.com

Marcel Schwartz
Investment Manager
marcel.schwartz@allianz.com

Le obbligazioni convertibili passano da nicchia a protagoniste. Le obbligazioni convertibili – cioè obbligazioni societarie con un'opzione call azionaria allegata – sono spesso trascurate nell'allocatione degli asset, ma la loro performance nel 2025 le ha messe sotto i riflettori. Negli ultimi 30 anni, le convertibili hanno fornito il 70% dei rendimenti azionari, ma con solo il 35% della volatilità (6,7% annuo). Il 2025 ha superato questa performance, con le convertibles che hanno superato sia le azioni che le obbligazioni (rapporto Sharpe 2,0 contro 1,0 e 0,1), aiutate dal calo dei tassi d'interesse, dall'ascesa della tecnologia, da tecnici equilibrate e dalla resilienza durante la volatilità. I rendimenti attraenti, i premi di conversione moderati e la sana nuova emissione hanno rafforzato la solidità tecnica del mercato. Le emissioni globali hanno raggiunto un picco quinquennale di circa 81 miliardi di USD, trainate da settori in crescita come tecnologia e biotecnologia, oltre che da aziende che cercano finanziamenti flessibili in un contesto di tassi elevati.

Le obbligazioni convertibili attraggono investitori e aziende. Gli investitori ricevono la protezione al ribasso di un'obbligazione ma beneficiano del potenziale di rialzo delle azioni quando la performance di mercato è forte (in media a partire dal >6% annuo di performance azionaria). Gli emittenti aziendali sono particolarmente attratti quando affrontano maggiori pressioni sui costi di finanziamento, poiché l'opzione azionaria riduce il carico. Questo è particolarmente utile per le aziende in crescita e durante le ristrutturazioni, entrambe altamente rappresentate negli Stati Uniti, che rappresentano il 75% dell'emissione e del volume in sospeso. Inoltre, le convertibili difficilmente sono un bene speculativo: la qualità del credito di questi investimenti è migliorata significativamente, con una combinazione di investment grade, high yield e non rated. Come ulteriore mitigante, è stato dimostrato che il rischio di breve durata (1,5 anni) è stato dimostrato.

Il prezzo delle convertibili tra volatilità, tassi e opzioni azionarie. Il valore delle convertibili è determinato dal valore e dalla valutazione delle opzioni su azioni, oltre al rendimento dell'obbligazione. Una maggiore volatilità tende ad aumentare i prezzi delle convertibili, mentre l'aumento dei tassi o l'allargamento degli spread tendono a ridurli. Definiamo il Yield to Worst (YTW) come indicatore chiave del rischio ribasso, con un YTW più basso che indica una fornitura minima di rendimento e una stabilità ridotta. Le convertibili dimostrano una forte performance durante periodi di crisi di mercato, grazie al loro ruolo nel fornire protezione tramite strumenti obbligazionari. Ma nei mercati rialzisti robusti questi strumenti tendono a limitare la sensibilità azionaria (Delta) sotto 1, con conseguente performance subottimali. Un'analisi fattoriale rivela un'esposizione notevole a imprese più piccole, meno mature e con una redditività inferiore. Questo spiega anche la sottoperformance osservata durante i periodi di cicli di restringimento e l'assenza di un consistente slancio da parte dei settori tecnologici delle grandi capitalizzazioni, specialmente tra il 2022 e il 2024. Nonostante occasionali intoppi, le cabriolet si sono dimostrate resistenti, offrendo maggiori vantaggi che negativi, rendendole un investimento meno ciclico e più stabile. Questa asimmetria di ritorno è particolarmente importante affinché il tema delle small-cap si manifesti, poiché la loro maggiore dispersione delle prestazioni può essere utilizzata in modo più efficiente,

partecipando così alle stelle emergenti e riducendo i ritardatari al valore del legame (selezione positiva). Guardando al futuro, i progetti di capitale e decarbonizzazione guidati dall'IA probabilmente saranno il punto di riferimento alla prossima ondata di convertibili, poiché le aziende utilizzano il debito legato all'azionario per finanziare grandi investimenti incerti senza sovraccaricare i bilanci.

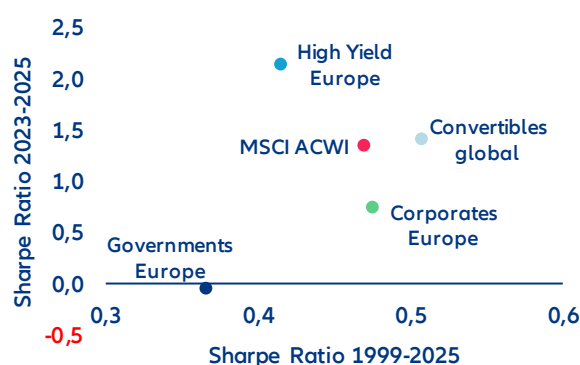
Mercato favorevole: convertibili puntano a +11,4% di rendimento. Questo è significativamente superiore rispetto alla storica divisione 70/30 tra azioni e obbligazioni del 9%, secondo la nostra previsione. Questo alto ottimismo si basa su un basso sentiment economico, incertezza economica (mentre il sentiment della bolla dell'IA si riverbera nei mercati) e valutazioni attraenti delle small cap, condizioni di mercato che storicamente hanno supportato una solida performance delle obbligazioni convertibili. Le aspettative razionali sugli utili delle aziende più piccole e l'elevata volatilità azionaria sono anch'essi fattori positivi, creando un ambiente favorevole per le cabriolet, più paragonabile al 2016 e al 2019, come identificato dal nostro algoritmo di cluster. Anche se la storia può ripetersi, riconosciamo le differenze fondamentali tra questo periodo e quelli precedenti, in particolare il rendimento storico dal basso al peggiore e l'assenza di correzioni del mercato azionario negli ultimi anni.

Le convertibili possono migliorare la diversificazione e migliorare i rendimenti corretti al rischio. Aggiungere convertibili a un portafoglio sposta la frontiera efficiente verso l'esterno, cioè offrendo rendimenti più elevati con una volatilità inferiore. Per raccogliere i benefici, gli investitori dovrebbero comprendere le sfumature. Innanzitutto, la scelta del benchmark è fondamentale perché gli indici convertibili variano ampiamente nella composizione: gli indici più ampi spesso superano quelli più ristretti ma possono includere legami meno liquidi. In secondo luogo, si raccomanda la gestione attiva per orientarsi nella natura ibrida del mercato: i gestori attivi possono adeguare la propria esposizione, sfruttare nuovi sconti di emissione e gestire le modalità call, mentre le strategie passive possono mancare di flessibilità e perdere opportunità.

Il meglio di entrambi i mondi?

Le convertibili offrono le caratteristiche del debito e del capitale proprio tramite un'opzione integrata. Come per le obbligazioni tradizionali, le convertibili pagano una coupon, ma il premio dell'opzione call incorporata concede agli investitori il diritto di convertire in un numero predeterminato di azioni dell'emittente – spesso il 30% sopra il prezzo attuale dell'azione. La loro durata più breve, le valutazioni variabili, pochi patti e concentrazioni settoriali aggiungono ulteriore distinzione. Se il titolo supera il prezzo di conversione, il valore della convertibile seguirà sempre più il capitale stesso. In caso di sottoperformance, il piano di rimborso del capitale a scadenza (supportato dal rimborso del capitale alla scadenza) fornisce un valore di backstop. Questa opzionalità significa che la valutazione dipende dalla volatilità azionaria, dai tassi di interesse e dal rischio di credito. Sono quindi necessari modelli di valutazione sofisticati. La pratica di mercato ha reso la tariffazione ragionevolmente efficiente – le nuove cabriolet di solito vengono fissate in modo efficiente. La maggior parte delle nuove emissioni è fissata con un leggero sconto rispetto al valore equo teorico, con l'obiettivo di attrarre investitori. Nel complesso, è l'equilibrio tra la protezione offerta dalla componente obbligazionaria e il potenziale del rialzo azionario che gli investitori apprezzano maggiormente. Ciò si riflette anche nel saldo rischio e rendimento delle convertibili, con un rapporto di Sharpe (rendimento eccesso su tassi di interesse privi di rischio diviso per la sua volatilità) che supera le classi di attività comparabili nei 25 anni lungo (asse x) e tre anni a breve termine (asse y), eccetto per la performance ad alto rendimento tra il 2023 e il 2025 (Figura 1).

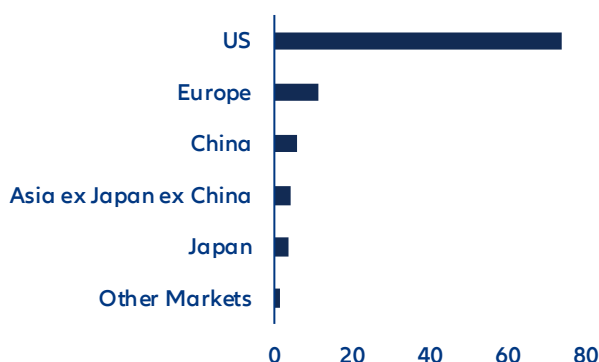
Figura 1: Rapporti di Sharpe delle principali classi di attività media a breve e lungo termine



Fonti: LSEG Datastream, AIM

Le convertibili non sono investimenti speculativi. La qualità del credito di questi investimenti ha visto un miglioramento significativo. Nel 2023, circa il 40% delle emissioni statunitensi proveniva da società investment grade, rispetto a circa il 6% nel 2021, e molte società ben affermate hanno sfruttato con successo il mercato per le esigenze di rifinanziamento. Con il 40% delle emissioni globali di grado investimento e un altro 35% di BB valutato, la maggior parte delle convertibili è posizionata nel settore dei crossover. In particolare, circa il 63% degli emittenti non possiede altri debiti oltre ai loro convertibili, riflettendo bilanci robusti e un approccio strategico all'uso dello strumento, a differenza dell'emissione guidata da difficoltà. Dopo una pausa nel 2022, l'emissione globale è rimbalzata significativamente. Nel 2023, i volumi di vendita sono aumentati del 100%, raggiungendo gli 80–90 miliardi di dollari. Questa cifra è aumentata ulteriormente l'anno successivo, raggiungendo circa 119 miliardi di USD nel 2024, l'anno più intenso dal 2007 (escludendo il periodo di intensità di attività seguito alla pandemia). Il mercato delle obbligazioni convertibili è entrato nel 2025 più grande, geograficamente più diversificato e di qualità creditizia superiore che mai.

Figura 2: Distribuzione della quota di mercato delle convertibili



Fonti: LSEG Datastream, AIM

Emissioni di convertibili di IA e green per carburante in futuro

Decapottabilità: bicicli, costi e convessità

L'emissione di cabriolet è una scommessa a leva su cicli azionari e volatilità, e il recente aumento dei costi di finanziamento ha spinto gli emittenti aziendali a esplorare opzioni alternative—con le aziende tecnologiche spesso in testa. Negli ultimi trent'anni, le emissioni sono aumentate ogni volta che i mercati azionari erano forti e il debito puro sembrava costoso, rendendo le convertibles un modo per pagare gli investitori con il potenziale di crescita piuttosto che con la coupon. Nel 2020, le aziende statunitensi hanno raccolto circa 64 miliardi di USD in convertibili entro metà anno, con un record di 20,7 miliardi di USD solo a maggio, poiché la volatilità della pandemia ha fatto salire gli spread di credito e ha reso l'emissione di azioni politicamente sgradibile per i consigli che non volevano segnalare un problema di difficoltà. Il modello si è ripetuto nell'attuale ciclo: alla fine del 2025, le aziende globali avevano venduto circa 81,2 miliardi di USD di convertibili, il livello più alto degli ultimi cinque anni, mentre cercavano di evitare costi di prestito ancora elevati emettendo debito ibrido con un'opzione di conversione invece di un coupon a due cifre. Per gli emittenti, lo strumento è una copertura macro: quando le valutazioni azionarie sono ricche e la volatilità alta, le convertibili permettono loro di monetizzare quella volatilità, bloccando coupon inferiori al mercato in cambio della vendita di un'opzione call a lungo termine sulle loro azioni. I risparmi sugli interessi offerti dalle obbligazioni convertibili sono attraenti per le imprese che cercano di rafforzare i bilanci senza diluire immediatamente il capitale azionario, così come per settori orientati alla crescita — dalla Silicon Valley alla Cina — assetati di capitale. Questi risparmi sono maggiori quando l'opzione call è più preziosa, cosa che avviene in periodi di maggiore incertezza del mercato. Al contrario, il premio di rischio delle aziende nei costi di finanziamento può essere più elevato. Nel 2024, Super Micro Computer ha emesso una convertibile con coupon dello 0%, illustrando come l'ottimismo degli investitori possa tradursi in capitale ultra-economico per gli emittenti. Fondamentalmente, il costo della diluizione del patrimonio netto viene posticipato a una data futura (se e quando avverrà la conversione), idealmente dopo che l'azienda è cresciuta. Per gli investitori, la stessa convessità offre una protezione simile a quella obbligazionaria se la crescita delude e la partecipazione azionaria se non lo è — una combinazione che ha aiutato le convertibles a superare gli indici azionari ampi nel 2025 nonostante i mercati turbolenti.

Chi è il problema—e perché

I settori in crescita dominano l'emissione di convertibili perché possono "pagare" con la volatilità invece che con i coupon. I nomi tecnologici, biotecnologici e internet per i consumatori rappresentano una quota molto più ampia dell'universo globale delle convertibili rispetto agli indici standard azionari o di credito, riflettendo l'emissione orientata verso settori dove il potenziale di rialzo è più facile da vendere rispetto alla solidità del bilancio. Le società più giovani, piccole e medie in questi settori spesso utilizzano convertibili come primo strumento di debito significativo, proprio perché mancano dei rating o del flusso di cassa libera per prendere in prestito a basso costo nel mercato delle obbligazioni pure. Dal punto di vista strutturale, questo significa anche che la classe di asset contiene una forte percentuale di carta non classificata—non perché la qualità del credito sia universalmente scarsa, ma perché molti emittenti provengono da una cultura di finanziamento azionario e vedono poco valore nel pagare un rating formale quando è l'opzione azionaria a vendere l'operazione. La composizione dei settori è sia ciclica che strutturale: nel 2020, alcuni dei settori più colpiti dalla pandemia — compagnie aeree, viaggi, tempo libero e petrolio — hanno sfruttato il mercato delle convertibili per raccogliere liquidità quando le linee bancarie e le obbligazioni non garantite erano troppo costose o semplicemente non disponibili, offrendo agli investitori un potenziale di ripresa in cambio di finanziamenti in stile bridge. Infatti, poiché le convertibili si trovano all'incrocio tra il fabbisogno di finanziamento e la storia azionaria: più la storia è convincente e più fragili sono i flussi di cassa a breve termine, più la struttura diventa attraente per entrambe le parti.

Figura 3: Suddivisione settoriale delle obbligazioni convertibili (2024)



Fonti: LSEG Refinitiv, Allianz Research

Mix regionale

Gli Stati Uniti e l'Asia abbracciano le cabriolet, mentre l'Europa continua a sottoutilizzarle. Gli Stati Uniti rimangono la regione dominante negli indici globali di convertibili e nell'emissione primaria, con aziende americane in crescita — specialmente nel settore tecnologico e delle comunicazioni — che rappresentano il nucleo del mercato con circa il 75% delle emissioni e del volume in eccesso. L'Asia è emersa come un solido secondo pilastro: emittenti della Grande Cina e di altri mercati asiatici hanno utilizzato convertibili denominati in USD per finanziare l'espansione nell'e-commerce, nei semiconduttori e nelle piattaforme internet, globalizzando di fatto quello che ancora oggi viene scambiato come un prodotto "in dollar". Gli emittenti della Cina continentale e di Hong Kong hanno raccolto oltre 10 miliardi di USD solo nella prima metà del 2025, rappresentando la maggior parte delle emissioni asiatiche di 13 miliardi di USD+ da inizio anno, in sintonia con la spinta della Cina verso la crescita tecnologica e la crescente diversificazione regionale. Al contrario, le convertibili denominate in euro sono state più episodiche. Le aziende europee si sono tradizionalmente concentrate su prestiti bancari e obbligazioni semplici, e la base di investitori locale per la carta azionaria è stata più ridotta, limitando l'emissione anche in settori — come il lusso, la tecnologia industriale o le rinnovabili — che sono candidati evidenti per il finanziamento convertibili. Questa sotto penetrazione sta iniziando a sembrare un'inefficienza: con i tassi dell'euro più alti rispetto agli anni 2010 e le banche centrali che si allentano solo con cautela, le convertibili offrono agli emittenti europei un modo per terminare i finanziamenti senza bloccare i coupon odierni per i prossimi sette anni.

Cosa spinge la prossima ondata

L'IA e la decarbonizzazione probabilmente saranno l'ancora della prossima ondata di offerta di convertibili.

L'attuale boom degli investimenti nell'IA è già visibile nei mercati primari: l'emissione globale nel 2025 include accordi di punta come la convertibile zero coupon di Alibaba da 3,2 miliardi di USD per finanziare l'espansione internazionale e cloud, e circa 3 miliardi di USD in finanziamenti per il player cloud di IA Nebius, che si basa in parte su strutture convertibili insieme a capitali strategici di Microsoft. Queste transazioni illustrano come i gruppi tecnologici possano utilizzare le convertibili per finanziare enormi capitali — in chip, data center e software — senza caricare immediatamente i bilanci con debiti ad alto rendimento costosi. Sul lato della decarbonizzazione, le aziende energetiche e infrastrutturali affrontano esigenze di investimento simili in anticipo, ma con flussi di cassa a lungo termine più incerti, rendendo il debito legato all'equity un modo attraente per condividere il rischio di progetto. Eni ha piazzato un convertibile di 1 miliardo di euro, tenuto a sette anni, con una coupon inferiore al 3%, il primo del suo genere nel settore petrolifero e del gas, collegando l'economia dell'obbligazione agli obiettivi di emissioni e transizione anche mentre raccoglie capitali flessibili. Per il capex sia legato all'IA che al clima — soprattutto da parte di emittenti con utili volatili ma storie credibili di transizione o crescita dell'IA — le convertibili offrono un compromesso finanziariamente accettabile: gli investitori hanno un'esposizione convessa a temi strutturali, la direzione mantiene la qualità del credito a breve termine e la diluizione effettiva viene rimandata a un futuro in cui il capitale raccolto oggi dovrebbe aver trasformato l'azienda. Se la storia è un indicatore, i settori che spenderanno di più in attività intangibili e capitale di transizione nel prossimo decennio saranno proprio quelli più inclini a pagare per il capitale non solo con gli interessi, ma con una fetta del loro futuro capitale.

Cosa determina le prestazioni?

Le convertibili hanno prezzi competitivi, offrendo un vantaggio equilibrato sia agli emittenti che agli investitori.

Questo ha garantito una performance solida, con rendimenti guidati dai fondamentali piuttosto che da prezzi elevati. In pratica, quando viene emessa una nuova convertibile, il premio di conversione e il coupon sono fissati in modo che il valore teorico dell'obbligazione sia uguale al prezzo di emissione. Nei recenti mercati primari robusti, le nuove convertibili sono state persino prezzate con un leggero sconto rispetto al loro valore equo teorico, il che significa che gli investitori possono acquistare con un certo vantaggio di nuova emissione. Al contrario, a differenza della natura altamente dinamica di alcuni mercati IPO azionari, le convertibili offrono un'opportunità di investimento più stabile. Sono ancorati ai loro componenti sottostanti, la volatilità implicita riflette la performance del titolo e lo spread creditizio riflette accuratamente la qualità creditizia dell'emittente. Se le convertibles sembrano essere valutate male rispetto ai loro asset di riferimento (ad esempio, volatilità implicita ben superiore

alla volatilità realizzata), è probabile che gli arbitrage delle convertibili e i fondi dedicati intervengano. Questa costante fluttuazione aiuta a stabilizzare la valutazione delle convertibili, evitando così la formazione di bolle o crolli attribuiti esclusivamente alla loro valutazione. In generale, i guadagni derivano da reali miglioramenti nei fondamentali sottostanti, come l'aumento delle azioni e il restringimento degli spread di credito, piuttosto che da una rivalutazione speculativa o da una multipla espansione della convertibile stessa.

Il premio di conversione e la convessità positiva offrono un buon rendimento e un buon potenziale di rialzo azionario dopo gli estremi passati tra il 2020 e il 2022. Un altro aspetto della valutazione è il premio di conversione, che è la differenza tra il prezzo di conversione e il prezzo attuale delle azioni. Tipicamente, le nuove cabriolet fissano un premio di conversione iniziale del 20–40%, garantendo che le azioni dell'azienda debbano aumentare significativamente prima che gli investitori considerino la conversione in capitale proprio. Se il titolo non raggiunge mai questo livello, gli investitori semplicemente mantengono l'obbligazione fino alla scadenza o alla richiamata, guadagnando interessi nel frattempo. È importante notare che il premio è valutato nel contesto: un premio più alto di solito comporta una cedola più alta, un'azione sottostante più volatile o una scadenza più lunga per compensare. Durante il periodo a basso tasso 2020–21, alcuni premi sono stati fissati a livelli molto elevati (in casi estremi, come si è visto con un'obbligazione convertibile Peloton che richiedeva un aumento del 60% del prezzo delle azioni). Ciò indica che le convertibili non sono immuni da frenesie nelle loro azioni sottostanti. Quando il mercato ha subito un calo nel 2022, molte di queste obbligazioni sono ricadute fino al pavimento obbligazionario. Attualmente, il saldo dei termini è tornato alla normalità, con premi medi che scendono a circa il 30% e coupon che superano lo zero. Ciò indica che vengono emesse nuove convertibili con valutazioni più equilibrate, preparando il terreno per un miglioramento delle prestazioni.

Le convertibili possono generare un alpha creditizio perché gli emittenti insolgono meno spesso rispetto ai pari ad alto rendimento con rischio simile, portando a opportunità di mercato. Anche gli spread di credito convertibili e il rischio di default hanno un ruolo nella valutazione. Le convertibili sono emesse da società che potrebbero non essere classificate o avere un rischio percepito più elevato, quindi gli investitori richiedono un adeguato spread di credito nel prezzo. Tuttavia, gli emittenti convertibili mostrano un tasso di default inferiore rispetto agli emittenti ad alto rendimento con valutazioni comparabili. Dal punto di vista della valutazione, gli investitori che detengono convertibili possono ricevere un risarcimento per il rischio di credito, poiché la probabilità di insolvenze è ridotta. Questo solleva una domanda interessante: le convertibili offrono alpha di credito "gratuito" a causa di un rischio percepito in modo errato? Nel corso di un periodo prolungato, le aziende che emettono convertibili registrano un tasso di default circa il 44% inferiore rispetto a quelle che emettono obbligazioni tradizionali junk bond. Anche durante gravi crisi e periodi di recessione (ad esempio il crollo dot.com del 2001, la crisi finanziaria del 2008 e lo shock pandemico del 2020), i default dei convertibili sono rimasti inferiori a quelli del mercato HY più ampio. Dati recenti confermano questa tendenza: nel 2024, il tasso di default del mercato statunitense delle obbligazioni convertibili è stato di circa l'1,1%, ben al di sotto del 3,1% osservato nel mercato complessivo degli high-yield. Questo è in linea con le medie a lungo termine (~1% per i convertiti contro ~3% per l'anno annuo) e evidenzia un persistente divario nei tassi di default a favore delle convertibili. Una ragione è che gli emittenti di convertibili spesso hanno una maggiore flessibilità finanziaria – molti hanno solo il convertibile come debito nel loro bilancio e possono raccogliere capitale azionario se necessario, il che li aiuta a evitare il default. Inoltre, le aziende che scelgono convertibili spesso hanno storie di crescita del patrimonio che alla fine migliorano il loro profilo creditizio, mentre gli emittenti tradizionali di HY possono essere più indebitati.

Rendimenti ibridi con volatilità più bassa

Le convertibili sono influenzate sia dalla dinamica azionaria che da quella a reddito fisso, con sensibilità catturate dai greci. La volatilità delle azioni e i fattori di credito ne modellano il valore e il profilo di rischio attraverso sensibilità simili a quelle delle opzioni. Uno dei fattori chiave è la volatilità implicita del titolo sottostante: una volatilità realizzata più elevata aumenta il valore teorico dell'opzione call incorporata e quindi alza il prezzo della convertibile, a parità di condizioni. Le convertibili hanno una correlazione positiva con la volatilità del titolo, beneficiando quando l'incertezza aumenta. Al contrario, gli strumenti a reddito fisso sono influenzati dai tassi di interesse prevalenti e dallo spread creditizio dell'emittente. L'aumento dei tassi di interesse o l'ampliamento degli

spread di credito influenzerà negativamente il valore della parte obbligazionaria, influenzando così il prezzo della convertibile. Per quantificare queste influenze miste, si utilizzano metriche di rischio delle opzioni – i greci – Ad esempio, il delta misura la sensibilità della cabriolet alle fluttuazioni del prezzo delle azioni. La gamma è una misura della velocità con cui il delta cambia man mano che il prezzo del titolo si muove, riflettendo la convessità o l'asimmetria della cabriolet. Vega cattura la sensibilità alle variazioni della volatilità del titolo. È generalmente accettato che un delta, gamma e vega più elevati siano associati a rendimenti più simili a quelli azionari, e di conseguenza a un rischio e una volatilità più elevati. Generalmente le cabriolet hanno un delta inferiore a uno (in media 0,45), ma col tempo questo offre comunque rendimenti superiori, catturando le stelle emergenti (con un delta vicino a 1) e riducendo i ritardatari al valore obbligazionario (delta che si avvicina a 0), mostrando di fatto una caratteristica di selezione positiva.

Yield to worst (YTW) aiuta gli investitori a valutare il rischio al ribasso di un'obbligazione convertibile, con un aumento YTW che indica maggiore stabilità e meno volatilità. YTW è una metrica preziosa e prospettica che rappresenta il rendimento annuo più basso possibile che un investitore potrebbe ottenere sull'obbligazione, assumendo che venga chiamata o riscattata nel momento più svantaggioso consentito dai suoi termini (senza default). Questa metrica fornisce una panoramica su come il mercato valuta l'equilibrio tra il livello di equilibrio delle obbligazioni e il valore delle opzioni azionarie. Un YTW più alto è associato a rendimenti più simili a quelli di obbligazioni e, di conseguenza, a un profilo di rischio e volatilità più basso. Con l'aumento dei mercati azionari, YTW scende man mano che il prezzo convertibile si allontana dal pavimento obbligazionario.

Le convertibili hanno prodotto rendimenti annui del 6,7% nei cicli, eguagliando costantemente il 70% dei rendimenti azionari negli ultimi trent'anni, pur condividendo una volatilità azionaria di soli il 35% (vedi Figura 4). Questo indica una sensibilità azionaria significativamente superiore rispetto al delta medio di circa il 45%. Ci sono diverse ragioni per questa discrepanza, e i vantaggi delle cabriolet sono già stati oggetto di discussione. Non ancora menzionato è il meccanismo integrato di presa di profitti, in cui i guadagni sulle obbligazioni vengono realizzati durante la breve scadenza di circa cinque anni e reinvestiti in un'altra obbligazione convertibile. Quando si considera un convertibile in forte aumento, che si negozia quasi come azioni e verrà convertito, venduto e reinvestito, il ricavato viene bloccato e nuovamente protetto dal piano obbligazionario che si negozia intorno alla pari. In caso di calo azionario, l'investitore beneficia del pagamento del coupon e di eventuali guadagni precedenti. Questa strategia genera tipicamente rendimenti totali superiori rispetto alle partecipazioni tradizionali del mercato azionario durante l'intero ciclo di investimento. Questa caratteristica rende l'investimento in obbligazioni convertibili meno soggetta a fluttuazioni di valore e più saldamente ancorata al fair value.

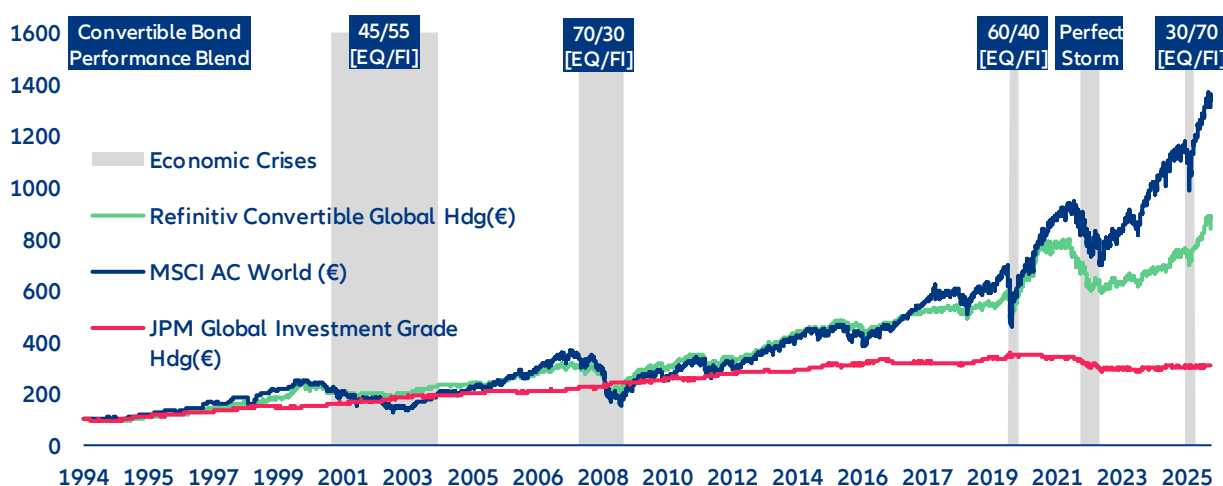
Figura 4: Profilo rischio-rendimento a lungo termine delle principali classi di attività

	Ritorno	Volatilità	Riduzione massima
Equity	8,1%	15,5%	-58,0%
Converts	6,7%	7,8%	-38,0%
Obbligazioni	3,6%	3,3%	-20,0%
Miscela azionario/obbligazionario come equivalente dei convertiti	70 / 30	35 / 65	50 / 50

Negli ultimi 30 anni, le cabrio hanno di mostrato costantemente sovraperformance rispetto alle azioni durante i periodi di ribasso del mercato. Ciò è dovuto alla protezione intrinseca del valore offerta dai loro floor obbligazionari, partecipando anche al potenziale recupero azionario. Un'analisi della performance del rendimento totale a lungo termine dal 1994 al 2025 rivela parallelismi e distinzioni notevoli tra convertibili e azioni. L'indice MSCI All Country World viene utilizzato per rappresentare le azioni, con tutti i valori presentati in euro. Le cabriolet tendono a mostrare prestazioni più forti durante i periodi di recessione del mercato. Abbiamo identificato cinque significative battute d'arresto economiche globali: la crisi dot.com, la crisi finanziaria globale

(GFC), lo shock Covid del 2020, l'inizio della guerra tra Russia e Ucraina e l'aumento dell'inflazione nel 2022, e il "Giorno della Liberazione" nell'aprile 2025. Come è evidente, fluttuazioni significative nei prezzi delle azioni hanno un effetto molto minore sulle prestazioni delle convertibili durante questi periodi. Protetti da un floor obbligazionario stabile (linea grigia, che rappresenta l'indice globale di obbligazioni di grado investimento JPM), le convertibili condividono solo una frazione dei cali azionari. Le conseguenze del "Giorno della Liberazione" illustrano meglio questo aspetto, con le azioni che hanno subito un calo del -12%, rispetto al solo -3% delle cabriolet. Questo rendimento equivale a una combinazione del 30% di rendimento azionario e del 70% di obbligazioni, invertendoci fatto la partecipazione media a lungo termine del rendimento azionario del 70%. Le crisi passate mostrano un modello simile, e solo la crisi finanziaria del 2008 ha mostrato un profilo di rendimento delle obbligazioni convertibili che si allinea con la media a lungo termine, catturando il 70% della diminuzione azionaria. Questo periodo è stato caratterizzato da una significativa fuga verso asset sicuri, con persino le convertibili che si sono scambiate al di sotto del loro fair value, uno scenario che non si è più osservato da allora. È evidente che si è verificato un cambiamento di sentimento dopo la GFC e prima della pandemia di Covid-19, quando le convertibili hanno registrato una sottoperformance relativa di 243 punti di vista rispetto alle azioni (Figura 5).

Figura 5: Rendimento totale: Convertibili vs Azioni vs Obbligazioni



Fonti: LSEG Refinitiv, Bloomberg, AIM

Le convertibili possono sottoperformare sia le azioni che le obbligazioni. Come mostrato nella Figura 6, le convertibili affrontano difficoltà quando l'avversione al rischio crolla ma anche i tassi d'interesse aumentano – la tempesta perfetta vissuta nel 2022 scatenata dall'invasione russa in Ucraina, insieme all'inflazione e agli aumenti dei tassi di politica monetaria. La correzione ha colpito il piano del legame, indebolendo significativamente la funzione di protezione. Questo è seguito a un aumento significativo delle convertibili nel 2020 e 2021, che hanno persino temporaneamente superato i rendimenti azionari (+72% contro 61%).

Figura 6: Performance storica delle principali classi di attività durante crisi ed espansione

Categoria	Periodo temporale	Evento/Etichetta	Performance		
			Convertibles	Equity	Bond
Crisi	2000–2003	Dot.com Crisis	-12%	-58%	24%
	2007–2009	GFC	-33%	-53%	12%
	2020	Covid	-20%	-33%	2%
	2022	Russia–Ukraine War	-19%	-15%	-10%
	2025	Liberation Day	-3%	-11%	0%
Espansioni	2004–2007	Goldilocks economy	60%	114%	13%
	2010–2020	Low-Rate Era	179%	422%	40%
	2021	Post-Pandemic Reflation	72%	61%	-1%

Fonti: LSEG Refinitiv, Bloomberg, AIM

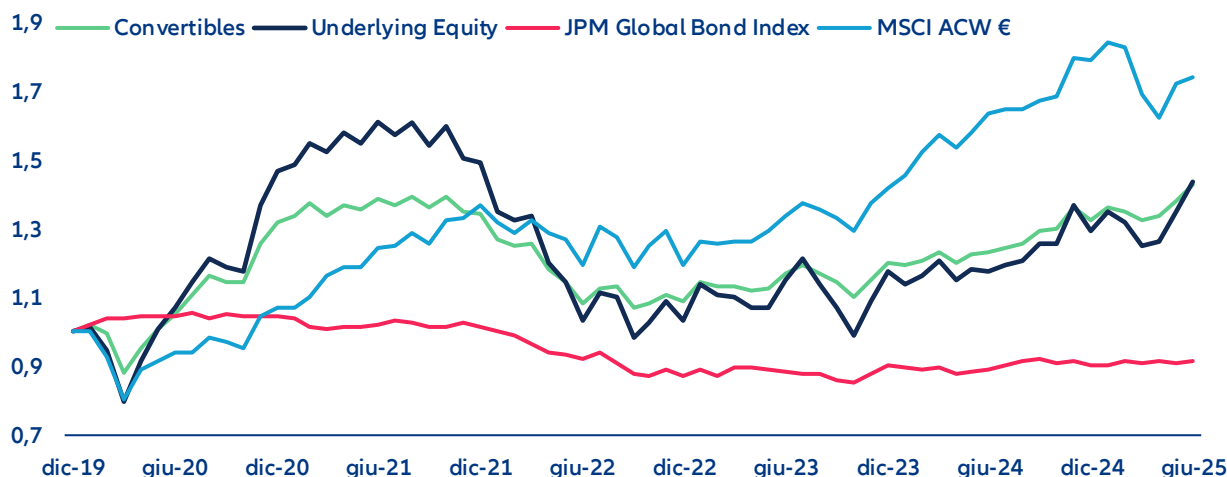
Un'analisi fattoriale indica che la quota azionaria delle convertibili è concentrata tra società più piccole e meno redditizie, che sono state messe alla prova da condizioni di inasprimento e hanno mancato di momentum tecnologico a grandi capitalizzazioni nel 2022 e 2023. Per comprendere la loro performance in questo periodo, dobbiamo indagare l'azione sottostante (Equity Parity Index per il Refinitiv Global Broad Convertible Index) e la sua esposizione ai fattori. Una semplice regressione a cinque fattori di Fama-French più momentum rivela diverse caratteristiche importanti. Il bucket azionario mostra un beta di mercato leggermente superiore a uno, indicando una maggiore sensibilità ai movimenti complessivi del mercato. C'è anche un'esposizione positiva al fattore small minus big (PMI), che mostra una tendenza verso le azioni a small cap. In particolare, l'analisi rileva un'esposizione negativa al fattore robusto meno debole (RMW). Questo carico negativo di RMW suggerisce che le azioni sottostanti siano principalmente società più piccole e meno mature, che tendono ad essere meno redditizie (per ora). Tali titoli tendono a registrare forti rialzi, specialmente durante periodi di condizioni finanziarie deboli, ma sono anche più vulnerabili a forti ribassamenti quando il sentiment del mercato cambia.

Figura 7: Analisi di Fama-French sull'esposizione ai fattori delle convertibili

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value
Intercept	-0,24	0,10	-2,44	1,51%
Premio di Rischio di Mercato	1,03	0,02	41,8	0,00%
Small minus Big (SMB)	0,16	0,04	4,42	0,00%
High minus Low (HML)	-0,06	0,04	-1,54	12,36%
Robust minus Weak (RMW)	-0,25	0,04	-5,65	0,00%
Conservatore meno Aggressivo (CMA)	-0,03	0,06	-0,54	59,17%
Momentum	-0,06	0,02	-2,82	0,51%

Fonti: Kenneth French Data Library, LSEG Refinitiv, AIM

Figura 8: Prestazioni delle principali classi di attività nella storia recente



Fonti: LSEG Refinitiv, Bloomberg, AIM

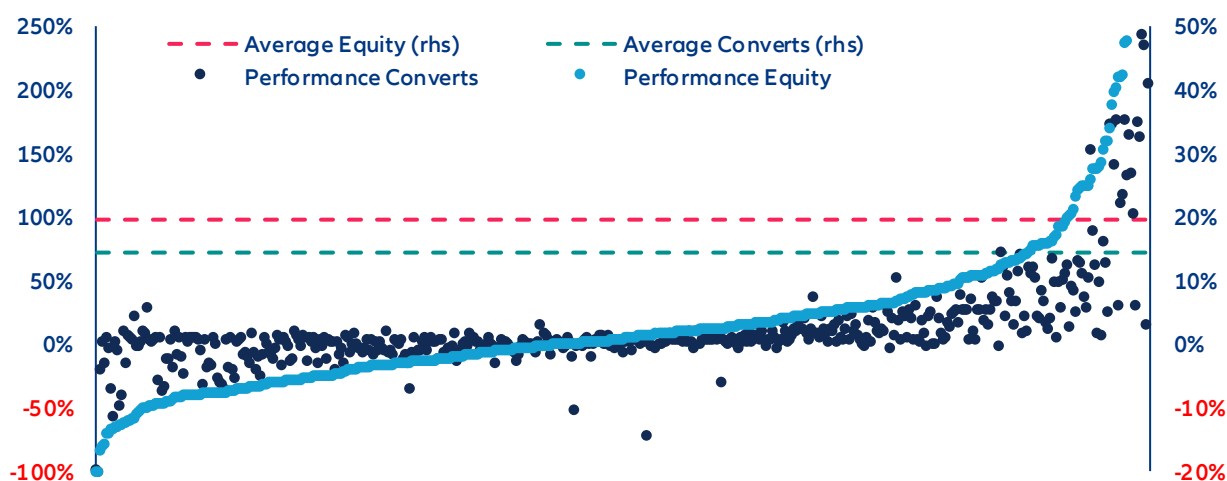
Le convertibili hanno sottoperformato le azioni globali (MSCI All Country World) nel 2022 perché il segmento azionario sottostante ha restituito i guadagni del 2020-2021 ed è stato ulteriormente influenzato dal crollo del piano obbligazionario. L'esposizione ai fattori spiega anche la deviazione dal mercato nel successivo mercato toro (mid 2023-2024). La scarsa performance del mercato può essere attribuita alla mancanza di esposizione al Magnificent 7. Tuttavia, il 2025 ha segnato un punto di svolta significativo, con le cabriolet che hanno superato il mercato large cap (vedi Figura 8).

Analisi di mercato 2025: Sovraperformance e sostenibilità

Nel 2025, le convertibili hanno dimostrato una notevole resilienza e hanno superato azioni e obbligazioni tradizionali. Ciò è stato dovuto a condizioni iniziali forti, tassi di interesse in calo e performance resilienti durante la volatilità del mercato. All'inizio del 2025, il mercato era in una posizione favorevole: i coupon erano alti, le valutazioni e le azioni sottostanti, in particolare le small/mid cap, erano pronte a un rimbalzo. Inoltre, fino alla fine di novembre, i tassi di interesse a breve termine sono diminuiti notevolmente (swap a 5 anni USA ~75 punti base), sostenendo così il floor obbligazionario. Il rendimento attuale è una metrica chiave da considerare. Questi rendimenti sono aumentati notevolmente negli ultimi anni, migliorando il rendimento di base per gli investitori. All'inizio del 2025, il rendimento attuale delle cabriolet era di circa il 2,1%. Sebbene questi dati siano bassi rispetto agli standard delle obbligazioni ad alto rendimento, risultano interessanti se confrontati con i rendimenti da dividendo (per contesto, il rendimento da dividendo dell'S&P 500 è ~1,5%). Di conseguenza, gli investitori nelle convertibili sono strategicamente posizionati per beneficiare sia del potenziale di rialzo azionario sia dei coupon "pay to wait" a tassi competitivi rispetto ad alcune obbligazioni societarie. Il mercato è attualmente "bilanciato", con una differenza media dell'indice globale delle convertibili di circa il 50%. Ciò indica una sensibilità equilibrata sia verso azioni che obbligazioni. Inoltre, i premi di conversione medi sul mercato sono moderati e non eccessivamente alti come nel 2021. Questa posizione bilanciata è favorevole perché permette alle convertibili di beneficiare della loro convessità sottostante. Anche i dati tecnici di mercato sono favorevoli: il 2025 ha visto nuove emissioni in buona salute, guidate da aziende di alta qualità che cercano di ottimizzare la gestione della liquidità e ridurre i pagamenti degli interessi, portando nuove opportunità di investimento e impedendo al mercato di surriscaldarsi con l'offerta limitata. Un muro di maturità storica è iniziato nel 2025, portando a emissioni elevate e opportunità di "rollover".

La loro allocazione strategica a titoli small-cap e tecnologici, unita a un approccio equilibrato alla sensibilità azionaria, li ha distinti come una classe di asset di rilievo. La sovraperformance delle convertibili rispetto alle grandi capitalizzazioni è guidata dal paniere azionario sottostante, che riflette la composizione unica di settore e stile degli emittenti di obbligazioni convertibili. Le azioni small-cap in particolare hanno dimostrato una notevole forza, ripresosi da un periodo di sottoperformance tra il 2022 e il 2024. Al contrario, le obbligazioni societarie ad alto rendimento hanno registrato un significativo allargamento dei loro spread durante il periodo di turbolenza del mercato attorno al "Giorno della Liberazione". Inoltre, le obbligazioni a lunga durata sono diminuite a causa dell'aumento dei rendimenti, indicando che né gli strumenti a reddito fisso tradizionali né le azioni offrivano lo stesso livello di protezione delle convertibili. Come illustrato dalla Figura 9, vi è una significativa dispersione nella performance di azioni e convertibili da inizio anno tra circa 500 emittenti, con una netta tendenza verso certe tendenze di mercato. Le convertibili (punti blu scuro) condividono i rendimenti azionari fino a un limite specifico (punti azzurri chiari/rendimenti azionari) sia nella fascia inferiore che nella fascia superiore. Circa 200 emittenti stanno registrando una performance negativa in capitale proprio, mentre il rendimento dei titoli convertibili è rimasto relativamente stabile. In particolare, 300 emittenti hanno registrato un sostanziale aumento positivo del rendimento fino al 220%. Le convertibili condividono solo una parte di questo potenziale, ma presentano anche una volatilità al ribasso significativamente inferiore, come dimostrato dai punti concentrati intorno allo 0% di rendimento (nonostante perdite azionarie superiori al 50%). In media, la performance azionaria è del 20% migliore rispetto alle conversioni con il 14% e anche migliore della performance delle grandi capitalizzazioni del 13%.

Figura 9: Distribuzioni di rendimento da inizio anno delle convertibili e del paniere azionario sottostante



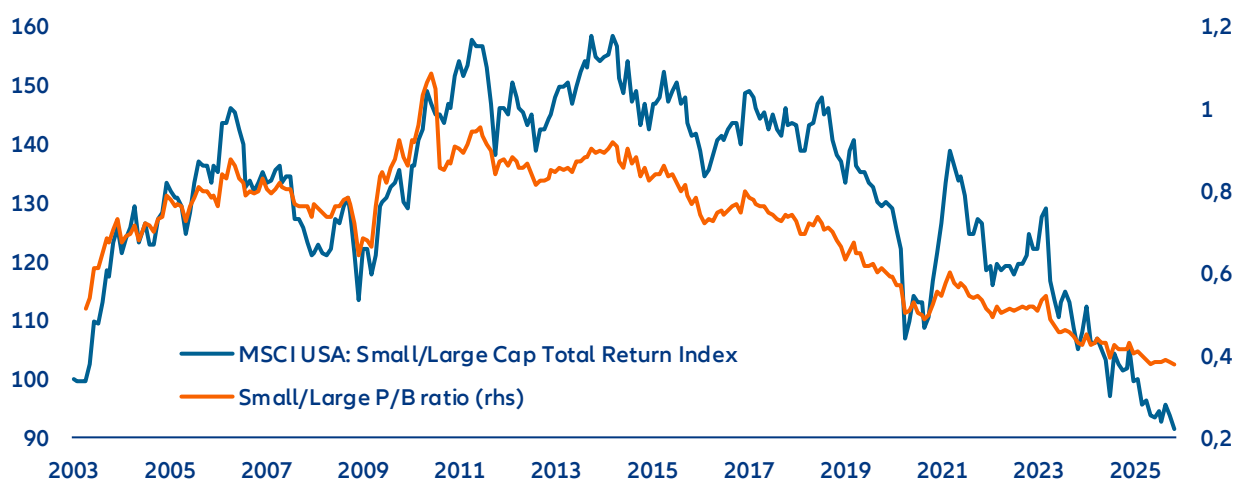
Fonti: LSEG Refinitiv, AIM

Nel 2025, i rendimenti delle convertibili sono stati sostanzialmente superiori alla media per il terzo anno consecutivo (10,9% nel 2023 e 9,1% nel 2024 contro il 6,7% in media), segnando un significativo ribaltamento rispetto al 2022. La domanda è per quanto tempo le cabriolet potranno continuare a superare le prestazioni. Storicamente, le convertibili hanno superato le azioni dirette in mercati a intervallo o volatili, ma non in mercati rialzisti a sfreno. Al contrario, in caso di una forte recessione, le convertibili potrebbero scendere più delle obbligazioni ad alta qualità. L'attuale contesto – crescita moderata, picchi periodici di volatilità e tassi elevati – è quasi ideale per le convertibili, come si riflette nei loro rendimenti eccezionali. Avvicinandoci alla fine del 2025, con le convertibili che hanno probabilmente il meglio di entrambi i mondi (rally azionario + calo dei tassi che favoriscono i pavimenti obbligazionari), gli investitori hanno ragione a godere dei guadagni e allo stesso tempo monitorare attentamente gli sviluppi fondamentali della classe di asset.

Cosa sta succedendo e perché?

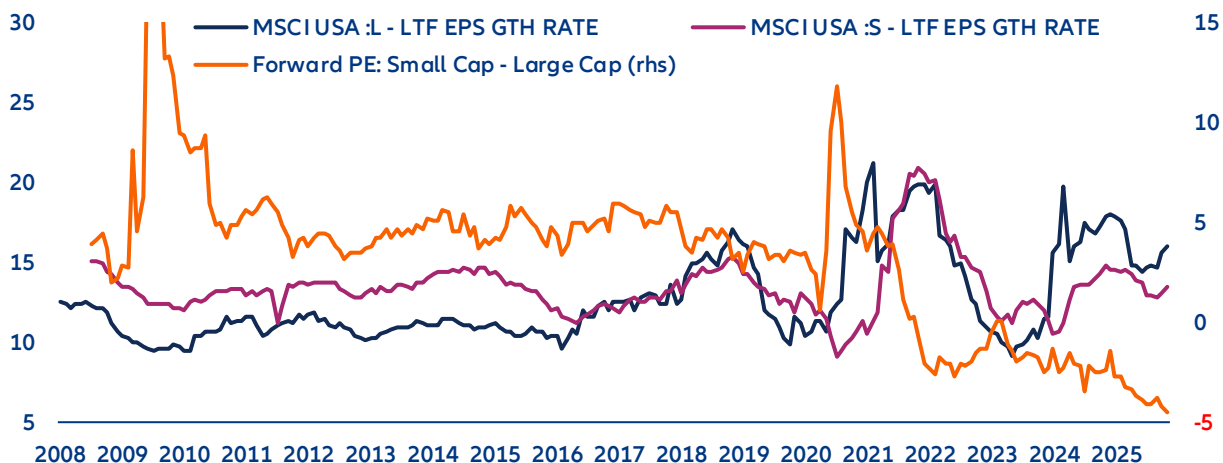
Le convertibili potrebbero beneficiare di un'esposizione sottovalutata a small cap, che potrebbe superare se il dominio delle megacap guidate dall'IA dovesse diminuire e le condizioni macro si stabilizzassero. Le prospettive per le convertibili sono strettamente legate a quelle dei mercati azionari e del credito. Se le azioni mega-cap guidano un rally, le convertibili potrebbero rimanere in ritardo a causa della minore sensibilità azionaria. Al contrario, l'esposizione sottostante delle convertibili alle small cap ha il potenziale di superare le grandi capitalizzazioni in futuro. Attualmente queste azioni sono scambiate con uno sconto significativo rispetto alle grandi capitalizzazioni, soprattutto in termini di rapporto prezzo/libro (P/B). Il rapporto P/B per le small cap statunitensi è a un valore di sconto inferiore a 0,4, il che significa che costano il 60% di meno rispetto alle small cap statunitensi (vedi Figura 10). Anche se questo potrebbe non garantire una performance superiore alle small cap nel prossimo futuro, il nostro modello di IA (presentato nel prossimo capitolo) coglie anche questa relativa bassità economica per supportare un forte rendimento forward a 12 mesi. Dal 2024, le azioni tecnologiche delle megacap sono state responsabili della maggior parte della crescita dell'utile per azione (EPS) a lungo termine delle grandi capitalizzazioni, mentre le small cap hanno adottato un approccio più cauto. Gli EPS a lungo termine sono più moderati e sotto le grandi capitalizzazioni, soprattutto rispetto al periodo post-Covid (2021-2023). Questi livelli possono essere considerati più realistici e prudenti, soprattutto considerando le aspettative di crescita significativamente elevate delle grandi capitalizzazioni dovute all'IA. Il modello di IA adotta questa logica, con i rendimenti a termini che mostrano una correlazione negativa con tassi di crescita degli EPS a lungo termine eccessivi. Anche il rapporto prezzo/utigli (PE) a futuro diventa negativo, peggiorando nel 2025 a causa delle performance delle megacap (vedi Figura 11). Nel complesso, se le azioni delle grandi capitalizzazioni dovessero perdere il loro dominio, le small cap potrebbero recuperare il premio di crescita, portando a rendimenti più forti. Storicamente, le piccole capitalizzazioni hanno superato quelle grandi durante i periodi di stabilizzazione economica, come dimostrano la crisi post-dot.com (2004-2006) e la GFC (2009-2011). Se l'attuale ambiente macro incerto si normalizza, le small cap potrebbero alla fine beneficiarne e potenzialmente superare nuovamente.

Figura 10: Rendimento totale e rapporti P/B tra grandi e piccole capitalizzazioni



Fonti: LSEG Refinitiv, AIM

Figura 11: tasso di crescita dell'EPS e P/E forward tra grandi e small-cap



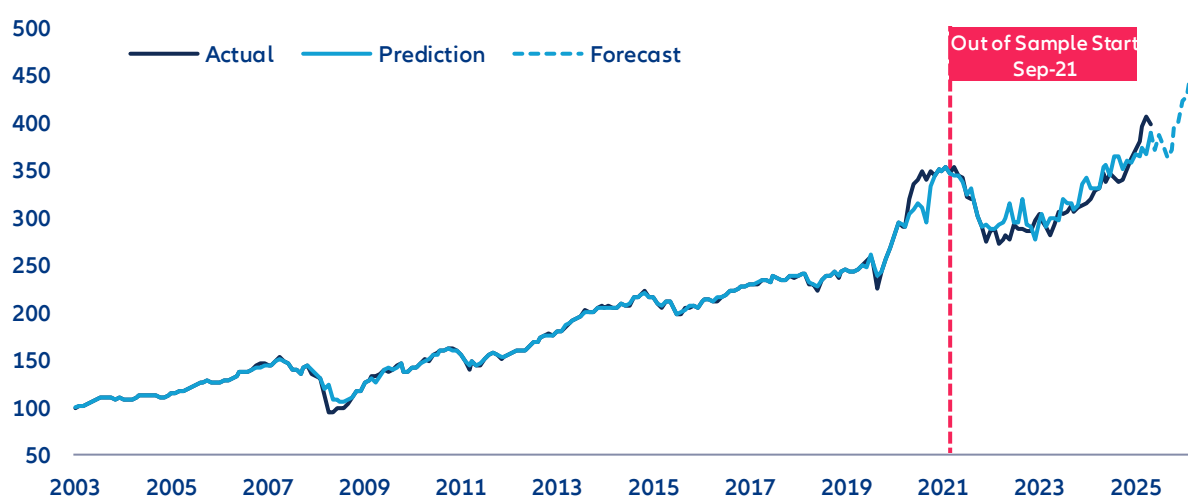
Fonti: LSEG Refinitiv, AIM

Attualmente, l'ambiente creditizio rimane favorevole, con spread ristretti e aziende che preferiscono le convertibili per evitare alti costi di coupon sul debito puro. Un calo potrebbe portare a spread più ampi e a una maggiore pressione sugli emittenti con rating più basso. Tuttavia, l'alta qualità media del credito del mercato delle convertibili, i bassi tassi di insolvenza e le scadenze brevi dovrebbero offrire una certa resilienza. L'emissione forte è prevista per continuare fino al 2025, introducendo nomi di alta qualità e offrendo agli investitori nuove opportunità. Tuttavia, il rendimento peggiore (YTW) del mercato delle convertibili è attualmente al livello più basso degli ultimi due decenni, evidenziando l'ambiente di reddito difficile che gli investitori affrontano quando cercano rendimento in questa classe di attività. Un fattore chiave è la forte performance azionaria sottostante, che spinge il prezzo delle convertibili ben oltre il minimo obbligazionario. Questo livello di rendimento storicamente basso è indicativo sia delle più ampie condizioni del mercato a reddito fisso sia delle caratteristiche uniche dei titoli convertibili, che tipicamente offrono rendimenti correnti inferiori in cambio della partecipazione azionaria. In questo contesto compresso dai rendimenti, gli investitori potrebbero dover modificare le proprie aspettative riguardo ai rendimenti derivanti dalla componente di reddito delle convertibili, concentrandosi maggiormente sul potenziale di rialzo azionario per generare rendimenti totali. L'YTW è evidente anche nel modello AI e contrae il rendimento a termine, come previsto.

Il modello AI prevede un periodo volatile fino all'inizio del 2026, seguito da una forte ripresa, con rendimenti attesi che raggiungeranno l'11,4% entro ottobre 2026 – uno scenario simile sarebbe coerente anche con la volatilità che ci aspettiamo riguardo al sentimento generale della bolla dell'IA che si riverbera nei mercati. Sebbene le metriche tradizionali restino essenziali, il nostro **modello di foresta casuale** aggiunge **potere predittivo** analizzando **oltre 50 variabili** e identificando esplicitamente i **regimi di mercato** in relazione agli indicatori tradizionali e macro per **prevedere il rendimento futuro delle convertibili**. Questo **approccio ibrido** cattura le **interdipendenze** tra le gambe azionaria e obbligazionaria dello strumento, incorporando due aspetti chiave dell'analisi tradizionale—l'**attrattiva della componente azionaria (valutazioni smallcap)** e della **componente obbligazionaria (fornitura di rendimenti)**—e la sua **calibrazione fornisce coerenza e fiducia** nell'output AI dopo aver isolato i tradizionali driver di prestazioni. Poiché l'indice che analizziamo è un indice convertibile globale coperto dagli euro, la copertura valutaria è stata ed è un fattore principale del rendimento, ma ciò è implicitamente catturato dalla vasta gamma di variabili macro incluse. Il modello prevede un **periodo volatile fino all'inizio del 2026**, seguito da una **forte ripresa**, con un atteso **rendimento forward a 12 mesi dell'11,4% (fino a ottobre 2026)**, trainato dall'attuale incertezza economica (aumento dell'opzionalità azionaria), dal basso sentiment aziendale (che ancorano le aspettative al di fuori dell'IA) e da valutazioni smallcap attraenti che storicamente si collegano a

una forte performance dei convertibili. Tecnicamente, la foresta random utilizza oltre **50 indicatori (2003–2025)** su dati macroeconomici e finanziari leader, costruisce più alberi decisionali su sottoinsiemi casuali per ridurre il sovraadattamento e assegna **importanza alle caratteristiche** in base alla frequenza di selezione—ottenendo **una solida accuratezza direzionale** nonostante gli outlier e **una minore prevedibilità della resa durante shock** esogeni (ad esempio, conflitti geopolitici). Il dataset è stato suddiviso in **set di addestramento** e **set di test** (test: **giugno 2021–luglio 2025**); il modello mostra deviazioni molto basse nell'addestramento con notevoli mancanze nei mesi estremi (ad esempio, novembre 2008, marzo 2020, aprile 2021), mentre il set di test mostra più eccezioni e una sovrastima intorno all'inizio della guerra Russia-Ucraina nel 2022 (vedi Figura 12)—problemi che **si sono normalizzati nel primo semestre 2023** con il miglioramento delle condizioni, con **previsioni successive che si allineano più strettamente** alla performance reale. Nel complesso, sebbene il **set di test funzioni meno bene rispetto all'addestramento**, il **modello completamente integrato e olistico** è efficace nel **catturare il sentimento e la direzione del mercato**, migliorando la comprensione di questa **intricata classe di asset non lineari con opzioni call incorporate** e fornendo un **segnale forward coerente a 12 mesi** coerente con la proiezione dell'11,4%. Una possibile disconnessione tra il sentimento aziendale e quello degli investitori sembra essere il rischio più grande per la nostra previsione, come spieghiamo di seguito.

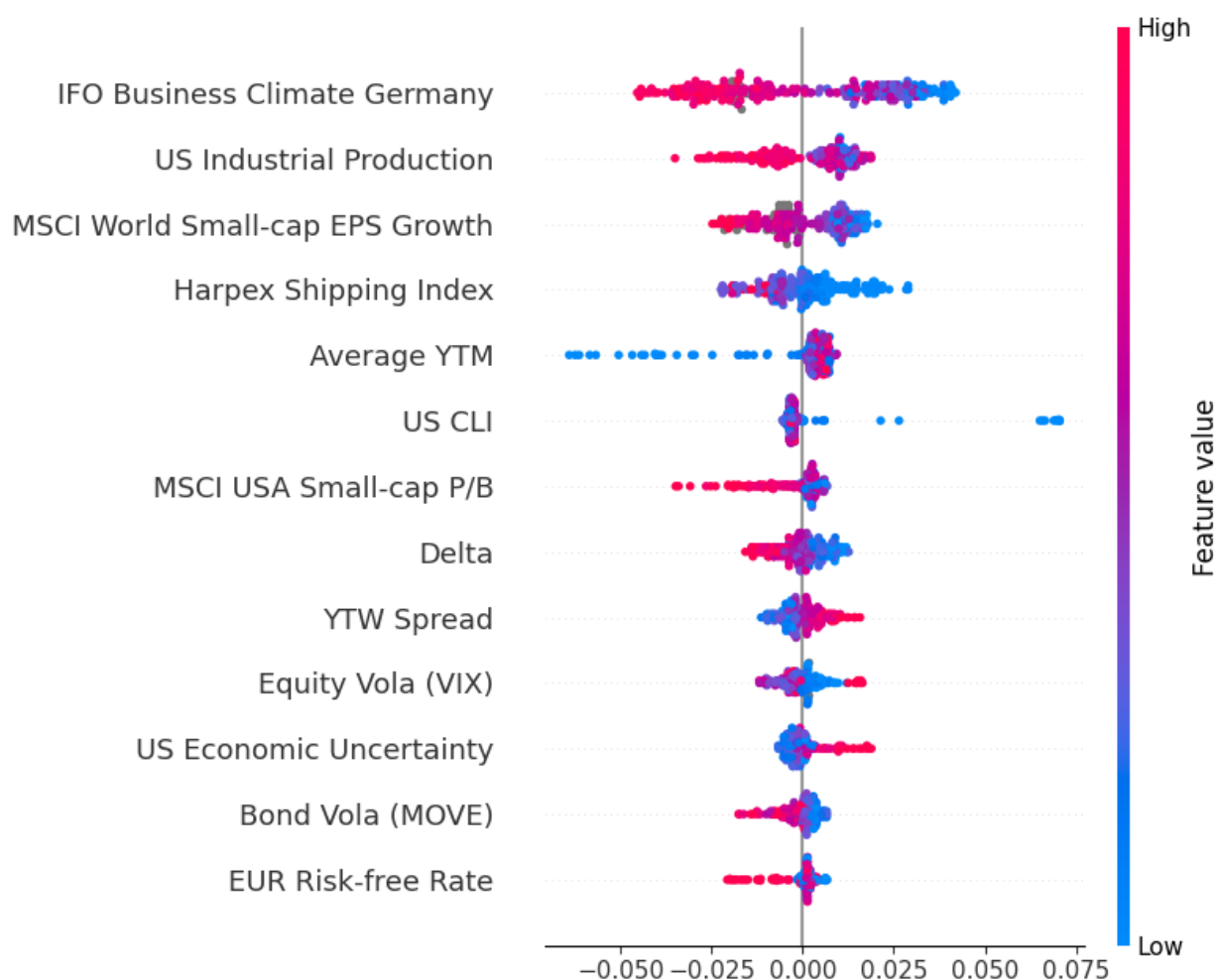
Figura 12: Analisi dentro e fuori campione delle prestazioni dei modelli di IA



Fonti: LSEG Refinitiv, AIM

I bassi valori degli indicatori macro – specialmente nel business sentiment e nella produzione – sono forti fattori positivi dei rendimenti futuri delle obbligazioni convertibili, mostrando la visione contraria del modello sulle reazioni eccessive del mercato durante i periodi di pessimismo economico. Il modello della foresta casuale utilizza indicatori diversi per prevedere il rendimento futuro a 12 mesi dell'indice obbligazionario convertibile (vedi Figura 13). L'asse x classifica gli impatti come positivi o negativi in relazione al ritorno in avanti, con i colori che indicano livelli alti (rossi) e bassi (blu) degli indicatori. Un valore indicatore elevato, come viene rappresentato ad esempio per il rapporto P/B delle small cap (riflettendo valutazioni ricche), ha un impatto negativo sul rendimento a futuro. Al contrario, la presenza prevalentemente di punti blu sul lato sinistro suggerisce un impatto negativo dei valori bassi sull'indicatore. Ciò è evidente nel rendimento medio fino alla scadenza (YTM) dell'obbligazione convertibile sottostante, che riflette una debole disposizione di rendimento. Più chiara è la separazione dei punti per colore sull'asse x, migliore sarà la consistenza e l'interpretazione dell'indicatore e il suo impatto sul ritorno in avanti.

Figura 13: Principali fattori del modello di IA relativi al ritorno forward a 12 mesi delle convertibili



Fonti: LSEG Refinitiv, AIM

Gli indicatori macroeconomici indicano che gli scenari apocalittici offrono i rendimenti più alti. L'indice IFO del clima aziendale per la Germania è un fattore chiave, con valori bassi che hanno un impatto chiaramente positivo sul rendimento futuro. Questo indicatore economico è progettato per fornire una misura affidabile del sentimento e delle aspettative aziendali tra le aziende tedesche nei settori manifatturiero, dei servizi, del commercio e delle costruzioni. Un valore dell'indice più alto indica un clima imprenditoriale più positivo, mentre un valore più basso suggerisce pessimismo sulle condizioni economiche. Sebbene l'indice sia limitato alle aziende tedesche, è influenzato dagli sviluppi internazionali e dal sentimento commerciale globale, dato lo status della Germania come importante nazione esportatrice. La tendenza apocalittica è evidente anche negli indici globali, come l'indice Harpex Shipping e gli indici guidati dagli Stati Uniti, inclusi la produzione industriale e l'indicatore anticipato composito (CLI). Quando i tre indicatori scendono, il rendimento forward a 12 mesi è elevato. Questo approccio contrario è indicativo della reazione eccessiva del mercato agli eventi avversi e all'incertezza, portando a una significativa sottovalutazione di determinati asset. Queste opportunità possono essere realizzate attraverso un'analisi di mercato meticolosa e una disponibilità ad accettare rischi e volatilità. Le convertibili convesse offrono agli investitori la possibilità di partecipare al recupero azionario protetti dal piano obbligazionario in caso di ulteriore debolezza.

Indicatori finanziari chiave come le aspettative razionali di crescita dell'EPS, valutazioni più basse e alta volatilità azionaria stanno generando forti rendimenti futuri per le convertibili, specialmente in condizioni di mercato più rischiose. Per valutare l'attrattiva della componente azionaria e obbligazionaria, sono stati considerati indicatori finanziari delle sezioni precedenti. Il tasso di crescita prospettiva dell'EPS e il rapporto P/B per le small cap sono di particolare importanza, così come il delta dell'indice per la componente azionaria. La componente obbligazionaria è determinata dal tasso privo di rischio e, per le convertibili, dal rendimento medio fino alla scadenza (YTM). Le misure di volatilità aumentano ulteriormente il valore delle convertibili. In generale, osserviamo rendimenti più alti legati a condizioni finanziarie più razionali, valori delta più bassi e un floor obbligazionario più elevato. Vediamo anche un segnale positivo derivante da valutazioni più basse. Questi risultati sono in linea con la nostra prospettiva fondamentale sull'equità. Per quanto riguarda la componente obbligazionaria, condizioni di rifinanziamento più accomodanti (tasso basso e privo di rischio) sono vantaggiose per le small cap, che si basano su indebitamento e crescita.

L'impatto della volatilità è ambiguo: è stato dimostrato che una maggiore volatilità obbligazionaria (MOVE) ha avuto un impatto negativo sui rendimenti futuri, mentre un'elevata volatilità azionaria (VIX) è stata collegata a rendimenti forti. Con quest'ultima opzione più prevedibile, dobbiamo vedere sempre la volatilità attesa in prospettiva rispetto alla volatilità implicita e realizzata. Quando la volatilità implicita di un'opzione è inferiore a quella realizzata, le convertibili guadagnano valore e si trasferiscono nella moneta. Questo è stato evidente nel 2008, quando sia MOVE che VIX hanno raggiunto i livelli più alti di volatilità (rispettivamente 221 e 55, rispetto ai loro punti più bassi di 79 e 20). Contemporaneamente, l'opzione implica che la volatilità delle convertibili è stata tra le più basse registrate (27, rispetto al massimo di 41). Un floor stabile delle obbligazioni (dato da una bassa volatilità MOVE) in generale aiuta a proteggere il floor delle obbligazioni in tempi azionari incerti o volatili, fornendo una razionalità ulteriore alla relazione negativa con il rendimento forward dell'obbligazione convertibile.

In un clima economico volatile, le convertibili hanno una comprovata storia di rendimenti robusti, e gli indicatori attuali sono in linea con le aspettative di un esito simile. Gli indicatori attuali suggeriscono una configurazione simile con rendimenti dell'11,4% nei prossimi 12 mesi. La Figura 14 offre preziose intuizioni sui fattori di performance, dimostrando chiaramente l'impatto delle componenti azionarie, obbligazionarie, volatili e macro sui rendimenti. Dimostra l'incertezza economica e l'elevata volatilità del 2008, così come i significativi rendimenti ottenuti nel 2020-2021. La codifica a colori fornisce un'immagine chiara. Ad esempio, marzo 2020 ha ottenuto il rendimento forward a 12 mesi più alto (52%) e il mese più vantaggioso per il delta (45%) e lo YTM (1,8%). Nello stesso mese, la volatilità prevista è aumentata e quella implicita è diminuita, creando un ambiente favorevole per le convertibili. Dopo un mese, gli indicatori macro hanno cambiato colore e il valore P/B delle small cap ha raggiunto il suo punto più basso (1,5x).

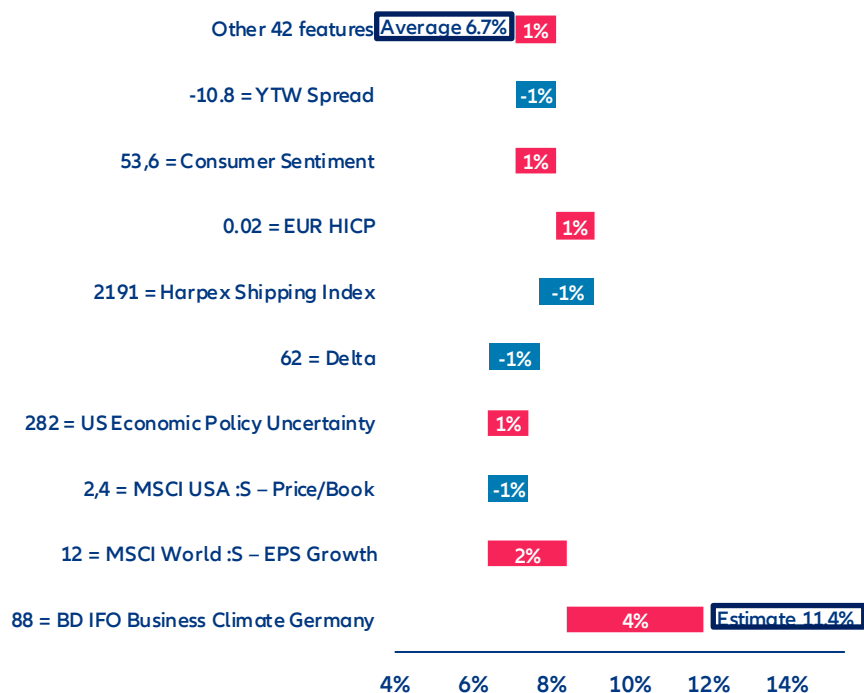
Figura 14: Indicatori azionari, obbligazionari, di volatilità e macro che variano con i rendimenti forward



Fonti: LSEG Refinitiv, AIM

Prevediamo rendimenti futuri a un anno dell'11,4%, trainati dalla bassa qualità delle small cap e dall'incertezza macro. Il contributo al rendimento nella Figura 15 mostra i fattori che portano il rendimento a futuro all'11,4% (i numeri precedenti agli indicatori mostrano il livello attuale). Il punto di riferimento è il rendimento medio storico del 6,7%, e le barre rosse e blu riflettono la deviazione da esso. L'indice IFO Business Climate Germany è a 88 contro 96 in media, mentre l'US Uncertainty Index è elevato (282 contro 150 in media), il che è vantaggioso per le convertibili. La classe di attività ha un delta elevato, che ha un impatto negativo sul rendimento atteso a termine (vedi Figura 13). Ciò è dovuto al continuo rally del mercato azionario nel 2025 e al significativo aumento delle convertibili dovuto alla componente azionaria. Il tasso di crescita degli EPS a lungo termine delle small cap è inferiore alla media storica (media 12,0 contro 12,6), indicando un'aspettativa di mercato razionale come discusso in precedenza. Il forte indice di spedizione HARPEX (doppio della media) e il grandespread delta/basso YTW implicano un impatto negativo sulle performance delle obbligazioni convertibili in futuro. Inoltre, il rapporto P/B small cap, sebbene migliore del pendente per grandi capitalizzazioni, è leggermente elevato, cosa che si è rivelata rilevante e negativamente correlata con il rendimento a futuro.

Figura 15: Fattori di performance del rendimento futuro stimato a 12 mesi fino a ottobre 2026



Fonti: LSEG Refinitiv, AIM

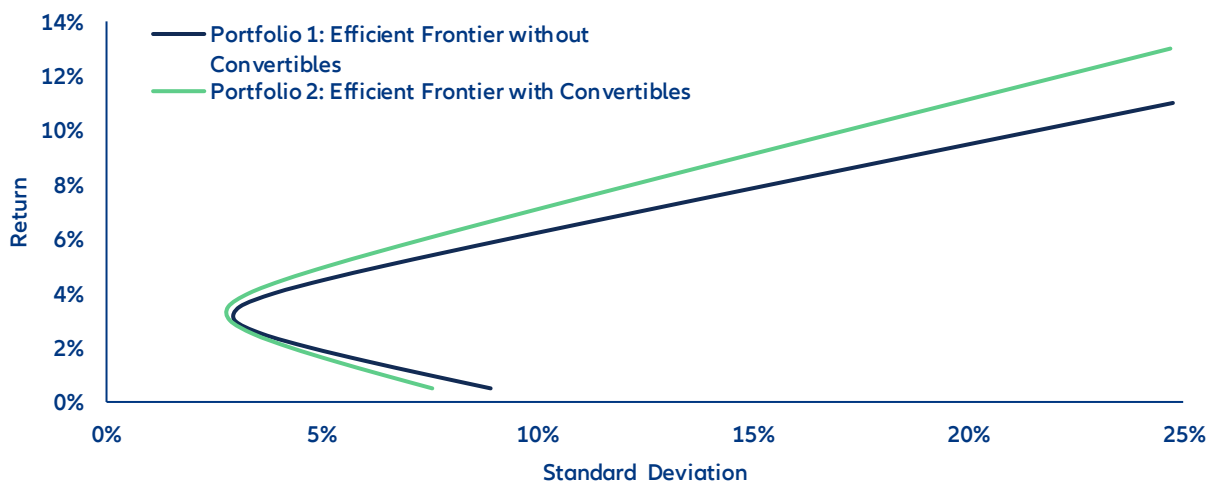
L'incertezza attuale e l'elevata volatilità nel 2025, così come le metriche tradizionali, confermano le nostre prospettive. Un algoritmo di cluster mostra mesi forti comparabili di rendimenti forward dell'8% e del 18% nel 2016 e 2023. È evidente che questi periodi sono stati caratterizzati da ambienti macro incerti comparabili, piccoli indici climatici IFO della Germania e altri indicatori di sentiment. Il tasso di crescita dell'EPS, inferiore alla media, indica un alto rendimento a futura. Tuttavia, è importante notare che il 2016 e il 2023 sono stati distinti dal 2025, un fatto che non può essere trascurato considerando le implicazioni più ampie di questa analisi, che vanno ben oltre le indicazioni immediate relative al modello della foresta casuale. In entrambi gli anni, c'è stato un significativo potenziale di ripresa, dato il problema dei mercati azionari globali. Gli anni 2015 e 2016 sono stati segnati da una significativa volatilità politica ed economica. Nel 2022 e 2023, le banche centrali sono state costrette a intervenire in modo significativo in risposta all'inflazione e alla guerra in Ucraina. Non abbiamo visto gli stessi ostacoli nel 2025, dato il massimo storico degli indici azionari globali. Riconosciamo inoltre la solidità dei mercati azionari, data l'incertezza esistente riguardo alle guerre commerciali, l'indipendenza della Federal Reserve e le costose valutazioni guidate dall'IA nel 2025. Esaminando la semplice relazione storica tra convertibili, azioni a grande capitalizzazione e obbligazioni investment grade (suddivisione 70%/30% nel lungo termine, vedi Figura 4), arriveremmo infine a una performance ancora forte del 9%, cioè un'ipotesi di rendimento anticipato inferiore del 2,4% rispetto alla nostra previsione AI. Tale discrepanza può essere osservata solo se il rimbalzo tra le small cap e le large cap continuano a evolversi, e se il tema dell'IA ha un impatto maggiore sul mercato delle obbligazioni convertibili sottostante. Inoltre, è fondamentale che la volatilità rimanga elevata per creare l'ambiente ideale per le cabriolet. Entrambe le tendenze erano evidenti nel 2016. Il rischio più grande per la nostra previsione sembra essere una possibile disconnessione tra il sentimento aziendale e quello degli investitori. Se i guadagni di produttività dell'IA deludono o la spesa in conto capitale aumenta a un livello insostenibile, i mercati azionari

correggeranno, così come le convertibili, seppur in modo più modesto. Entreremo nel 2026 avendo raggiunto tre rendimenti consecutivi sopra la media per il mercato delle convertibili, che potranno continuare solo se la logica di base rimarrà solida e le aziende continueranno a stare al passo. Nel complesso, il modello di IA svolge un ruolo importante nel nostro processo decisionale, ma integra, piuttosto che sostituire, altre analisi critiche di mercato.

Cosa significa questo per gli investitori?

Le convertibili favoriscono la diversificazione all'interno di un portafoglio multi-asset, riducendo così il rischio nel perseguire un rendimento previsto. Questi strumenti si collocano a metà strada tra azioni e reddito fisso, facilitando così una transizione più fluida tra queste classi di attività. La loro capacità di adattarsi alle fluttuazioni di mercato attraverso comportamenti convessi significa che le convertibili possono modificare i loro profili di rendimento, introducendo una dimensione innovativa nel mix di rendimenti del portafoglio. Questa dinamica combina le caratteristiche di azioni e obbligazioni ed estende la frontiera efficiente, che rappresenta l'insieme ottimale di portafogli d'investimento che offrono il massimo rendimento atteso possibile per un specifico livello di rischio. La Figura 16 illustra la frontiera efficiente per due portafogli da marzo 1999 ad agosto 2025. Il portafoglio 1 comprende azioni, obbligazioni societarie e obbligazioni di stato, mentre il portafoglio 2 comprende convertibili. L'analisi sottolinea la performance superiore dei portafogli che includono obbligazioni convertibili, riaffermando che le convertibili non sono semplicemente una combinazione di azioni e reddito fisso, ma una classe di attività autonoma che offre sostanziali benefici di diversificazione, non solo grazie al profilo di rendimento convesso delle convertibili, ma anche per la tendenza verso le azioni small-cap, come si vede nell'analisi fattoriale, che sono sottorappresentati nella maggior parte dei portafogli conservatori.

Figura 16: Frontiera efficiente con e senza cabriolet

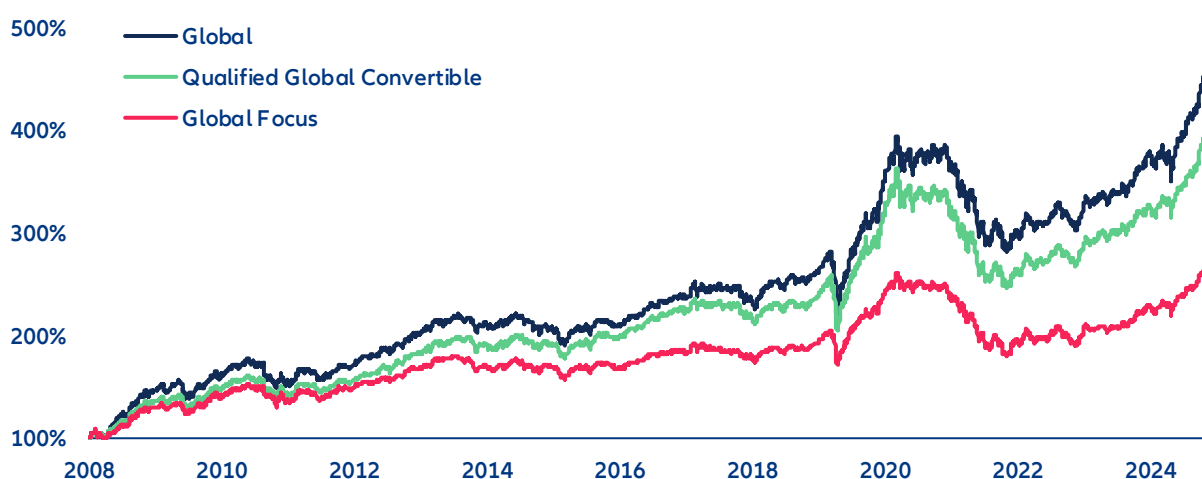


Fonti: LSEG Refinitiv, AIM

Nel 2024, un portafoglio bilanciato di azioni e obbligazioni societarie ha registrato un rendimento poco superiore al 13%, con una deviazione standard del 9%. Al contrario, un portafoglio composto da eguali quantità di convertibili, azioni e obbligazioni societarie (1/3 ciascuna) ha prodotto un rendimento superiore al 15%, con una deviazione standard di circa l'8,5%. Una tendenza simile è stata osservata nella prima metà del 2025, con le cabriolet che hanno superato sia a livello grezzo che a livello di rischio. L'inclusione delle convertibili in un portafoglio non solo amplia lo spettro delle opportunità di investimento, ma offre anche un vantaggio strategico nell'orientarsi tra i diversi contesti di mercato. Offrendo un profilo di rendimento distinto, le convertibili contribuiscono a una struttura di portafoglio più resiliente e adattabile, portando infine a risultati di investimento a lungo termine più robusti.

Gli indici ampi hanno superato i loro corrispettivi più selettivi, nonostante questi ultimi siano raccomandati per i loro profili di rischio bilanciati. Gli investitori dovrebbero prestare attenzione nella scelta di un benchmark a scopo di confronto, poiché ciò può influire significativamente sulla valutazione delle prestazioni delle convertibili. Il mercato offre una gamma di indici, ciascuno con i propri criteri per determinare l'inclusione delle obbligazioni. Alcuni indici sono piuttosto selettivi, come il FTSE Russell **Global Focus Index**. Include solo emissioni più grandi (quelle che valgono almeno 500 miliardi di dollari nel mercato statunitense) e di solito escludono obbligazioni troppo piccole o che si comportano troppo come azioni. Riflette un quadro più equilibrato senza essere distorto da pochi valori eccezionali che si sono già convertiti principalmente in valore azionario. Nel complesso, tuttavia, solo gli indici ampi (come indice globale) coprono l'intero set di opportunità nei titoli convertibili e offrono i rendimenti più alti, come si vede nella Figura 17.

Figura 17: Performance storica dei benchmark dei principali indici



Fonti: LSEG Refinitiv, AIM

Gestione attiva vs. passiva: Lo spazio delle obbligazioni convertibili è gestito principalmente attivamente. Sebbene siano disponibili fondi indicizzati passivi ed ETF per convertibili, affrontano alcune sfide. Un problema è la natura in evoluzione del mercato. Un fondo passivo deve detenere la maggior parte delle convertibili nell'indice, anche mentre le loro caratteristiche si evolvono. Col tempo, una determinata convertibile può passare da una sensibilità al 70% verso le azioni al 30% (ad esempio con il calo delle azioni). Un gestore attivo può uscire o ridurre una posizione quando diventa troppo costosa (componente azionaria sopravvalutata), mentre un fondo passivo deve percorrere l'intero ciclo di ogni obbligazione. Ad esempio, nel 2000, l'indice delle convertibili statunitensi era fortemente focalizzato sulle aziende tecnologiche (poco prima dello scoppio della bolla tecnologica), il che significava che un investitore passivo sarebbe stato sovraesposto al successivo calo azionario. Nel 2009, l'indice era diventato prevalentemente un investimento simile a obbligazioni, il che significava che un investitore passivo avrebbe mancato il potenziale di rialzo azionario quando il mercato azionario si sarebbe ripreso. La gestione attiva avrebbe potuto adattarsi in entrambi i casi – riducendo il rischio prima del crollo e aggiungendo maggiore sensibilità azionaria prima della ripresa. Possono evitare gli estremi: convertibili altamente sensibili alle azioni che sono essenzialmente azioni mascherate, o convertibili molto simili a obbligazioni che offrono poco più di obbligazioni semplici, mantenendo essenzialmente la convessità favorevole. Le cabriolet spesso hanno un leggero sconto per stimolare la domanda. I fondi attivi sono in grado di sfruttare queste opportunità, mentre i fondi passivi non sono in grado di farlo. Un altro fattore a cui la direzione attiva può reagire sono le offerte di chiamata e gli eventi aziendali, spesso rappresentati nelle cabriolet. Tuttavia, per gli investitori con risorse finanziarie limitate, gli

ETF obbligazionari convertibili passivi offrono un'esposizione di mercato completa senza il rischio di una scelta sfavorevole dei manager.

In definitiva, le convertibili rappresentano una classe di asset specializzata e coinvolgente ,offrendo una rara combinazione di crescita e sicurezza. Questo migliora i risultati del portafoglio come diversificatori e booster di rendimento. Per ottenere questi benefici, gli investitori dovrebbero comprendere le sfumature: utilizzare benchmark appropriati per comprendere le performance e considerare una gestione attiva per orientarsi nella natura ibrida del mercato. Le ricerche indicano che le convertibili meritano ancora un'allocazione strategica, affrontando il dilemma dell'investitore tra capitale e debito offrendo un'opzione alternativa. Le loro prestazioni eccezionali nel 2023–2025 non sono state un'anomalia, ma il risultato di una valutazione prudente, di emissioni strategiche e di vantaggi progettuali intrinseci.

Queste valutazioni sono, come sempre, soggette alla clausola di esclusione di responsabilità fornita di seguito.

DICHIARAZIONI PREVISIONALI

Le dichiarazioni qui contenute possono includere potenziali aspettative, dichiarazioni di aspettative future e altre dichiarazioni previsionali basate sulle opinioni e assunzioni attuali della direzione e che comportano rischi e incertezze noti e sconosciuti. I risultati effettivi, le prestazioni o gli eventi possono differire sostanzialmente da quelli espressi o impliciti in tali dichiarazioni previsionali.

Tali deviazioni possono verificarsi a causa di (i) cambiamenti delle condizioni economiche generali e della situazione competitiva, in particolare nel core business e nei mercati core del Gruppo Allianz, (ii) la performance dei mercati finanziari (in particolare volatilità di mercato, liquidità ed eventi di credito), (iii) la frequenza e la gravità degli eventi di perdita assicurata, inclusi quelli di catastrofi naturali, e lo sviluppo delle spese di perdita, (iv) livelli e tendenze di mortalità e morbidità, (v) livelli di persistenza, (vi) in particolare nel settore bancario, l'entità dei default creditizi, (vii) i livelli dei tassi d'interesse, (viii) i tassi di cambio valutari incluso il tasso di cambio EUR/USD, (ix) cambiamenti nelle leggi e regolamenti, incluse le normative fiscali, (x) l'impatto delle acquisizioni, comprese le relative questioni di integrazione, e le misure di riorganizzazione, e (xi) fattori generali di concorrenza, in ogni caso su base locale, regionale, nazionale e/o globale. Molti di questi fattori potrebbero essere più probabili, o più pronunciati, a causa delle attività terroristiche e delle loro conseguenze.

NESSUN DOVERE DI AGGIORNARE

La società non si assume alcun obbligo di aggiornare qualsiasi informazione o dichiarazione previsionale qui contenuta, salvo eventuali informazioni che la legge richieda di divulgare.

Allianz Trade è il marchio utilizzato per designare una gamma di servizi forniti da Euler Hermes.