

La Versione di Iggo

14 DICEMBRE 2018



Chris Iggo
Chief Investment Officer, Fixed Income

Buone vacanze

Non è stato un buon anno per gli investitori. Sia i mercati azionari che quelli obbligazionari hanno realizzato rendimenti negativi. L'ottimismo per la crescita globale a fine anno si è trasformato in preoccupazione per la fine del ciclo economico. Il tanto atteso rialzo dei rendimenti obbligazionari non è durato a lungo, e solo quello dei Treasury è salito brevemente oltre il 3%. Se qualcuno aveva dubitato di trovarsi in un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse a lungo termine, da un forte indebitamento, dallo spettro della deflazione, allora il 2018 dovrebbe aver spazzato via questi dubbi. Sembra che un funzionario europeo recentemente abbia evidenziato che sono stati spesi migliaia di miliardi di euro per acquistare obbligazioni per far salire l'inflazione core dello 0,4%, non certo un risultato di grande successo.

Come sempre, gli Stati Uniti sono intervenuti per primi con la politica fiscale per supplire al Quantitative Easing della Federal Reserve. Il costo della leadership economica ha fatto gonfiare lo stato patrimoniale della banca centrale americana, nonché innalzare il debito pubblico del Paese. Immagino che la maggior parte degli americani, forti di una disoccupazione sui minimi generazionali, direbbe che è un prezzo che vale la pena di pagare. Non sembra che altre economie sviluppate stiano per seguire lo stesso esempio. Dunque, dopo anni di espansione il mondo è ancora immerso nel debito, la crescita rallenta e l'inflazione non è riuscita a erodere il valore delle nostre passività. Sui mercati obbligazionari è in atto un repricing per tener conto di questi timori. È un processo doloroso e potrebbe andare peggio. Tra i fattori positivi, le obbligazioni sembrano più interessanti. Nel 2019 non tutti i segmenti del mercato dovrebbero riportare rendimenti negativi.

Buone e cattive notizie – Questo è il mio ultimo articolo per quest'anno. Mi prendo una vacanza con la mia famiglia e sarò di ritorno a gennaio. Devo confessarvi che non vedo l'ora di partire, soprattutto perché le ultime settimane sono state veramente frenetiche. I mercati ci hanno tenuti indubbiamente occupati, la volatilità è salita in tutte le asset class e gli investitori hanno dovuto affrontare numerosi rischi a livello politico, monetario ed economico. Per tutto l'anno ci siamo preoccupati per le tensioni sul fronte commerciale, per la situazione politica e la legge finanziaria in Italia, per un possibile hard landing in Cina e, lasciatemelo dire, per la Brexit. In tale scenario, col team obbligazionario di AXA Investment Managers abbiamo riesaminato il mercato e ci siamo chiesti come posizionare i nostri portafogli obbligazionari in vista del 2019. Ho pensato, dunque, che potesse essere utile condividere le conclusioni a cui siamo giunti. Ci sono buone e cattive notizie. La cattiva notizia è che la fiducia nelle prospettive globali sta peggiorando e questo rende la vita difficile agli strumenti più

esposti al rischio. Una buona notizia, invece, è che lo si percepiva da tempo, ed è aumentata di conseguenza la volatilità sia nei mercati azionari che del credito. Un'altra buona notizia è che ci stiamo avvicinando alla fine del ciclo dei tassi di interesse negli Stati Uniti e che, se gli spread di credito continueranno ad ampliarsi allo stesso ritmo degli ultimi mesi, scoveremo qualche opportunità interessante nel reddito fisso nel primo semestre del 2019. A questo punto ci aspettiamo che nel corso del prossimo anno siano di più, rispetto al 2018, i segmenti obbligazionari che riusciranno a produrre un rendimento complessivo positivo.

Bund, chi l'avrebbe detto? – Chi l'avrebbe mai detto che i Bund tedeschi sarebbero stati l'asset class nei mercati obbligazionari tradizionali a riportare la migliore performance quest'anno. I Bund decennali hanno iniziato il 2018 con uno yield dello 0,385% e sembra che chiuderanno l'anno intorno allo 0,28%. Il rendimento complessivo di un indice di titoli di Stato tedeschi è stato dell'1,85% quest'anno

La Versione di Iggo

(all'11 dicembre) rispetto al -1,39% di un indice di Treasury USA. Dunque la prima lezione che ci ha insegnato il 2018 è che lo yield non corrisponde sempre al rendimento, soprattutto per gli investimenti relativamente a breve termine. Al contrario, un indice high yield europeo ha iniziato l'anno con uno *yield-to-worst* del 2,8% e ha avuto un rendimento complessivo del -2,9%. Persino il segmento high yield USA, con uno *yield-to-worst* iniziale del 5,8% ha realizzato un rendimento negativo. Mentre lo yield è importante per stimare il *carry* di un portafoglio obbligazionario, il rendimento complessivo risente dei tassi di interesse e degli spread di credito. Ed è qui che nel secondo semestre di quest'anno abbiamo assistito a un deciso cambiamento nelle aspettative. Come sempre, a livello del mercato, i fattori trainanti dei tassi e degli spread di credito sono in genere le dinamiche macroeconomiche.

La tabella di marcia (ovvero il GPS dei mercati) – In questo ciclo, nei mercati obbligazionari, ci aspettavamo un rialzo dei tassi di interesse in risposta a un'espansione economica sincronizzata su scala globale. A un certo punto la crescita avrebbe iniziato a risentirne, sollevando qualche dubbio sulle valutazioni e sulla performance futura del credito. Gli spread si sarebbero ampliati a fronte del rallentamento della crescita economica e a quel punto, verso la fine del ciclo, i tassi sarebbero risaliti e avrebbero iniziato a scontare un allentamento della politica monetaria. Una volta accaduto tutto ciò, in genere nella fase di rallentamento o persino di recessione del ciclo successivo, gli spread di credito sarebbero scesi su bassi livelli per poi riprendere a risalire.

A che punto ci troviamo dunque di questo percorso? Non è andata esattamente come da manuale. Per un po' è sembrato che l'espansione sincronizzata su scala globale avrebbe portato a un aumento generalizzato dei rendimenti obbligazionari e dei tassi di interesse (lo yield dei Bund ha toccato lo 0,80% lo scorso febbraio), ma a metà anno è apparso evidente che l'Europa e la Cina stavano rallentando. Dunque l'attenzione si è rivolta agli Stati Uniti dove i tassi continuavano a salire, e oggi si trovano in una fase di ampliamento degli spread di credito nel timore di un rallentamento dell'economia. La maggior parte degli altri mercati sviluppati segue l'esempio degli Stati Uniti e il rialzo dei tassi in America ha effettivamente fatto salire gli spread di credito nei mercati emergenti, contagiando anche l'Europa e altre regioni. Forse è accaduto più rapidamente di quanto avessi previsto ma il mercato si è effettivamente comportato secondo le attese. Per gli investitori europei, il problema è che l'ampliamento del credito è avvenuto senza l'incremento dei tassi, pertanto non c'è un cuscinetto di protezione sufficiente in caso di indebolimento del credito.

Tassi sui massimi? – La scorsa settimana ci siamo chiesti se il mercato non avesse esagerato nell'anticipare il picco

del ciclo dei tassi di interesse negli Stati Uniti e i rischi di un forte rallentamento della crescita economica per il prossimo anno. Per quel che vale, il nostro team economico prevede un rallentamento della crescita mondiale dal 3,8% al 3,6% nel 2019, e dal 2,9% al 2,3% negli Stati Uniti. Indubbiamente questo significa che l'economia statunitense continuerà a crescere con un trend simile o superiore a quello attuale anche per buona parte del prossimo anno. Difficilmente ci sarà ancora capacità inutilizzata, e l'aumento dei salari con l'incremento dell'inflazione core verso il livello target della Fed (2,2% a novembre) potrebbe persistere.

La maggior parte degli economisti continua a prevedere nuovi rialzi dei tassi negli Stati Uniti il prossimo anno. Comunque, il mercato ha interpretato i segnali di moderata inversione nel segmento a breve della curva dei rendimenti (gli yield a 5 anni sono scesi al di sotto di quelli a 2 anni) e le dichiarazioni di Powell che ci troviamo vicino al tasso neutrale come l'indicazione che la banca centrale americana sta per concludere i suoi interventi e che i rischi di recessione stanno aumentando. Dunque, a parte il rialzo dei tassi dello 0,25% previsto per la prossima settimana, nessun ulteriore rialzo è stato scontato nella curva OIS. I rendimenti obbligazionari a più lungo termine sono scesi in risposta allo yield sui Treasury decennali al 2,9% rispetto al livello massimo del 3,25% di inizio novembre, che aveva segnato un bel rialzo.

Nelle ultime sessioni, il mercato è sceso dai livelli massimi. Gli yield non sono scesi al di sotto del range che ha contenuto il mercato per buona parte dell'anno, ma il sentiment certamente è cambiato. Noi ci aspettiamo che questo approccio più pessimista sulla crescita continuerà nel breve termine, ma sarà importante vedere cosa dirà la Federal Reserve la prossima settimana e oltre. Ogni incontro dell'FOMC si farà ora più interessante e l'esito delle decisioni sui tassi di interesse dipenderà molto dai dati. Secondo me, non possiamo dare ancora per spacciata l'economia USA. La crescita è oltre le medie, la domanda sul mercato del lavoro elevata, l'inflazione intorno o superiore al target e le politiche monetarie generalmente accomodanti: tutti fattori che indicano che le prospettive sono ancora alquanto bilanciate. Nel 2019 prevedo altri rialzi dei tassi negli Stati Uniti, anche se non con cadenza trimestrale come è avvenuto nel corso di quest'anno.

L'oscurità in Europa – Il sentiment è assai più pessimista in Europa. Mentre stavo scrivendo questo articolo venivano diffuse le dichiarazioni della BCE alla conferenza stampa. Non sembra che ci siano state grosse novità da parte di Draghi, salvo qualche dettaglio operativo su come sarà gestita la fine del Quantitative Easing. Sono sempre di più gli economisti che credono che la BCE non alzerà i tassi per tutto il prossimo anno.

La Versione di Iggo

Questo ci porta dunque a domandarci quando ci saranno le condizioni per questo aumento dei tassi di interesse. Gli Stati Uniti rallenteranno, la Cina rallenterà, i mercati emergenti hanno rallentato. È difficile che in Europa assisteremo a un aumento della domanda locale anche se la crescita dell'occupazione è solida e il reddito reale viene rafforzato dai tagli fiscali, dagli aumenti dei salari e dalla flessione del prezzo del petrolio. Naturalmente le cose possono cambiare, e forse siamo troppo pessimisti sull'economia nell'Eurozona, ma anche in questo caso è difficile immaginare un forte rialzo dei tassi. Nel frattempo, gli spread di credito si stanno ampliando. Le cause vanno ricercate nel timore di un rallentamento, nel possibile impatto del deterioramento in Italia sul settore corporate o nelle preoccupazioni nel più lungo termine relative a un'altra crisi del debito, qualora la crescita rallenti.

Sembrerebbe necessaria una decisa svolta sul fronte fiscale per rivedere al rialzo le aspettative di crescita in Europa. Non siamo certi di cosa accadrà ai rendimenti core dei Bund il prossimo anno, ma probabilmente resteranno bassi. Gli spread di credito presumibilmente continueranno a salire. La principale preoccupazione è che l'Eurozona venga travolta da un'altra crisi esistenziale. Lo squilibrio fiscale in un periodo di rallentamento della crescita, con la preoccupazione per la mancanza di riforme strutturali a livello degli stati membri e comunitario, comporta il rischio di un ampliamento degli spread sovrani. Vale la pena di sottolineare che un funzionario del Fondo Monetario Internazionale questa settimana ha avvertito che non è stato fatto abbastanza sul fronte politico in vista di una nuova crisi finanziaria. E questo vale soprattutto in Europa.

Puntiamo al valore – Se gli Stati Uniti, dove la crescita quest'anno è stata stimolata dai tagli fiscali, non saranno in grado di sostenere l'espansione globale nei prossimi due anni, allora i mercati hanno ragione ad aspettarsi un contesto più difficile per gli investimenti. Non che il 2018 sia stato semplice. Gli investitori obbligazionari e altri investitori potrebbero trovarsi di fronte a uno scenario in cui la Federal Reserve avrà completato il ciclo di rialzi dei tassi prima che la BCE e la Banca del Giappone abbiano persino iniziato. Devono anche considerare i segnali che continua a inviarsi la curva dei rendimenti negli Stati Uniti: anche se comportassero solo una recessione tra 12-18 mesi, i mercati l'anticiperanno. Dunque se, nei mercati del credito, raggiungessimo i livelli di fine 2015 li interpreterei come il segnale che le cose stanno andando male. Gli spread investment grade negli Stati Uniti sono sui 150 p.b. in questo momento. Sono saliti a 220 p.b. a inizio 2016 ma non sono rimasti fermi a lungo, dunque un livello di 180 p.b. circa nel prossimo trimestre per me sarebbe l'indicatore che il mercato è conveniente rispetto ai fondamentali economici.

Oltre tale livello, presupponendo che l'economia americana stia viaggiando ancora intorno al 2,5%, mi aspetto che gli investitori aumentino il rischio. Per l'high yield USA il potenziale di rialzo è maggiore, ma nel 2015 si erano verificate particolari condizioni nel settore dell'energia, molto diverse rispetto a oggi. Comunque, altri 150 p.b. per gli spread sono possibili se il sentiment continua a peggiorare. Sarebbe un'altra chiara opportunità di acquisto. Nel mercato del credito in sterlina c'è un premio per la Brexit, ma gli spread oggi si stanno avvicinando ai massimi di inizio 2016. Lo yield complessivo (3%) non è particolarmente interessante ma rispetto a un portafoglio di Gilt, il credito in sterlina appare più appetibile. In Europa, sugli investitori continueranno a gravare i rendimenti contenuti e, se i tassi non si muovono, le opportunità di acquisto nel credito compariranno quando gli yield non supereranno il 2%.

Lo scenario di investimento – Utilizziamo una combinazione di fattori, da quelli macroeconomici, a quelli tecnici, alle valutazioni e al sentiment, per esaminare le diverse componenti del mercato e delineare le aspettative di rischio e rendimento. Non si tratta di una scienza esatta, ma aiuta nel processo decisionale. A livello macroeconomico la crescita probabilmente sta rallentando. Diminuiscono, tuttavia, anche le pressioni sui tassi di interesse globali. Non ci aspettiamo tassi molto più bassi, o meglio al di fuori degli Stati Uniti non possono di fatto scendere molto di più e la Federal Reserve non interverrà in questo senso. Dunque è preferibile una duration tra neutrale e lunga nel reddito fisso USA. Le valutazioni sono più importanti per i mercati del credito poiché si fanno più convenienti e, considerato il deterioramento del sentiment, probabilmente lo diventeranno ancora di più. I fattori tecnici, che in passato hanno sostenuto molto i mercati obbligazionari, oggi sono meno favorevoli, soprattutto per la chiusura graduale del quantitative easing.

Nel complesso, prevediamo una tendenza più negativa per il credito e maggiore stabilità nel mercato dei tassi. Per completezza, non crediamo che ci saranno grosse novità sul fronte dell'inflazione, ma la flessione del prezzo del petrolio ha già spinto i tassi di *breakeven* negli Stati Uniti su livelli più bassi. Un'ulteriore flessione di 20/30 p.b. delle aspettative inflazionistiche potrebbe aprire la possibilità di investire ancora nell'inflazione. Nel Regno Unito è esattamente l'opposto. I *breakeven* sono saliti in risposta all'indebolimento della sterlina e alla minaccia di un *no deal* per la Brexit, che hanno fatto salire i prezzi all'importazione. Se da una parte il calo delle aspettative inflazionistiche negli Stati Uniti appare eccessivo, dall'altra sembra difficile giustificare il rialzo del mercato britannico.

Non fatevi ingannare ancora – Infine, puntiamo sul debito dei mercati emergenti. Quest'anno non è stato facile, ma è

La Versione di Iggo

alquanto insolito assistere a due anni consecutivi di rendimenti negativi nel debito dei mercati emergenti in valuta forte. Naturalmente persistono dei rischi politici in questi mercati e non dobbiamo dimenticare l'incertezza a breve termine sul fronte dell'economia cinese. Ma, dal punto di vista delle valutazioni, quest'asset class è interessante e, considerato che Argentina e Turchia difficilmente ripeteranno le scarse performance del 2018, ci aspettiamo rendimenti positivi. Il problema è che la maggior parte degli investitori non sembra convenire che questa asset class continui a registrare flussi in uscita. Questo potrebbe significare che diventerà anche più conveniente. Il momento ideale per i mercati emergenti potrebbe corrispondere al picco dei tassi negli Stati Uniti, a un dollaro più debole, a un prezzo del petrolio stabile o al rialzo e alla ripresa della fiducia nell'economia cinese.

Attenzione alla Cina – Una cosa che appare chiara alla fine del 2018 è che non dobbiamo trascurare la Cina quando analizziamo l'economia globale, al pari degli Stati Uniti e dell'Europa. Questo Paese oggi ha per la Germania la stessa importanza come mercato all'esportazione degli Stati Uniti e del Regno Unito. Il rallentamento della domanda di importazioni cinesi ha colpito duramente le esportazioni europee. Le controversie con gli Stati Uniti hanno gravato su entrambe le economie. La Cina non vanta più un avanzo delle partite correnti. Dunque, il suo ruolo di esportatore di capitali diminuirà e, col tempo, questo potrebbe influire sui rendimenti USA. Il mercato obbligazionario cinese probabilmente attirerà sempre di più l'interesse degli investitori occidentali, col lento processo di liberalizzazione del conto capitale. Sebbene i titoli di Stato cinesi non siano così interessanti dal punto di vista dello yield (3,3% per i decennali), producono comunque uno yield più alto dei titoli di Stato di tutti i mercati sviluppati. È dunque probabile che rappresentino anche un fattore di diversificazione per gli investitori globali.

Auld lang syne – Ed eccoci alla fine dell'anno. Un anno in cui il Presidente Trump ha continuato a twittare, ha rispettato le promesse dei tagli fiscali, così come la minaccia di stravolgere i rapporti commerciali degli Stati Uniti, ma ha perso il controllo della Camera dei Rappresentanti. Che ci piaccia o no, dovremo continuare a fare i conti con il suo stile di governo imprevedibile. È stato l'anno dell'implosione del sistema politico britannico. Al momento nessuno conosce esattamente la posizione dei principali partiti politici, né quale sarà il futuro del Regno Unito in un mondo in cui sembra che collaborare per affrontare le sfide del nostro tempo non sia mai stato così essenziale. Ci vorrà molto tempo per risanare le divisioni in seno al Regno Unito e ci aspettiamo nuovi sconvolgimenti politici. È stato un anno apparentemente contrassegnato dall'ansia e dalla frustrazione, che hanno alimentato il populismo, nonostante i suoi limiti politici pratici.

Mi hanno colpito i commenti che ho sentito di recente a Shanghai, ovvero che le persone sono arrabbiate per diversi motivi, tra cui la disuguaglianza. Staremo a vedere cosa accadrà alle elezioni parlamentari europee nella primavera dell'anno prossimo. È stato un anno in cui il pianeta Terra ci ha lanciato altri segnali d'allarme sul cambiamento climatico; stiamo iniziando a prenderlo seriamente ma molto resta ancora da fare. È stato un anno in cui la conservazione del capitale si è rivelata una strategia di investimento essenziale e, a tal proposito, le obbligazioni hanno fatto quello che ci si aspettava da loro, almeno rispetto ai mercati azionari. Non è stato un buon anno per gli investitori. Infine, è stato un anno di grande frustrazione come tifoso del Manchester United e dello Sheffield Wednesday (la squadra di mio padre). Il piatto forte dell'anno è stata naturalmente la prestazione della giovane squadra inglese in Russia (e ancora complimenti alla Francia per essersi meritata la Coppa del Mondo). Le mie delusioni sul fronte del calcio sono state più che compensate dalla musica. Ho assistito al concerto dei New Order e di Johnny Mar durante un piovosissimo weekend di novembre: grazie al cielo la musica di Manchester non perde il suo smalto. Non vedo l'ora che arrivi il 2019!

Buone feste a tutti e tanti auguri di un nuovo anno di pace, prosperità e felicità.

Chris

La Versione di Iggo

Il presente documento è destinato unicamente a Soggetti collocatori o investitori professionali / istituzionali, e non può essere in alcun modo diffuso al pubblico o consegnato ad investitori che non posseggano tale qualifica.

AXA Investment Managers UK Limited (Londra), è una società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito, numero di riferimento 119368, sede societaria al 7, Newgate St, London EC1A 7NX – Registrata in Inghilterra e Galles con il numero: 01431068.

Le informazioni contenute nel presente documento hanno scopo esclusivamente informativo ed in nessun modo rappresentano da parte di AXA IM un'offerta d'acquisto o vendita o sollecitazione di un'offerta d'acquisto o vendita di titoli o di strumenti o a partecipare a strategie commerciali.

Le informazioni contenute nel presente documento sono riservate e fornite esclusivamente su richiesta del destinatario. Accettando le informazioni ivi contenute il destinatario si impegna ad usare le suddette esclusivamente per finalità interne e si impegna altresì a non divulgarle a nessun altro soggetto. Qualsiasi riproduzione delle presenti informazioni totale o parziale è vietata.

AXA Investment Managers non offre consulenza legale, finanziaria, fiscale o di altra natura sull'idoneità di questi fondi/investimenti o servizi per gli investitori, che dovrebbero, però, prima di investire, richiedere un consiglio professionale appropriato e fare le loro valutazioni sui meriti, rischi e conseguenze fiscali.

AXA Investment Managers declina ogni responsabilità riguardo eventuali decisioni basate sul presente documento. I pareri espresso nel presente documento non costituiscono consulenza in materia d'investimento

Il presente documento è stato elaborato sulla base di dati, proiezioni, anticipazioni e ipotesi di natura soggettiva. Le analisi e le conclusioni ivi contenute esprimono un'opinione, basata sui dati disponibili ad una data specifica. In conseguenza della natura soggettiva e indicativa di queste analisi, attiriamo la Vostra attenzione sul fatto che la reale evoluzione delle variabili economiche e i valori dei mercati finanziari potrebbero differire significativamente dalle indicazioni (proiezioni, previsioni, anticipazioni e ipotesi) fornite nel presente documento. Inoltre, per esigenze di semplificazione, le informazioni contenute nel presente documento possono essere considerate esclusivamente soggettive. Il presente documento può essere modificato senza preavviso e AXA Investment Managers ha facoltà di, ma non l'obbligo, di aggiornare o rivedere il medesimo.