

# La Versione di Iggo

29 MARZO 2019



**Chris Iggo**  
Chief Investment Officer, Fixed Income

## Ancora qui

**La Gran Bretagna avrebbe dovuto lasciare l'UE oggi. Non è andata così. Comunque, il Parlamento potrebbe finalmente riuscire a trovare un accordo su come procedere. Abbiamo però imparato che nulla va dato per scontato. Il rischio che la Brexit non si faccia potrebbe portare all'approvazione dell'accordo estremamente impopolare predisposto dal Primo Ministro Theresa May. Se ciò dovesse accadere, qualcuno tirerebbe un sospiro di sollievo, ma pochi nel Regno Unito sarebbero veramente contenti.**

**Il futuro resta incerto, soprattutto perché ci saranno altri cambiamenti a livello politico. Il lavoro vero inizierà quando ci sarà l'accordo ma, con un nuovo Primo Ministro, forse anche con un nuovo governo per il Regno Unito e coi cambiamenti radicali nell'Unione Europea e nella Commissione previsti per quest'anno, chi sa come andrà? Siete pronti per la Brexit 2.0?**

**Dentro o fuori?** – Per parafrasare il testo di una canzone degli Oasis, “*oggi doveva essere il giorno in cui il Regno Unito lasciava l'Unione Europea, ma ora avrete capito che questa Brexit non si farà*”. È il 29 marzo e il Parlamento britannico non ha ancora ratificato l'accordo per l'uscita dall'Unione Europea proposto dal governo, e ancora non si conoscono le condizioni esatte in base alle quali il Paese lascerà l'unione né in che data ciò accadrà. Nel momento in cui scriviamo, il governo sta cercando nuovamente di conquistare consensi tra tutti i partiti per votare l'accordo. Sembra che questa volta abbia qualche chance in più dato che un gruppo di parlamentari che in precedenza si era opposto all'accordo oggi ha dichiarato che lo appoggerà. La loro motivazione risiede nell'alternativa realistica che la Brexit non si faccia. Abbiamo ormai imparato che, con la Brexit, non si può dare nulla per scontato e che la situazione può evolversi rapidamente. Dunque qualsiasi cosa scriverò oggi potrebbe diventare irrilevante nel momento in cui la leggerete. Tuttavia, per i *Remainer* ogni giorno, da oggi in poi, è una vittoria, dato che il Regno Unito resta un membro del mercato unico e dell'unione doganale, la Corte di giustizia europea continua a essere il tribunale più alto in grado e chi viaggia può ancora mettersi in coda tra i “Cittadini UE” al controllo passaporti in tutto il Continente. La maggior parte di noi sa però che si tratta di una situazione temporanea. Per i *Leaver*, ogni giorno che passa rappresenta un tradimento del risultato del referendum del

giugno 2016, perché il Regno Unito non ha ancora il controllo dei suoi confini, del suo denaro e delle sue leggi. Per la maggior parte dei cittadini britannici, un certo grado di chiusura appare auspicabile. In questo momento, tutti gli scenari politici sono possibili e, dopo che il Primo Ministro May ha cercato di mercanteggiare il suo destino in cambio di sostegno al suo accordo, è evidente che il Regno Unito avrà un nuovo premier prima della fine del 2019. A questo punto, nessuno è però in grado di dire quale sarà la configurazione politica della Camera dei Comuni. Ricordiamoci che i dettagli esatti su come saranno i futuri rapporti del Regno Unito con l'UE saranno definiti solamente dopo che il Paese avrà lasciato l'unione, dunque potrebbe essere necessario moltissimo tempo prima di trovare un'intesa. Queste discussioni potrebbero avvenire tra politici molto diversi, in entrambi gli schieramenti.

**Bene per i mercati in sterlina** – A fronte degli sviluppi ancora molto incerti per la Brexit, resta alquanto difficile definire delle strategie di investimento. Come ho già scritto, non c'è un premio per la Brexit identificabile nel mercato del credito britannico. La performance del mercato dei Gilt è stata analoga a quella di altri titoli di Stato core, e la sua futura evoluzione dipenderà molto dalla reazione della Bank of England alle conseguenze economiche della Brexit, a prescindere da come si evolverà. Il primo trimestre è stato ottimo. L'indice dei Gilt ha prodotto un rendimento

## La Versione di Iggo

complessivo del 3,2%, mentre l'indice indicizzato all'inflazione ha riportato un eccezionale 6,7%. Ci sono fattori tecnici particolari nel Regno Unito: gli indici hanno una duration molto più lunga rispetto ai mercati dei titoli di Stato dell'Eurozona o degli Stati Uniti e la domanda a lungo termine resta molto robusta. Sulle scadenze decennali, lo yield di riferimento è sceso al di sotto dell'1% e il mercato dei tassi di interesse non sconta una stretta da parte della Bank of England. Di conseguenza è andata bene per il credito in sterlina che finora, nel 2019, ha prodotto un rendimento del 2,5%: gli spread si sono ristretti di 25 punti base dall'inizio dell'anno.

**Persiste un lieve rischio** – Per quanto sia altamente improbabile, un “no deal” resta comunque un rischio, un *tail risk* che potrebbe veramente sconvolgere l'economia e i mercati britannici nel breve termine. Il possibile impatto sugli scambi commerciali e sulla circolazione delle persone è evidente e le ripercussioni sulla crescita e sugli utili delle imprese potrebbero portare a un'ondata di disinvestimenti da parte degli investitori esteri. Nel Regno Unito, le banche sono ben capitalizzate e hanno abbondante liquidità ma, se ci dovesse essere una fuga dei depositi dovuta a uno scenario estremo per la Brexit, potremmo aspettarci anche una contrazione del credito. In tal caso, il consensus prevede chiaramente un indebolimento della sterlina. Io non sono sicuro di quanto debba preoccuparmi, poiché il “no deal” sembra ormai stato escluso dal Parlamento. L'unico modo in cui potrebbe avvenire a questo punto è a causa di un vuoto politico nel governo o dell'incapacità da parte sia del governo che del Parlamento di trovare un'alternativa, che si tratti di rinviare ancora la Brexit, di approvare l'accordo della May (anche sui futuri rapporti con l'UE) o di revocare l'Articolo 50. Se volessimo protezione di fronte a questa eventualità immagino che dovremmo acquistare titoli in valuta estera per coprirci sia dalle valutazioni che dalla liquidità.

**I tassi non salgono, acquistiamo obbligazioni** – In generale, nel mercato del reddito fisso, stiamo chiudendo il primo trimestre dell'anno con un rendimento complessivo molto robusto in tutti i settori. Il cambiamento della politica monetaria e il maggior rischio di un rallentamento più marcato dell'economia durante il prossimo anno hanno già portato a un significativo appiattimento della curva dei rendimenti USA. Guardando al mercato, la prossima mossa politica da parte della Federal Reserve dovrebbe essere un taglio dei tassi di interesse. Non credo che sarà così da un punto di vista puramente macroeconomico, poiché la bilancia dei dati economici resta positiva e dal 4° trimestre abbiamo assistito a un deciso allentamento delle condizioni finanziarie. Tuttavia, è molto difficile che la Fed alzi ancora i tassi. Dunque, nel complesso, posso capire per quale motivo si privilegiano ancora le strategie *long duration* nella curva USA.

Se la Federal Reserve dovesse tagliare i tassi perché ci sono le prime conferme che il ciclo sta finendo, allora, con l'aumento dei tassi di disoccupazione e il rallentamento dell'attività, tali tagli sarebbero significativi. Questo vale in particolare se l'inflazione continua a scendere. Per sostenere le aspettative inflazionistiche in un'economia che sta rallentando rapidamente, la banca centrale americana dovrebbe essere molto aggressiva, per cui persino uno yield decennale del 2,4% sembrerebbe interessante. Questo non è il mio scenario di base e credo ancora possibile che i tassi salgano. Tuttavia possiamo capire il valore di una posizione in Treasury a lunga scadenza come forma di copertura nei confronti di una recessione che potrebbe manifestarsi molto presto.

**Valore? Yield?** – Nel frattempo, dove troviamo valore nei mercati del reddito fisso che hanno generato rendimenti anomali negli ultimi 3 mesi? Gli spread del rischio sono tornati entro la banda di oscillazione precedente al 4° trimestre 2018 e il rendimento dei titoli di Stato si sta dirigendo verso i minimi del 2016 in Europa e al di sotto del livello dei tassi ufficiali negli Stati Uniti. Per noi, i mercati del credito offrono ancora valore. Gli investitori continuano a essere remunerati con uno yield più alto per l'assunzione di un rischio di rating più elevato e un rischio di scadenza aggiuntivo sui mercati del credito. In altri termini, la curva del credito è lunga dall'essere inversa.

Prendiamo per esempio gli estremi del segmento investment grade Usa. Lo yield dei Buoni del Tesoro a 3 mesi è del 2,42%, quello dell'indice delle obbligazioni societarie Usa ultradecennali con rating BBB è del 4,9%. Gli investitori esperti sui mercati del credito ribatteranno dicendo che lo spread una volta era molto più ampio: di 600 p.b. dopo la crisi finanziaria e intorno ai 400 p.b. nel 2016. Forse è così, comunque nel tempo i rischi per i mercati del credito sono diminuiti perché è scesa la volatilità macroeconomica e della politica monetaria ed è aumentata la domanda strutturale di reddito fisso. Il fatto è che, se gli investitori vogliono yield come reddito, devono assumere un rischio di credito e di scadenza maggiore. Questo vale per gli Stati Uniti come per altri mercati. E se vogliono far salire veramente lo yield, allora il mercato sub investment grade, per una duration intorno ai 2 anni, offre rendimenti oltre il 6,5% negli Stati Uniti (oltre il 3,5% in Europa).

**In equilibrio** – Allora il trucco per i portafogli obbligazionari sta nell'assumere rischio per ottenere yield più elevati, ma anche procurarsi una forma di copertura nel caso si manifesti il peggiore scenario economico. Questo si può ottenere con una strategia obbligazionaria ampia e *unconstrained*, oppure attraverso un portafoglio multi-asset con una duration in linea con quella del credito e azionaria.

## La Versione di Iggo

---

I titoli di Stato a lunga scadenza forniscono una copertura contro la recessione e contro una politica monetaria non più accomodante e una posizione al rialzo sul credito a più alto beta offre il potenziale di ottimizzazione del rendimento. Dobbiamo, tuttavia, ammettere che tutto sta diventando costoso in modo rassicurante.

**Al timone** – Quando Jose Mourinho venne esonerato dal suo ruolo all'Old Trafford, la stagione del Manchester United era in stallo e sembrava molto difficile raggiungere i primi quattro posti in classifica. La decisione presa a dicembre di affidare provvisoriamente l'incarico a Ole Gunnar Solksjaer è stata un'ottima idea. La decisione di ieri di rendere tale incarico permanente è stata ancora migliore. Lo United non è al momento tra i primi quattro in classifica nella Premier League, ma con otto partite ancora da giocare, comprese quelle contro il City e il Chelsea, la squadra ha ottime chance di assicurarsi un posto in Champions League per la prossima stagione. Probabilmente si tratta di uno dei campionati più combattuti da molti anni a questa parte e, finire non dico tra i primi quattro, ma anche tra i primi sei, considerato l'inizio di stagione del Manchester United, è un grosso risultato. Tutti i tifosi dello United ora devono sperare che la direzione sostenga pienamente Ole nel calciomercato perché è evidente la necessità di rafforzare la squadra, soprattutto in difesa e a centrocampo. Nonostante la Brexit, credo che diversi nuovi giocatori potrebbero giocare nel campionato inglese quest'estate, vista la sua forza, rappresentata da quattro squadre inglesi nei quarti di finale della Champions League e dalla giovane Inghilterra di Gareth Southgate. Ole diventò una leggenda al Camp Nou nel 1999. Speriamo che la sua squadra faccia lo stesso nei quarti di finale contro il Barcellona.

**Buon fine settimana,**

**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 Investimento 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 espressi 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.