

La Versione di Iggo

5 APRILE 2019



Chris Iggo
Chief Investment Officer, Fixed Income

Voglia d'estate

C'è stato qualche segnale di stabilizzazione della crescita globale, anche se i dati in Europa procedono a rilento. La scorsa settimana, Cina e Stati Uniti hanno pubblicato dati più robusti sul settore manifatturiero. I rendimenti obbligazionari sono saliti leggermente, a indicare che i timori di recessione sono in parte rientrati.

È uno scenario positivo per il credito in cui vale la pena di essere esposti al rendimento supplementare rispetto ai titoli di Stato. Non posso sostenere che il credito sia a buon mercato, né che i tassi sottostanti potrebbero salire un po' a fronte di un miglioramento dei dati. Tuttavia, se i dati migliorassero e il flusso di notizie sulle tematiche che stanno preoccupando gli investitori si facesse più positivo, i mercati del credito dovrebbero ottenere performance più brillanti.

Non più preoccupati per la crescita? – L'indice PMI manifatturiero dell'Institute for Supply Management ha toccato il livello massimo a 60,8 ad agosto dello scorso anno. Nei due trimestri successivi le prospettive per l'economia globale sono generalmente peggiorate. Le stime di crescita sono state riviste al ribasso, le probabilità di recessione sono aumentate e le aspettative sui futuri tassi di interesse sono diminuite. L'improvviso calo di ottimismo in merito all'economia globale ha fatto incrementare la volatilità del mercato, con un calo dell'indice S&P 500 del 20% tra settembre e dicembre, mentre lo spread sul credito high yield USA è salito di 228 punti base e il rendimento dei Treasury decennali è calato di 90 p.b. In altri mercati dove la crescita non è mai stata così robusta come negli Stati Uniti abbiamo assistito a dinamiche analoghe. L'andamento negativo del mercato si è concentrato prevalentemente nei primi tre mesi dopo che i dati economici avevano toccato il livello massimo, e la *price action* successiva dalla fine del 2018 indica che gli investitori hanno reagito eccessivamente di fronte ai dati. Oggi, i dati stessi iniziano a confermare questo orientamento. Gli investitori hanno ottenuto rendimenti robusti da inizio anno e i dati economici sembrano nuovamente in miglioramento.

Stabilizzazione dei dati globali – L'indice ISM USA di marzo è stato pubblicato la scorsa settimana a 55,3 rispetto al recente minimo di febbraio di 54,2. Nonostante le preoccupazioni per gli scambi commerciali, la stretta

monetaria e il rallentamento dell'attività globale, il settore industriale americano ha continuato a crescere. Anche il settore non manifatturiero resta piuttosto robusto, con dati in miglioramento dallo scorso settembre. I dati provenienti dalla Cina appaiono più positivi e l'indice PMI, ampiamente seguito, a marzo è salito sia per il settore manifatturiero che per i servizi. Il prezzo del petrolio e di altre materie prime ha continuato a salire, un andamento non coerente con l'aggravarsi dei rischi di recessione.

Tuttavia, i dati in Europa continuano a essere deboli. L'indice PMI manifatturiero aggregato per l'Eurozona è sceso ancora, mentre quello dei servizi ha riportato un lieve incremento. Se la Cina e gli Stati Uniti stanno facendo meglio dopo sei mesi di rallentamento della crescita, questi sviluppi dovrebbero riflettersi anche in Europa, ma gli ordini industriali pubblicati in Germania per il mese di febbraio mostrano una flessione dell'8,4% rispetto all'anno precedente e ci danno un'idea della gravità della situazione del settore manifatturiero nei Paesi core in Europa. Nel Regno Unito, la Brexit ha inciso sull'indice dei direttori d'acquisto del settore manifatturiero. Il dato complessivo è salito a marzo, ma i dettagli del rapporto evidenziano che questo andamento è attribuibile in buona parte all'accumulo delle scorte da parte delle aziende britanniche superiore al passato. Questo ha fatto salire i sotto-indici relativi alle scorte, ai nuovi ordini e alla produzione, ma è stato generalmente interpretato come il segnale che le aziende si

La Versione di Iggo

stanno preparando agli effetti negativi sulla catena di distribuzione in caso di hard Brexit. Nei prossimi mesi assisteremo probabilmente a un recupero poiché le scorte alla fine si esauriscono.

Ma i tassi restano invariati – Di conseguenza, i dati globali hanno iniziato a giustificare la *price action* più ottimistica sui mercati. Le aspettative sui tassi di interesse di fatto non sono cambiate, ma c'è stato un nuovo irripidimento delle curve dei rendimenti poiché una fase di allentamento monetario aggressivo da parte della Federal Reserve appare persino meno probabile. Mentre marzo è stato un altro mese discreto per i rendimenti obbligazionari, la ripresa degli yield ha determinato un inizio più difficile ad aprile. Sono ancora convinto che i mercati obbligazionari stiano andando discretamente, soprattutto nel credito, poiché lo scenario dei tassi di interesse resterà favorevole. Finora abbiamo assistito a una certa stabilizzazione dei dati economici, mentre l'inflazione resta molto bassa, dunque non è necessario iniziare a scontare un diverso scenario di politica monetaria nel breve termine. In effetti, con un miglioramento dei dati macroeconomici e le banche centrali in posizione di attesa, le prospettive del credito restano molto positive.

Yield di nuovo bassi – Detto questo, gli investitori non dovrebbero farsi alcuna illusione sul fatto che in questo periodo ricevono una remunerazione inferiore dal reddito fisso. Il calo secolare dei tassi di interesse ha prodotto una flessione del reddito derivante dai portafogli obbligazionari. Questo vale in particolare nei mercati dei titoli di Stato dove gli yield più bassi e le curve più piatte hanno ridotto il rendimento del *carry*. In tutti i mercati, le cedole medie sono in calo dalla crisi finanziaria e questa tendenza probabilmente proseguirà con l'emissione di nuove obbligazioni a più bassa cedola. Dunque il reddito non è più una ragione prioritaria per conservare obbligazioni in portafoglio, come lo era in passato. Non si è però volatilizzato del tutto. La componente reddituale del rendimento, nei mercati del credito, resta superiore ai tassi di inflazione. Tuttavia gli investitori devono valutare il rendimento complessivo delle obbligazioni quanto il reddito, se non di più.

La remunerazione del credito – Guardate il comportamento del rendimento complessivo derivante dal credito. Presenta un andamento piuttosto ciclico. Gli investitori vengono remunerati per l'assunzione di rischio di credito, persino in termini *mark-to-market*, nella maggior parte dei casi. Eppure ci sono periodi, solitamente ogni 3-4 anni circa, in cui i mercati del credito riportano performance assai inferiori e registrano un significativo ampliamento degli spread. Dalla crisi finanziaria ci sono stati diversi casi: la crisi europea del 2011, la crisi dell'energia del 2015 e il rallentamento della crescita globale del 2018.

In nessuno di questi periodi c'è stato un aumento significativo delle insolvenze. L'ampliamento degli spread è stato provocato con più probabilità dall'avversione al rischio (gli investitori hanno percepito il credito più rischioso di quanto non fosse) e dalla scarsa liquidità che ha esacerbato le oscillazioni degli spread. I rendimenti successivi a periodi caratterizzati da un profondo e significativo ampliamento degli spread sono stati robusti. La conclusione è che gli investitori *buy & hold* dovrebbero mantenere la loro esposizione al credito in periodi di volatilità (finché sono soddisfatti del rischio di credito a livello del singolo titolo), mentre gli investitori più tattici dovrebbero spostare i loro portafogli verso il credito in caso di ampliamento degli spread. Secondo i dati storici, a livello del segmento investment grade globale, quando gli spread salgono di oltre 100 p.b. in un periodo di 6 mesi, il sovrarendimento nell'anno seguente dovrebbe aggirarsi intorno al 10-15% (oltre quello dei titoli di Stato privi di rischio). I gestori di fondi di credito sofisticati possono adottare tecniche di copertura al fine di limitare le perdite in periodi di ampliamento degli spread di credito (per esempio, acquistando protezione su CDS quando gli spread sono bassi), questo contribuisce a dare un orientamento più positivo ai rendimenti nel corso del tempo.

Né costosi né a buon mercato – Il *sell-off* del credito nel 4° trimestre e i conseguenti rendimenti molto positivi hanno riportato le valutazioni sul livello di metà/fine ciclo. Considerando le medie mobili, gli spread di credito sono vicini ai livelli a più lungo termine, dunque non sono né particolarmente costosi né convenienti. Pertanto, il rendimento del credito probabilmente sarà trainato dal *carry* nel breve termine e un'esposizione attiva sul credito andrebbe orientata verso le componenti del mercato a più alto rendimento. Nello stesso tempo, il rendimento dei titoli di Stato è un po' più alto di qualche settimana fa, ma il valore effettivo dell'esposizione è la protezione che questi strumenti offriranno quando ci troveremo di fronte alla prossima mini-crisi del credito. Non si viene remunerati molto se si conservano titoli di Stato in portafoglio, ma il loro valore sta nell'opzionalità che evidenziano quando i rendimenti degli strumenti più esposti al rischio si deteriorano rapidamente.

2° trimestre: clima caldo e mercati stabili? – Guardando al 2° e al 3° trimestre di quest'anno, i fattori trainanti del rendimento saranno il flusso di dati (che sembra in fase di stabilizzazione) e le prospettive di una soluzione nei negoziati commerciali tra Cina e Stati Uniti e nella Brexit. Entrambi questi fattori hanno probabilmente influito sugli investimenti delle imprese. Un esito positivo, o almeno qualche certezza, potrebbe consentire una ripresa degli investimenti fissi a vantaggio dei settori industriale e tecnologico.

La Versione di Iggo

A loro volta, i dati contribuirebbero a definire le aspettative sui tassi di interesse che, se i dati si facessero più positivi, dovrebbero impedire un ulteriore appiattimento o un'inversione della curva dei rendimenti. In uno scenario più probabile, il credito e le azioni continueranno a fare bene in un contesto che gli investitori saranno riluttanti a considerare come favorevole.

Stadio vuoto – Siamo veramente agli sgoccioli della stagione calcistica. Mancano sette partite di Premier League, questo weekend si terranno le semifinali dell'FA Cup e nelle prossime settimane quattro squadre inglesi giocheranno nei quarti di finale della Champions League. Il Manchester City, dopo essersi assicurato la Cariboa Cup all'inizio della stagione, punta ad altri tre trofei. Un bel risultato, macchiato solo dal fatto che la squadra non sembra essere in grado di riempire lo stadio di tifosi, che potrebbero assistere a uno dei più grandi successi nella storia del calcio inglese. La sfida è difficile naturalmente, con il Liverpool in lizza per la Premier League, e gli Spurs sono un osso duro nella sfida tutta inglese della Champions League (nuovo stadio, ecc.). Lo United affronterà il Barcellona la prossima settimana da sfavorito contro una squadra con 8 punti di vantaggio in testa alla Liga e che ha perso solo 2 partite di campionato in tutta la stagione. La prima partita è all'Old Trafford che può darsi una rispolverata per i grandi match europei. La seconda partita è in Catalogna il 16 aprile, e a Camp Nou potrebbero accadere grandi cose, com'è avvenuto in passato.

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 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.