

# La Versione di Iggo

12 APRILE 2019



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

## La stretta

**È un buon momento per i mercati obbligazionari: questa settimana la Federal Reserve ha confermato ancora una volta che manterrà i tassi invariati nel prevedibile futuro. La Brexit è stata rinviata e i dati economici ci fanno pensare più in positivo. Tra gli investitori continuo però ad avvertire prudenza e mancanza di fiducia nella possibilità di ottenere rendimenti sostenibili nella maggior parte delle asset class.**

**Per il reddito fisso, gli yield appaiono ancora troppo bassi. Eppure il credito sta producendo rendimenti molto robusti e, come dico sempre, i titoli di Stato core rappresentano una copertura qualora si aggravino i rischi. Per il momento suggerisco di mantenere un approccio rialzista in obbligazioni.**

**La grande stretta** – Continua la stretta nei mercati del credito. Ad aprile gli spread sono scesi di circa 7 punti base nei mercati investment grade e di 26-27 p.b. nell'high yield. Sono scesi anche gli spread sui titoli di Stato periferici in Europa. Il restringimento degli spread di credito da inizio anno è stato notevole, con gli investitori felici di acquistare credito per lo yield aggiuntivo in un contesto caratterizzato da tassi di interesse invariati e da una crescita economica modesta. I fattori tecnici del mercato contribuiscono a tali dinamiche; le emissioni non sono state numerose nei mercati investment grade e high yield. Nel Regno Unito il rinvio della Brexit ha avuto un impatto circoscritto sul mercato, mentre gli spread si sono mossi in linea con gli Stati Uniti e l'Eurozona. La domanda di credito nel Paese è stata alquanto robusta quest'anno, trainata principalmente dall'interesse dei fondi pensione per le strategie *buy & hold*. Tali sviluppi sostengono i rendimenti anche se le valutazioni si fanno più costose.

**Il resto del mondo** – Le obbligazioni dei mercati emergenti hanno fatto bene finora nel 2019 dopo i rendimenti negativi del 2018. L'indice JP Morgan Emerging Markets Global Diversified ha prodotto un rendimento complessivo del 7,22% al 10 aprile. Gli emittenti di titoli high yield nei mercati emergenti hanno generato un rendimento complessivo dell'8,5%, dove l'Africa è stata la regione più forte (10,3%). I sottoindici di Egitto, Costa d'Avorio, Ghana, Kenya e Senegal hanno prodotto rendimenti a doppia cifra. Un gruppo di obbligazioni di emittenti africani genera uno yield

in dollari del 7,1%, un livello più alto rispetto a un anno fa ma molto più basso rispetto al rendimento di fine novembre, pari a oltre l'8,5%. L'indice complessivo presenta uno *yield-to-maturity* del 5,98% a fronte di uno yield del 7,1% dello scorso anno. Confrontando il rendimento del debito dei mercati emergenti con quello dei mercati high yield negli Stati Uniti e in Europa e dei mercati sviluppati investment grade, ci sono molti fattori che possono attirare gli investitori verso le obbligazioni dei mercati emergenti. Nel segmento high yield, i mercati emergenti offrono un vantaggio di 147 punti base rispetto al mercato americano e di oltre 100 p.b. rispetto al segmento high yield in euro, con copertura in euro. Nel segmento investment grade, i mercati emergenti rendono il 4,33% rispetto al 3,69% degli Stati Uniti e allo 0,8% dell'Europa (il rendimento dei mercati emergenti con copertura in euro è dell'1,3% circa).

**Sentiment positivo** – Da tempo credo che le prospettive per il debito dei mercati emergenti siano positive. La svolta della Federal Reserve verso la fine dello scorso anno e il successivo calo dei rendimenti dei Treasury hanno evidenziato il grado di interesse dello yield di questa asset class. Il mancato apprezzamento del dollaro ha alleviato le pressioni sulle valute dei mercati emergenti. Finora quest'anno molte monete sono riuscite a rivalutarsi rispetto al dollaro, facendo salire il valore in dollari derivante da un investimento nel debito dei mercati emergenti in valuta locale. Eppure, i titoli in valuta forte hanno generato i rendimenti migliori. Lo spread medio dei titoli di Stato dei

## La Versione di Iggo

mercati emergenti in valuta forte rispetto ai Treasury è ancora oltre i 350 p.b. Ciò rappresenta un buon cuscinetto che può proteggere il rendimento rispetto all'esposizione in Treasury. Gli investitori sono attirati dagli yield più elevati. Questa settimana la compagnia petrolifera dell'Arabia Saudita Aramco ha raccolto 12 miliardi di dollari sui mercati obbligazionari internazionali attraverso un'emissione in più tranche, che comprende un bond da 3 miliardi di dollari in scadenza ad aprile 2029. La cedola era del 3,5% e lo spread di 105 p.b. rispetto al titolo del Tesoro USA comparabile. Questo titolo non è particolarmente conveniente rispetto alle obbligazioni societarie USA, tuttavia rappresenta un utile strumento di diversificazione per chi ha investito nel credito globale ed è preoccupato per la leva finanziaria o per il rallentamento della crescita negli Stati Uniti. Il sentiment nei confronti dell'emittente non sembra aver risentito del fatto che il prezzo del petrolio si trova su un massimo in sei mesi, mentre la recente accelerazione del mercato del petrolio fa pensare che i prezzi possano salire ancora. Un altro fattore di interesse dipende dalla garanzia sovrana implicita molto robusta (anche il rating sovrano dell'Arabia Saudita è A+).

**Il rischio persiste** – Il debito dei mercati emergenti è un'asset class rischiosa. I mezzi di informazione sono tornati a occuparsi di due Paesi che avevano fatto notizia lo scorso anno. La Turchia risente ancora dei timori sul fronte politico ed economico e gli investitori sono preoccupati per le difficoltà economiche dell'Argentina in vista delle elezioni previste più avanti quest'anno. Entrambi i Paesi hanno riportato performance inferiori all'indice JP Morgan nel 2019. Lo *yield-to-maturity* del bond di riferimento Argentina 2028 in dollari è salito di oltre il 10% la settimana scorsa, mentre sia il peso che la lira turca sono scesi rispetto al dollaro. Entrambi i Paesi riflettono le problematiche macroeconomiche tipiche dei mercati emergenti. In presenza di profondi squilibri economici (tipicamente deficit estero e inflazione) servono interventi politici decisi che, a loro volta, possono produrre volatilità e fare pressioni per un cambiamento politico. L'anno scorso la Turchia è intervenuta per frenare la crescita del credito, colmando il deficit delle partite correnti. Da allora, però, il malcontento della popolazione nei confronti dell'austerità ha prodotto un impatto politico che è culminato nel voto di protesta contro il Presidente Erdogan dello scorso mese. Di per sé, ciò incide sulla fiducia degli investitori esteri e crea pressioni sul tasso di cambio. I tassi di interesse *overnight* sono saliti su livelli impressionanti nelle ultime settimane per contrastare la debolezza della lira turca e impedire l'erosione delle riserve in valuta estera del Paese. Infatti, basta guardare ai livelli dei tassi di interesse in questi due Paesi per capire che c'è qualcosa che non va. In Argentina il tasso a 7 giorni è del 66,755% e in Turchia il tasso repo a 1 settimana è del 24%.

**Alto rischio, alto rendimento** – Investire in queste emissioni non è per i deboli di cuore.

La volatilità dei rendimenti per i sotto-indici JP Morgan di Argentina e Turchia è stata rispettivamente dell'8,74% e del 23,8% negli ultimi 10 anni, rispetto a una volatilità del 6,43% per l'indice nel suo complesso. Effettivamente, circa il 7,5% della volatilità per tale indice nel periodo è attribuibile a Turchia e Argentina, una percentuale superiore al loro peso nel valore di mercato dell'indice. Eppure, se negli ultimi 10 anni avessimo investito solamente in Argentina e in Turchia (il 50% su ogni mercato, con un ribilanciamento mensile), avremmo fatto meglio dell'indice generale di oltre il 50% (*leggermente meno dopo aver dedotto i costi di transazione*). Il risultato è un rendimento annualizzato del 13% circa. Naturalmente, il ritorno più alto deriva da un rischio più elevato in termini di volatilità dei rendimenti ma anche dal rischio reale di svalutazione del capitale qualora le condizioni macroeconomiche peggiorassero a un punto tale da non consentire il rimborso del debito. Dopo tutto, l'Argentina non è certamente nuova all'insolvenza. Oggi, i due strumenti insieme rappresentano solo il 6-7% dell'indice. Se negli ultimi dieci anni questi due Paesi fossero stati esclusi da un approccio al debito dei mercati emergenti altrimenti basato sul benchmark, il risultato sarebbe stato un rendimento complessivo inferiore all'indice EMBI total di circa 80 punti base all'anno, con una volatilità annualizzata del 5,8% rispetto al 6,4%. Il rendimento rettificato per il rischio sarebbe stato analogo ma con molto meno stress in merito alla volatilità degli eventi politici ed economici.

**La Cina diversifica** – La percentuale ridotta dei due titoli nell'indice complessivo e la bassa correlazione dei rendimenti idiosincratichi col resto dei mercati emergenti indicano che, per il momento, questa asset class può continuare a riportare un buon risultato nonostante la volatilità che circonda Turchia e Argentina. Negli ultimi tempi, i dati globali sono migliorati un po' (l'FMI sembra non averne tenuto conto nella recente valutazione pessimistica sulle prospettive di crescita) e questo è un elemento favorevole per i mercati emergenti. La Cina resta un fattore importante da monitorare, anche se sono portato a pensare che sia rilevante di per sé e in qualche modo diversa dai "mercati emergenti". Se la Cina riuscirà a sostenere una crescita intorno al 6-7%, allora sarà positivo per l'economia globale e per i fornitori di materie prime e nel settore manifatturiero. Le obbligazioni cinesi hanno riportato performance stabili l'anno scorso e hanno generato un rendimento complessivo del 4,3% finora nel 2019. Resta da vedere con quale rapidità crescerà la presenza estera sul mercato cinese ora che è iniziato il processo di inserimento dei titoli cinesi negli indici globali. Nella componente denominata in dollari degli indici JP Morgan, la Cina ha evidenziato tradizionalmente una volatilità più contenuta rispetto all'indice nel suo complesso e mostra un elevato grado di diversificazione rispetto ai titoli a più alto beta come Turchia e Argentina.

## La Versione di Iggo

---

Le obbligazioni cinesi possono rappresentare un porto sicuro in alternativa ai Treasury USA e ai Bund nei prossimi anni?

**Bene sul fronte macroeconomico** – Le stime economiche di consensus indicano, complessivamente, una crescita stabile nei mercati emergenti per quest’anno e per il prossimo. L’inflazione in genere è scesa negli ultimi anni e le politiche monetarie sono in linea di massima favorevoli, con un livello dei tassi di interesse complessivamente più basso del tasso di crescita del Pil nominale medio. L’America Latina resta la regione che fatica di più a crescere, con l’Argentina ancora in recessione per parte di quest’anno e una crescita complessiva prevista per la regione inferiore al 2,0%. La regione dell’Asia del Pacifico resta relativamente robusta, con una crescita tra il 4,5% e il 5,0%, sebbene questo dipenda dal successo degli interventi politici in Cina a sostegno di tale crescita. Africa e Medio Oriente sono le regioni dove si prevede il miglior delta di crescita e le stime per il 2019 sono ampiamente superiori all’andamento degli ultimi due anni. Queste dinamiche sono in linea con la performance delle obbligazioni finora quest’anno e la propensione nei confronti delle nuove emissioni dei Paesi di queste regioni. Ci sono molti fattori che potrebbero far deragliare la performance dei mercati emergenti: un rapido rialzo dei tassi USA, l’aumento del dollaro, il rallentamento della crescita globale, il contagio da parte della Turchia di altre economie emergenti o un eventuale shock geopolitico. In mancanza di tali sviluppi, le obbligazioni dei mercati emergenti a più alto rendimento dovrebbero continuare a fare bene.

**Totaal Voetbal** – Le partite di Champions League non sono state decisive ma il Liverpool e il Barcellona probabilmente sono in vantaggio in vista del secondo turno della prossima settimana. Juventus - Ajax si prospetta interessante: gli italiani dovranno contare ancora su Cristiano contro il giovane e brillante Ajax. Non è escluso che gli olandesi riescano a strappare una vittoria a Torino. Il Tottenham è certamente in grado di tenere a bada il City, ma per lo United la sfida si prospetta difficile. Mercoledì non è andata particolarmente bene per il Barcellona, ma anche il Manchester United ha chiuso senza tiri in porta. Il gioco dei Reds deve migliorare ma io temo che manchino delle necessarie qualità. Mi aspetto che il Liverpool sia in grado di conservare il vantaggio del 2-0 col Porto, anche se l’Estadio do Dragao farà paura alla squadra mercoledì prossimo. In sei delle ultime dieci stagioni, in finale è arrivata almeno una delle otto squadre ancora in gara. Siamo veramente di fronte all’élite e arrivare a questo punto è un grande risultato. Ajax e Porto sono gli “outsider” e hanno fatto particolarmente bene. Da ragazzino mi piaceva molto l’Ajax (avevo persino la maglia della squadra) principalmente per Cruyff, Neeskens e Rep e per lo stile di gioco chiamato “calcio totale”.

Se il Manchester United non riesce a far uscire dal cappello una trovata come quella del 1999 a Camp Nou, non mi dispiacerebbe poi molto se la coppa finisse ad Amsterdam il mese prossimo.

**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 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.