

# La Versione di Iggo

7 GIUGNO 2019



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

## Questione di duration

**Sono diminuiti i messaggi su Twitter e i mercati si sono stabilizzati. O forse è merito delle banche centrali? Nel frattempo, il mercato obbligazionario mostra sempre più rendimenti negativi. Il segmento a lungo termine del mercato dei titoli di Stato presenta ancora yield positivi, ma è una cosa da adulti. La volatilità è quasi paragonabile a quella dei mercati azionari. È un fattore da non trascurare.**

**La duration è una delle principali fonti di rendimento in un contesto in cui la crescita è dubbia e la politica monetaria si fa nuovamente accomodante. Abbinare la duration a strumenti che producono reddito ci sembra la migliore strategia nell'obbligazionario.**

**Tutto tranquillo** – I mercati si sono stabilizzati un po' questa settimana. Forse perché il Presidente Trump è stato meno attivo su Twitter durante la sua visita di Stato nel Regno Unito. In presenza della Regina non è certo buona educazione giocherellare col cellulare. O forse la comunità di investitori ha rivolto collettivamente l'attenzione al 75° anniversario del D-Day. Ripensare allo sbarco in Normandia ci porta a ridimensionare le discussioni e le tribolazioni politiche di oggi. Ci è persino sembrato che si sarebbe potuto evitare l'annuncio sui dazi alle esportazioni messicane verso gli Stati Uniti della scorsa settimana. Si è diffuso inoltre un certo sollievo grazie agli indici PMI dei servizi migliori del previsto, soprattutto negli Stati Uniti, dove l'indice nel mese di maggio si è attestato a quota 56,9, leggermente al rialzo rispetto al dato di aprile. Anche l'indice dei servizi nell'Eurozona è salito leggermente, così come quello del Regno Unito.

**Piano piano** – Forse però il fattore più importante sono stati i segnali accomodanti provenienti dalla Federal Reserve e dalla Banca centrale europea (BCE). Sulla base delle dichiarazioni dei funzionari della Fed, sembra che la banca centrale sia pronta a ridurre i tassi di interesse, qualora necessario. Su questa sponda dell'Atlantico, la BCE ha prolungato di sei mesi la *forward guidance* e sottolineato l'impatto positivo sulla liquidità delle nuove operazioni di PCT a lungo termine, che dovrebbero partire a settembre. I tassi resteranno stabili almeno fino alla fine del primo semestre del 2020 e le condizioni dei pronti contro termine

appaiono leggermente più accomodanti del previsto. Considerato il livello dei tassi di interesse nell'Area Euro, difficilmente assisteremo a nuovi tagli. La BCE preferirà, pertanto, puntare su altri strumenti per attuare la sua politica accomodante. La situazione potrebbe cambiare con le dimissioni di Mario Draghi, tuttavia per il momento il mercato sembra sufficientemente soddisfatto del lieve cambio di rotta. Certamente ciò ha favorito l'appiattimento delle curve dei rendimenti in Europa e contribuito al calo dei premi per il rischio di credito.

**Yield negativi ovunque** – Lontano dalla Federal Reserve e dalla BCE, questa settimana le banche centrali australiana e indiana hanno tagliato i tassi di interesse. Questi interventi riflettono la fase del ciclo monetario globale in cui ci troviamo in questo momento. Dove c'è l'opportunità di tagliare i tassi, è probabile che il taglio ci sia. Dove i tassi sono già su un livello minimo adeguato e la possibilità di nuovi tagli è limitata, si punta maggiormente sulla *forward guidance* e sulle riserve di liquidità. Praticamente, dove i tassi sono superiori allo zero, è assai probabile che scenderanno verso lo zero a causa delle sfide che si presenteranno alla fine della lunga fase di espansione globale. Dove i tassi sono vicini allo zero, le autorità cercheranno di convincere i mercati del fatto che resteranno su questi livelli per molto tempo. Questo significa che assisteremo a un appiattimento delle curve dei rendimenti e che le riserve globali di obbligazioni liquide verranno scambiate a uno *yield-to-maturity* negativo. Lo evidenzia chiaramente un grafico

## La Versione di Iggo

pubblicato questa settimana da Deutsche Bank, che mostra obbligazioni per circa 11 mila miliardi di dollari che scambiano su yield negativi. È un dato molto vicino al picco precedente del 2016, quando eravamo nel bel mezzo del Quantitative Easing. Sulla base delle recenti dinamiche e dell'evoluzione delle aspettative sui tassi di interesse, supereremo questo picco molto presto. Come illustra bene Deutsche Bank, ciò riguarda circa il 20% di tutti i titoli di Stato e delle obbligazioni societarie in circolazione, che è prevalentemente concentrato in Europa.

**Nel lungo termine** – Prendiamo per esempio la curva dei Bund tedeschi. Il Bund decennale di riferimento ora scambia a un valore negativo di -23 punti base (p.b.). Lo yield a 30 anni è positivo per 37 p.b. Le obbligazioni con scadenza inferiore a 15 anni hanno uno yield negativo. Dunque, se vogliamo investire in un titolo di Stato tedesco con uno yield positivo dobbiamo essere pronti ad assumere una duration lunga. La duration modificata del Bund trentennale di riferimento in questo momento è di 25 anni. Per i meno esperti, questo significa che a ogni oscillazione dello yield di 10 punti, il prezzo oscillerà del 2,5% circa. Dopo aver toccato il livello massimo a inizio gennaio, lo yield è sceso di circa 50 punti base e il prezzo dell'obbligazione è salito approssimativamente del 12,5%. È notevole per un titolo a reddito fisso in un contesto in cui i rendimenti dovrebbero essere molto bassi. Ma la maggior parte di coloro che lavorano coi mercati obbligazionari vi dirà che operare nel segmento a lungo termine della curva può essere altrettanto delicato e difficile quanto operare nel segmento high yield, o persino in quello azionario. In questo mercato è però necessario avere una visione di lungo periodo se si vogliono battere i rendimenti di riferimento, che vengono trascinati al ribasso dalla grande quantità di titoli con rendimenti inferiori allo zero.

**Copertura efficace** – I prezzi dei titoli di Stato a lungo termine sono saliti in concomitanza con il calo dei prezzi azionari e con l'ampliamento degli spread di credito. Anche questo evidenzia l'efficacia della duration come copertura contro gli strumenti esposti al rischio più deboli e, a mio giudizio, ciò andrebbe considerato in ogni portafoglio obbligazionario multi-settoriale o multi-asset. Anche nei momenti migliori è difficile prendere in considerazione i titoli di Stato solamente per il rendimento offerto, soprattutto quando gli yield sono così bassi. Tali strumenti, tuttavia, offrono una copertura efficace rispetto alle azioni con performance negative o al sovrarendimento delle obbligazioni societarie.

**La duration può essere una fonte di rendimento** – Le prospettive di crescita globale sono incerte. In genere c'è accordo sul fatto che la crescita stia rallentando e che i rischi di perdita siano in aumento. Resta da vedere se questa tendenza si aggraverà o meno.

Gli investitori sperano che la svolta accomodante nel ciclo di politica monetaria su scala globale possa sostenere gli strumenti più esposti al rischio. In tal caso, è probabile che le curve dei rendimenti si appiattiscano ancora e che il livello generale dei rendimenti scenda, anche in caso di svolta dei mercati del rischio. Negli ultimi dieci anni, nei periodi in cui gli spread di credito si sono ampliati, i rendimenti *risk-free* hanno continuato a scendere quando i mercati del credito hanno iniziato a recuperare. Questo dipende interamente dal rapporto tra una politica monetaria più accomodante e le aspettative di crescita e di utile a termine. Rientra nella mentalità di chi acquista nelle fasi di ribasso e aspetta l'opzione put della Fed, una mentalità contro la quale è difficile scommettere. In tale scenario, in previsione di due tagli dei tassi da parte della Federal Reserve quest'anno, lo strumento privo di rischio più conveniente ci sembra il Treasury a 30 anni. In questo momento offre uno yield del 2,1% ma, se la Fed tagliasse i tassi all'1,5% durante il prossimo anno (e i prezzi a termine indicano che la probabilità che ciò accada è superiore al 50%), allora lo yield dei Treasury a 30 anni potrebbe scendere al di sotto del 2,0%. Questo ci lascia ipotizzare un rendimento complessivo del 6%-10% per il segmento a lungo termine della curva USA.

**Barbell** – Apprezzo, dunque, una strategia obbligazionaria che si concentra sui titoli a più alto rendimento nel segmento a breve termine della curva, abbinata a un'esposizione di alta qualità su una duration lunga. Il segmento high yield con una duration breve può offrire rendimento da interessi su questo mercato, soprattutto dopo un periodo di ampliamento degli spread. Tanto più se si ritiene che l'allentamento da parte della banca centrale possa stabilizzare gli strumenti più esposti al rischio e che si possa evitare una vera e propria recessione globale. Il rendimento del segmento a 1-5 anni del mercato high yield USA in questo momento è superiore al 6,5%, con una duration di soli 2,1 anni. In Europa, il mercato high yield offre uno *yield-to-worst* del 4% con una duration di 3,5 anni. Una buona analisi del credito consente ai gestori high yield short duration di avere fiducia nei flussi di cassa e nel rischio di insolvenza del mercato. Abbinando questa strategia a un'esposizione a più lunga duration, si crea una copertura naturale contro una performance negativa degli strumenti rischiosi in caso di deterioramento delle condizioni economiche. In un contesto in cui i titoli di Stato a breve/medio termine offrono uno yield negativo, questa strategia Barbell di titoli high yield a duration breve (comprese le obbligazioni dei mercati emergenti) e di titoli "sicuri" a duration lunga ci sembra interessante.

**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.