

## Obbligazioni: il punto della situazione

Ponti (Kairos): se il Treasury USA continua ad essere così interessante, per i Paesi emergenti aumentano le difficoltà. E nell'eurozona vedremo cosa accadrà dopo il tapering di Draghi

Usa il mouse, frecce o sfoglia se touch



numero di 27/06/2018

Finanza e investimenti

La fine del QE della BCE, le preoccupazioni sui tassi, il comportamento dei Treasury, il debito pubblico globale sempre più alto, i bond corporate e quelli dei mercati emergenti. Sono tematiche di stretta attualità per chi opera nell'obbligazionario. Ne abbiamo parlato con **Andrea Ponti, Senior Portfolio Manager di Kairos.**

**In un mondo in piena deflazione da debiti il mantra sembra diventare "Fly to quality, fly to safety"? Cosa c'è di vero?**

Sicuramente è una affermazione corretta.

momento in cui questa rallenta o addirittura si finisce in recessione, qualcosa nel meccanismo si inceppa. Inoltre, ci sono tanti altri fattori: **la globalizzazione**, l'aumento del debito da parte di Paesi che prima erano fuori dallo scacchiere internazionale, un trend demografico in crescita, e tassi di risparmio nel mondo occidentale sempre più bassi. Comunque, **la vera preoccupazione è che il debito non si sia ridotto in 10 anni di politiche fortemente espansive da parte delle banche centrali** e con una crescita economica tendenzialmente tra il 2,5% e il 3%.

Questo ha portato al "fly to quality"



**È purtroppo un trend al quale si assiste negli ultimi 40 anni**, che ha avuto la sua massima esplosione nel 2008. Negli ultimi 10 anni non abbiamo assistito ad una riduzione del debito complessivo, bensì quasi esclusivamente ad un trasferimento da debito privato a debito sovrano (banche centrali e governi). **Ad oggi, I trimestre 2018, a**

**livello di debito complessivo globale siamo al 325% rispetto al Pil mondiale, e le previsioni per i prossimi anni sono di un suo aumento.** Questo rappresenta una causa di preoccupazione. Sappiamo che una delle leve del capitalismo è fondata sulla creazione di debito: finché c'è crescita economica è un percorso sostenibile. Nel

**o al "fly to safety" in questi ultimi anni?** Sicuramente **si, a causa di uno schiacciamento delle curve dei tassi governative** e dell'effetto diretto ed indiretto delle politiche monetarie ultraespansive da parte delle banche centrali. **L'effetto diretto voluto era proprio quello di schiacciare tutti i premi di rischio, dalle curve governative al credito, fino all'azionario.** Per il momento questo obiettivo è stato raggiunto: la FED ha già iniziato l'uscita dal piano di QE. La BCE

ha da poco annunciato la fase operativa della sua uscita dal suo piano. Ma ci troviamo sempre di fronte ad un debito che è imponente, che rappresenterà una fonte di preoccupazione nei prossimi anni.

**Sono in molti che, visti i prezzi dell'azionario, vedono una rotazione verso l'obbligazionario. Qual è la sua idea?**

Per anni si è parlato della famosa "**great rotation**", ovvero l'uscita dei flussi

dall'obbligazionario, che erano in qualche modo in "bolla" a causa delle politiche ultraespansive delle banche centrali, verso gli asset azionari. Finora devo dire che non si è assistito a questa rotazione imponente o com'era stimata nelle previsioni più "nefaste" per quanto riguarda il mondo obbligazionario. Tuttavia, **se ad oggi guardiamo la frontiera rischio-rendimento, probabilmente l'investimento azionario è sicuramente più efficiente ex-ante rispetto al mondo obbligazionario.** Quest'ultimo è distorto, inefficiente per molti tratti, proprio perché in qualche modo si è slegato in primo luogo alla valutazione dei rischi, e poi perché i rendimenti attesi futuri saranno probabilmente molto, molto bassi.

**Il mercato azionario gode invece di altre spinte e altri catalyst.** Abbiamo una crescita economica che a livello globale si aggira comunque al 3%. Le stime degli earnings sono (almeno a

livello USA) di una crescita tra il 7% e l'8%; in Europa un po' meno (tra il 5% e il 6%) causa l'apprezzamento dell'euro rispetto alla fine del 2017. È quindi un mix sicuramente più favorevole al mercato azionario rispetto all'obbligazionario per i prossimi trimestri.

**Due sono le vere incognite: la prima è che se la crescita economica è nella fase finale del ciclo, quanti trimestri potrà avere ancora di espansione. La seconda è chiaramente la guerra commerciale cominciata dall'amministrazione Trump:** questa rappresenta una spada di Damocle per la crescita economica e per i listini azionari. Lo stesso pericolo che rappresenta la fine delle politiche monetarie espansive ("tightening") per i listini obbligazionari.

**Il mercato obbligazionario torna a farsi interessante anche in Europa. Cosa potrà accadere con la fine del QE?**

Negli ultimi due anni la BCE è stata il principale acquirente dei titoli governativi e uno dei principali dei titoli corporate.

Ha rappresentato un fattore fondamentale, ha portato anche uno schiacciamento, aldilà dei "fair value", dei prezzi delle obbligazioni, per cui **la vera domanda è: chi si sostituirà alla banca centrale? Chi sarà l'acquirente marginale di questi titoli?**

È verosimile che la fase della discesa dei tassi sia finita. Dopo il picco negativo dell'estate 2016, ormai la traiettoria è in fase sicuramente ascendente. Con quale passo e a quali target si arriverà, dipende sostanzialmente da due variabili: le modalità di uscita da parte della BCE e l'inflazione (quindi la crescita economica).

**Se dovessimo assistere ad una stabilizzazione del ciclo economico,** ad un raffreddamento delle tensioni geopolitiche in Italia, e i dati dell'inflazione che convergano verso il

target del 2%, è **verosimile che i rendimenti della curva tedesca e anche quelli delle obbligazioni societarie (che sono comunque collegati) non genereranno performance da qui ai prossimi trimestri.**

**Degli acquisti di obbligazioni corporate da parte della BCE ne hanno beneficiato in misura maggiore le imprese di Francia e Germania. Cosa accadrà dopo il tapering?**

È paradossale che a causa della riduzione dei tassi a livello globale e, soprattutto, per gli acquisti da parte della BCE, si sia assistito per la prima volta a **società che emettevano bond corporate a tasso zero. È paradossale perché un conto è prestare i soldi ad un titolo governativo, che comunque è un risk-free, ma una società, anche se non dovessimo fattorizzare il rischio di credito, ha**

**sempre un rischio operativo.** Ricordo perfettamente tre anni fa un'obbligazione dell'EDF che uscì a zero. Si tratta di un'azienda con impianti nucleari: basterebbe - facciamo pure gli scongiuri - che una centrale avesse seri problemi e non credo proprio che il tasso dell'obbligazione resti fermo a zero.

**È un qualcosa che sicuramente si normalizzerà e coloro che hanno più beneficiato degli acquisti della BCE, sia a livello governativo sia corporate, saranno i primi a dover ridare indietro il premio guadagnato con il QE.** A livello governativo sarà in primis la curva dei bund, le cui valutazioni sono state drammaticamente schiacciate e distorte dagli acquisti della BCE. E poi i titoli corporate francesi e tedeschi. **È quindi verosimile una normalizzazione del corso dei prezzi nel corso dei prossimi trimestri.** Si restituisce ciò che si è ottenuto.

**I Tbond Usa stanno avendo un andamento interessante nell'ultimo periodo. Che andamento prevede per quest'anno?**

Sicuramente quando abbiamo iniziato l'anno **al 2,2% il Treasury non era correttamente prezzato.** Era più che plausibile un aggiustamento verso un'area del 2,8%-3%. Siamo arrivati adesso ad una soglia chiave, non solo psicologia o tecnica, ma proprio legata ai fondamentali. **Per il Treasury decennale il 3% è il livello finale ("terminal rate") previsto dalla FED, che lo vede alla fine del rialzo dei cicli dei tassi.** Generalmente, alla fase finale del ciclo economico e alla fase finale del ciclo dei tassi, la curva appare completamente schiacciata. Quindi, se non dovessero esserci ulteriori pressioni inflazionistiche e la FED alla fine del 2019 avrà fatto il lavoro correttamente, i Fed Funds dovrebbero essere intorno al 2,75%-3%, e dovrebbe essere plausibile

un'area del 3% per il Treasury. **In questo momento, a queste quotazioni rappresenta più un'occasione che una minaccia per i prossimi trimestri.**

Inoltre, occorre dire che anche in un'ottica di flusso cedolare e di redditività, avere il Treasury - risk-free asset, zero liquidity risk, no credit risk - al 3% è un investimento che va valutato, soprattutto se lo confrontiamo con il resto del mondo. Basti pensare allo 0,50% del Bund, ai tassi giapponesi ancora schiacciati allo zero, o alle obbligazioni governative europee che ancora sono ancora negative per una discreta parte: in una logica di asset allocation globale, è un investimento da considerare.

**Il rialzo del dollaro ha creato qualche problema nei Paesi emergenti. Cosa potrà accadere se dovesse perdurare?**

Quando parliamo di Emergenti, teniamo

conto di **diverse variabili. La prima è sicuramente il dollaro.** Un dollaro più forte è sicuramente causa di un restringimento monetario e non favorisce assolutamente questi Paesi. Non va dimenticato che molti di questi hanno un debito denominato in dollari, e nel momento in cui devono ripagare un dollaro più alto crea un problema di matching liabilities (corrispondenza delle passività) notevole.

**La seconda è sicuramente il Treasury.** Nel momento in cui questo titolo al 3% è un investimento attrattivo, molti flussi internazionali se convergono sugli asset americani sono in uscita da

quelli Emergenti. Questo è esattamente l'opposto di ciò che è accaduto negli ultimi anni dove i bassi tassi del mondo occidentale portavano i capitali verso i Paesi emergenti, dove c'era comunque un pickup di rendimento sicuramente interessante.

**Il terzo punto da osservare sono chiaramente le commodities.** Queste sono su un trend rialzista, sia sulla parte Agriculture sia Metals e chiaramente l'Oil.

**Quarta variabile è l'elemento geopolitico.** Questo ha rappresentato un problema non indifferente nel primo semestre del 2018. Al di là dell'Argentina o la Turchia, ci sono stati recenti problemi in Brasile, il Messico si affaccia alle nuove elezioni, e questi sono elementi da valutare. Chiaramente va osservato il differenziale tra tassi occidentali e tassi degli Emergenti: più questo si riduce e più è penalizzante. Ritengo piuttosto verosimile che la traiettoria dei tassi sia comunque in fase ascendente, e al

momento vedo più elementi di preoccupazione sui mercati emergenti rispetto a qualche anno fa. Infine, **non dobbiamo dimenticare che oggi i mercati finanziari sono dominati molto dal "positioning",** sul flusso. Spesso si guidano le asset allocation non in funzione dei rendimenti attesi, ma si guarda dov'è il "positioning". **Una trade può anche essere considerata attrattiva, ma se c'è una "positioning crowded", cioè una posizione affollata (su cui sono presenti già tanti investitori), la porta per uscire è sempre stretta e il primo esce, mentre gli altri hanno difficoltà.**

Quindi, grande attenzione ai Paesi emergenti, proprio perché il "positioning" negli ultimi anni si è accumulato ed è probabilmente eccessivo. Questo l'abbiamo visto nei mesi scorsi dove, causa dollaro e rialzo dei treasury, si è assistito a parecchie docce fredde per gli Emergenti e non credo si assisterà ad una

stabilizzazione nei prossimi mesi.

## Finanza e investimenti

