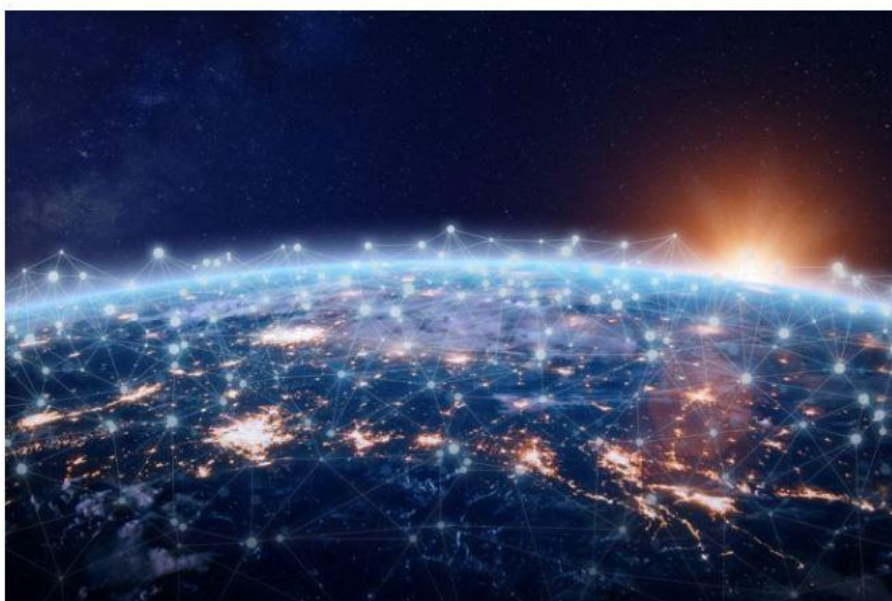


## Obbligazioni: salita prezzi non solo guidata da scelte Fed

By **Stefania Basso** - 21 Maggio 2019

Condividi



L'intervento di **Andrea Ponti**, senior portfolio manager Fixed Income di **Kairos**, all'inchiesta di Fondi&Sicav sul mercato obbligazionario globale

**KAIROS**  
a Julius Baer Group company



*"Il livello di crescita economica sarà cruciale nel medio termine". Andrea Ponti, Kairos*

**L'inversione di rotta della Fed ha dato nuova linfa alle obbligazioni. Dopo il forte recupero delle quotazioni registrato negli ultimi mesi credete che il comparto abbia ancora margini di crescita?**

Nel corso del primo trimestre del 2019 sono stati diversi gli elementi che hanno innescato il

**recupero del mercato obbligazionario.** Senza dubbio l'indicazione della **Fed** di congelare qualsiasi eventuale rialzo dei tassi e di anticipare la fine della riduzione del bilancio è stata la **miccia dell'esplosione del recupero dei mercati.** Ma ulteriore benzina era stata già gettata dalla **distensione delle relazioni commerciali tra Usa e Cina** e da un **atteggiamento molto più accomodante sia della Bce sia della BoJ.** Mentre la BoJ rinvitava *sine die* qualsiasi intervento di normalizzazione della politica monetaria, la **Bce** rinvitava qualsiasi rialzo dei tassi fino al 2020 e annunciava una nuova serie di rifinanziamenti a medio-lungo termine alle banche a condizioni estremamente convenienti (**Titro III**).

Un **posizionamento molto leggero degli investitori,** che avevano ridotto molte posizioni durante un difficilissimo 2018, **contribuiva a creare una base tecnica ideale a supporto del rimbalzo delle quotazioni.**

Pertanto il **risalire dei prezzi delle obbligazioni non è unicamente guidato dalle scelte della Fed, ma** determinato **da una serie di variabili** che verosimilmente consentiranno un **rimbalzo ancora più esteso. Il congelamento dei tassi governativi crea una forza gravitazionale su tutti gli altri segmenti del mercato obbligazionario:** tassi governativi bassi con una volatilità associata schiacciata crea una **ricerca forzata di extra rendimento da parte degli investitori.** Dato questo contesto, ritengo verosimile **nei prossimi trimestri un'estensione dei carry trade.** Inoltre eventuali correzioni dei mercati verranno rapidamente sfruttate da un'abbondante liquidità che deve ancora trovare casa.

**Se inoltre il contesto macroeconomico dovesse stabilizzarsi** e la crescita anche soltanto marginalmente riaccelerare, allora **la spinta per i segmenti più rischiosi del mercato obbligazionario** (segmento **subordinati finanziari e mercati emergenti**) **sarebbe ulteriormente rafforzata.**

**Livelli di indebitamento spesso molto elevati, rating societari e governativi in bilico e rallentamento degli utili aziendali sono elementi chiave per la sostenibilità del debito. Quali di questi driver potrebbe influenzare l'andamento del mercato obbligazionario nei prossimi trimestri?**

La lezione imparata dal 2018 è che i **mercati sono ormai nevroticamente dipendenti dalle azioni di politica monetaria delle banche centrali.** Ogni volta, dal lancio del Qe, che le banche centrali hanno provato a normalizzare la loro impostazione (2013, 2015 e infine 2018) il terremoto creato sui mercati ha portato più o meno rapidamente le stesse banche centrali a ritornare sui propri



passi. Nel 2018 oltre al combinato disposto del rialzo dei tassi e riduzione del bilancio (cosidetto Qt) da parte della Fed, **il rallentamento economico globale e le tensioni geopolitiche hanno creato un cocktail micidiale che ha mandato in corto circuito i mercati**. Pertanto ormai **nel breve e medio termine i mercati sono più guidati dagli indirizzi di politica monetaria che da altre variabili**.

Anche nel mondo *equity* la forte correzione di fine 2018 è stata quasi unicamente dovuta alla contrazione dei multipli, figlia dell'aumento dell'avversione al rischio e non tanto da una variazione delle stime degli utili futuri. Viceversa il recupero del 2019 è avvenuto quasi integralmente sull'espansione dei multipli, esatto opposto di quanto verificatosi nel 2018.

**Cruciale nel medio termine resterà comunque il livello di crescita economica:** se resterà su **livelli** anche **modesti**, gli **attuali livelli di indebitamento sia societari sia governativi resteranno sostenibili** anche grazie a tassi attuali di rifinanziamento fortemente schiacciati. **Escludo anche il rischio che il mercato si avviti nei prossimi trimestri a causa di *downgrade* di massa di corporate societari attualmente BBB che vengano portati a livello di *high-yield*:** in Europa le società non hanno ancora riportato il loro livello di indebitamento agli standard pre 2007-2008 e inoltre hanno già largamente rifinanziato il loro debito fino al 2021-2022. **Uno dei potenziali rischi per i prossimi trimestri è un nuovo inasprirsi delle relazioni commerciali tra Usa e Paesi emergenti** con ricadute sul commercio globale e un rallentamento della crescita mondiale: **le vittime principali sarebbero i Paesi emergenti con un nuovo aumento della volatilità delle loro valute e dei loro titoli obbligazionari.**