

ROCCO BOVE, DI KAIROS PARTNERS SGR

«Traiettorie al ribasso per i tassi»



ROCCO BOVE
head of fixed income
Kairos partners Sgr



Non pensa che il mercato obbligazionario abbia già abbondantemente scontato l'allentamento delle politiche monetarie?

«È probabile che il mercato abbia già scontato abbondantemente in anticipo le decisioni di allentamento della politica monetaria che dovrebbero essere prese dalle banche centrali. L'ottimismo è molto evidente, soprattutto se lo si raffronta alle dichiarazioni dei vari banchieri di queste istituzioni che, però, a loro volta, non potrebbero utilizzare una retorica diversa: sono costretti a mantenere un linguaggio "hawkish" sino a un attimo prima di invertire la rotta. Siamo dinanzi a un gioco di ruolo, dove ciascuno interpreta la propria parte, ma è forse vero che gli investitori hanno peccato di ottimismo pensando che il taglio dei tassi sarebbe potuto avvenire nel primo trimestre dell'anno, evento che personalmente non mi attendo. È così accaduto che l'eccesso di compiacenza ha dovuto fare i conti con un inasprimento del contesto geopolitico, che ha gettato ombre sulla dinamica dei prezzi e ha provocato volatilità sui rendimenti. Penso, però, che sia opportuna una riflessione: ci si può interrogare su quando i tassi saranno tagliati, ma la cosa fondamentale è sapere quale sarà la loro traiettoria. E su questo aspetto non ho



dubbi: sarà al ribasso, anche se comprendo che "quando" e "come" avverrà possano essere oggetto di discussione. La verità è che strategicamente il mercato rimane lungo di tasso e ciò si traduce in un incremento della duration che, ritengo, tocchi, come proxy, anche l'asset class azionaria sensibile ai tassi d'interesse».

Ma come mai si è assistito a questo forte rally di fine anno?

«Ci possono essere diversi fattori che spiegano il movimento. Il primo è che il 2024 è un anno elettorale e, in quanto tale, può essere che nella mente degli investitori ci sia l'ipotesi, in modo più o meno razionale, che le banche centrali non remino contro in un momento di transizione politica, in particolare modo negli Usa. Non voglio, con questa mia affermazione, mettere in discussione l'indipendenza della

Fed, ma c'è questo retropensiero presente nel mercato e non sarei del tutto sorpreso se Powell assumesse un atteggiamento meno rigido di fronte all'interpretazione dei dati. Il secondo fattore è che, dopo la terribile performance del mercato obbligazionario nel 2022 e un 2023 che si dipingeva a tinte fosche sino a settembre/ottobre, alcuni investitori avevano bisogno di recuperare e lo hanno fatto in modo consistente appena si è aperta una possibilità, forse spinti anche dalla paura di perdere un'opportunità (Fomo, fear of missing out). Atteggiamento, quest'ultimo che porta poi a eccessi e al cosiddetto overshooting. Il terzo è che, alla fine dello scorso anno, c'era quasi un allineamento delle stelle, se mi è concessa una metafora, che indicava di avere posizione lunghe sui bond nel 2024. Infine, non va dimenticato l'interessante livello di carry delle stesse obbligazioni che funge da cuscinetto e permette anche di non tro-

vare il migliore timing per investire. In sintesi, quando ci sono valide ragioni per assumere strategicamente un determinato posizionamento, l'importante è cogliere la direzione e quest'ultima è chiara: ribadisco, il carry che i titoli offrono può compensare la volatilità dei tassi».

Quindi è un “no brainer”, essere investiti in bond quest'anno?

«No, perché bisogna prestare attenzione: ci sarà più volatilità di quanto gli investitori si aspettino e il percorso sarà meno ovvio, soprattutto quando l'assunto è che ci si trovi dinanzi a un mercato perfetto. È proprio in questi casi che qualsiasi soffio di vento può generare volatilità. Inoltre ci sarà una dispersione tra i rendimenti che permetterà di fare veramente stock picking, perché le correlazioni scendono».

“Stare lunghi di bond” non è un trade sovraffollato?

«No, perché è vero che c'è consenso, che può sfociare in compiacenza, ma ritengo che siano molti gli investitori che non hanno ancora rivisto la loro posizione e non hanno aumentato la duration nei portafogli. Personalmente, l'effetto sovraffollamento sui bond mi preoccupa solo per gestire la volatilità tattica».

Come si articoleranno le prossime decisioni delle banche centrali?

«Come dicevo in precedenza, per la Fed il mercato assume un atteggiamento più accomodante, vista la scadenza elettorale. Io penso, invece, che continuerà a sottolineare la propria autonomia e cercherà di smarcarsi da condizionamenti politici, senza però mettere a rischio l'economia e sarà “data dependent”. Non appena si materializzerà la giusta combinazione, ossia inflazione in calo ed economia in rallentamento, verrà utilizzata la prima finestra temporale per tagliare i tassi. Sono considerazioni che, in linea di massima, valgono anche per la Bce e le altre banche centrali in una simile situazione: navigheranno a vista, senza prendersi alcun impegno in anticipo».

Taglierà prima la Fed o la Bce?

«Sembrerà controintuitivo, ma credo che le condizioni per il taglio si realizzeranno prima

in Europa che negli Usa, però, alla fine, sarà la Fed a tagliare. Penso che la Fed si troverà in una situazione di impasse sul lato della crescita, più resiliente di quella europea, mentre sul lato dell'inflazione la discesa è presente in entrambe le aree. La Bce potrebbe quindi essere nella condizione di muoversi per prima, ma, per una serie di ragioni, tra le quali il fatto di avere iniziato più tardi i rialzi, seguirà la Banca centrale americana».

Ritiene che ci sia margine di un potenziale errore nella decisione di tagliare i tassi? C'è il rischio che si ripeta ciò che è successo negli anni '70?

«Nessuno può avere questa certezza. Io ho la percezione che si vada verso un mondo strutturalmente deflativo e l'intelligenza artificiale è solo uno dei potenziali fattori che spingono in questa direzione. Inoltre, rispetto agli anni '70, è cambiato completamente il contesto economico. L'impennata d'inflazione è avvenuta dopo politiche fiscali e politiche monetarie estremamente espansive, un unicum che è quasi irripetibile e in un contesto che, ripeto, era deflativo. Le tensioni nel Golfo potrebbero causare ancora un balzo dei prezzi, che sarebbe però legato all'offerta, nei confronti del quale le banche centrali hanno le armi spuntate. Certamente, non sarebbe ovvio tagliare i tassi se l'inflazione complessiva salisse a causa dell'impossibilità di fare transitare le merci nel canale di Suez, ma sarebbe solo una questione di tempo».

Se vi fosse una recrudescenza dell'inflazione, è il caso di proteggere i portafogli?

«Io considero il processo deflativo difficilmente reversibile nel medio periodo, per cui non prenderei posizioni esplicite per proteggere il portafoglio da una ripresa dei prezzi. Credo che sia nel posizionamento sulla duration che si possa, anche se non in modo esplicito, contenere i rischi di un simile fenomeno: eviterei i titoli con lunghe scadenze e sceglierei un pivot tra i cinque e i sette anni. Inoltre, con le curve piatte e le aspettative di irripidimento, non avrebbe molto senso farlo».

A livello di titoli governativi quali sono le sue preferenze?

«Sicuramente i Treasury americani, perché penso che la Fed tagli per prima e abbia più margine per farlo, vista la consistenza degli aumenti precedenti. Tuttavia, non va ignorata la consistente quantità di debito da rifinanziare, di cui non si conosce ancora il baricentro, che potrebbe generare volatilità sul mercato. In Eurozona non faccio distinzioni tra governativi core e della periferia; osservando la dinamica dell'andamento del debito vedo segnali incoraggianti provenienti dall'Italia, dalla Spagna e anche dalla Grecia. Il nostro Paese presenta luci e ombre, ma il rendimento offerto dai governativi è sicuramente generoso. Per quanto riguarda la Germania, al momento è l'economia più in difficoltà in Europa e non ha problemi di debito, per cui merita di essere presa in considerazione. In sintesi, privilegierei, in ordine, Stati Uniti, Eurozona, Regno Unito, Australia e Canada».

E per quanto riguarda il debito emergente?

«Un taglio dei tassi da parte della Fed, è teoricamente, positivo per il debito emergente, perché potrebbe essere accompagnato anche da un indebolimento del dollaro. Ma non sempre i mercati reagiscono allo stesso modo: bisogna seguire da vicino le evoluzioni e fare alcuni distinguo. Tuttavia, credo che se l'economia rallentasse non eccessivamente e il biglietto verde perdesse un po' della forza dell'ultimo periodo, potrebbero esserci interessanti opportunità nei mercati emergenti».

Qual è la sua valutazione sul mercato del credito?

«Penso che il 2024 sia un anno positivo per il credito: gli spread sono in compressione e c'è molto carry. In questa prima fase di assestamento rimarrei sulla parte più difensiva, come il credito Ig, ibrido, finanziario senior e, selettivamente, subordinato finanziario, mentre in corso d'anno mi sposterei gradualmente verso il segmento Hy. Le metriche del mercato europeo e americano mostrano un'ottima qualità degli emittenti/emissioni e non sono presenti scadenze imminenti. Inoltre, noto con piacere che si è riaperto anche il mercato primario. È ovvio che, con un'economia in rallentamento e i tassi più elevati il default rate salga, ma non intravedo dinamiche preoccupanti».