

KAIROS PARTNERS SGR

Bond, come approcciare uno scenario Goldilocks

a colloquio con **Rocco Bove**

Che cosa ha colto dalle dichiarazioni della Fed dello scorso settembre, quando è stato deciso di tagliare i tassi d'interesse?

«Ho capito che c'è una particolare attenzione verso il mercato del lavoro. Del resto il tema è stato più volte toccato dal presidente Jerome Powell nel suo intervento ed è un aspetto che rientra nel doppio mandato della Banca centrale. Senza entrare nel merito dell'analisi econometrica dei recenti dati, direi che quelli dell'occupazione americana hanno mostrato delle evidenti debolezze».

Già a Jackson Hole Powell aveva parlato di una situazione del mercato del lavoro che suggeriva un aumento dei rischi al ribasso per l'occupazione....

«Concordo. I toni erano improntati alla cautela, tanto che alcune voci speculavano sul fatto che il diverso atteggiamento di Powell potesse essere letto come una maggiore permeabilità alle pressioni politiche. Di fatto, i dati più deboli del mercato del lavoro e la decisione di un conseguente taglio dei tassi hanno dimostrato la coerenza dell'azione dell'istituzione centrale, mentre la stringa delle rilevazioni sulla situazione occupazionale ha

fornito una lente per contestualizzare quanto dichiarato al simposio nel Wyoming. Inoltre, bene che il taglio sia stato di 25 punti base, perché, se l'ammontare fosse stato maggiore, avrebbe rinfocolato le voci di una scelta fatta per compiacere l'amministrazione governativa: le ragioni della decisione, invece, sono state di natura prettamente economica».

Questi dati potrebbero indicare che il ciclo economico degli Usa stia per rallentare fortemente?

«Direi proprio di no, visto che, sotto certi aspetti, l'economia sta dando prova di buona tenuta. Siamo in uno scenario Goldilocks: non c'è recessione, la Fed sta allentando la politica monetaria e l'inflazione sembra sotto controllo. Quest'ultima potrebbe avere alcuni momenti contenuti di surriscaldamento fisiologico, che però sono già incorporati dal mercato: del resto le piazze finanziarie sembrano prezzate per la perfezione. Le uniche due cose che "stonano" nel contesto descritto sono la performance dell'oro e le dinamiche sulle scadenze lunghe della curva dei rendimenti».

In che senso?

«Il primo è diventato un'alternativa in un



ROCCO BOVE
head of fixed income
Kairos Partners Sgr

mondo che si dedollarizza, e non uno strumento di mera diversificazione, il secondo impone una disamina attenta. Basterebbe infatti pensare che due anni fa le curve dei tassi si erano invertite, dopo i rialzi forzosi, per poi appiattirsi. Il fatto che oggi si irripiscano ritengo sia fisiologico: stanno riguardando, sostanzialmente, la loro naturale pendenza positiva. Lo "steepening" degli ultimi sei mesi è senz'altro molto marcato, ma basterebbe allungare il periodo di osservazione a tre-cinque anni per leggere come fase di normalizzazione un movimento che ora appare gigantesco. Questa mia considerazione vale però per i titoli con scadenza sino a 10 anni, mentre per le emissioni di più lunga durata, come nel caso del trentennale, la situazione cambia».

Ossia non si è più dinnanzi a una normalizzazione dei corsi?

«La mia lettura è che dopo la Grande crisi finanziaria, ma soprattutto all'indomani della pandemia, tutti gli stati hanno fatto un enorme ricorso all'indebitamento. E come sempre accade, c'è un momento in cui i mercati finanziari si riaggiustano e prendono atto del cambiamento avvenuto: il forte incremento del debito di alcuni paesi ha portato gli investitori a richiedere, per le scadenze più lunghe, un term premium più alto, in particolare per quelle realtà il cui livello del debito su Pil è aumentato sensibilmente. Quanto descritto è un fenomeno che sta avvenendo non solo negli Stati Uniti, ma a livello globale, e viene esasperato dall'incertezza politica, indipendentemente dal fatto che sia causata dall'instabilità dell'esecutivo francese o dalla difficile lettura delle prossime decisioni dell'amministrazione americana. Le pressioni, in questo senso, diminuiscono là dove c'è maggiore stabilità politica, come sta succedendo per alcuni paesi della periferia europea».

Il deterioramento dei conti pubblici francesi e la precarietà del governo la preoccupano?

«La traiettoria del debito francese si è decisamente deteriorata. Ciò nonostante, non mi attendo che la situazione precipiti o che le difficoltà della Francia possano contagiare i mercati in modo trasversale, visto che la nazione soffre di un problema idiosincratico di natura economica, politica e sociale. Non siamo più nel 2011 e oggi la Banca Centrale Europea ha

più strumenti a disposizione per evitare una crisi come quella di allora».

Quali sono le dinamiche che si sono innescate sui mercati riconducibili all'aumento del debito degli stati?

«In questi anni si è assistito a uno spostamento del debito da pubblico a privato, da societario a governativo sui mercati finanziari, con gli spread delle obbligazioni corporate che sono prossimi ai minimi assoluti, poiché le aziende stanno bene e, a livello fondamentale, la qualità del credito è ottima. Questa è una delle ragioni che spiega perché siano aumentate le tensioni sulle scadenze più lunghe dei titoli di stato (trentennale)».

Come ci si comporta in un contesto in cui i mercati sono prezzati per la perfezione?

«Ci sono degli ottimi motivi di carattere fondamentale per i quali le piazze finanziarie hanno raggiunto i livelli attuali e la volatilità è scesa così tanto, ma bisogna prestare molta attenzione a come le condizioni possano cambiare. Un gestore serio, infatti, nonostante non possa ignorare gli elementi positivi che caratterizzano lo scenario in cui sta investendo, deve essere consapevole che alcuni rischi esistono (penso ad esempio a quello geopolitico) e premunirsi in tal senso. Credo sia opportuno avere un'esposizione al reddito fisso composta da emissioni, sia governative, sia societarie. In merito a queste ultime, il carry è l'elemento che le rende appetibili, visto che lo spazio di apprezzamento che può derivare da un restringimento degli spread è limitato. I rendimenti di questi titoli, infatti, possono essere utilizzati per rinforzare quelli dell'universo dei governativi, che dovrebbe essere costituito da obbligazioni con scadenze con un pivot a cinque anni (tra i tre e i sette anni per quanto mi riguarda), perché sopra il decennale c'è molta volatilità implicita».

Quindi doppia funzione delle obbligazioni societarie?

«Sì, da un lato servono a diversificare, dall'altro contribuiscono ad aumentare il rendimento di un portafoglio di cui una parte è investita in governativi, attualmente sotto pressione. A un siffatto portafoglio aggiungerei anche una piccola esposizione a strumenti che offrano protezione dall'inflazione,

adesso che non c'è e, di conseguenza, non è prezzata dal mercato».

È preoccupato che l'inflazione ritorni a correre?

«Il mio suggerimento è legato a un fattore strategico e a un altro più contingente. Il primo riguarda la protezione dall'inflazione, che si compera quando quest'ultima non c'è; il secondo è l'utilità di avere un'esposizione di cui il portafoglio potrebbe beneficiare nel caso l'introduzione dei dazi dovesse provocare una piccola riaccelerazione dei prezzi al consumo».

Tornando ai titoli del credito, riflettendo sui livelli del carry, meglio l'Hy rispetto all'Ig?

«Sì, considerando, appunto, i rendimenti. Tuttavia, va ricordato che più si scende in termini di rating all'interno della componente Hy o dei subordinati finanziari, più è necessario avere una conoscenza approfondita degli strumenti in cui si investe. La mia è una considerazione che abbraccia tutto il mondo del credito (ma ovviamente non solo): meglio evitare il "fai da te" e optare per le opportunità di un fondo d'investimento, gestito da figure professionali competenti e con la possibilità di fare un'ampia diversificazione all'interno della stessa asset class».

C'è qualcosa che la preoccupa dell'attuale contesto dei mercati?

«Innanzitutto, la geopolitica, anche se è una variabile sulla quale è difficile avere visibilità e controllo precisi. La situazione che si sta vivendo è affollata da rischi geopolitici che il mercato al momento non considera e continuerà in questa direzione sino a quando potrebbe avvenire, da un momento all'altro, il contrario. In secondo luogo, il posizionamento degli investitori è molto simile e orientato nella stessa direzione: ci sono diverse ragioni fondamentali alla base di questo consenso, ma avere un'esposizione quasi omogenea sugli stessi temi può essere foriera di violente reazioni dei corsi, come nel caso dei primi giorni d'aprile. Infine, sullo sfondo, ma molto lontano nel tempo e sfumato, intravedo il rischio di un calo di fiducia nei confronti del sistema incentrato sul dollaro. Tuttavia, si tratta di un rumore di fondo che non può essere ignorato da un professionista della finanza e che espone a una volatilità sottostante cui si può rispondere solo aumentando la diversificazione».