

A

# BOND, NON È LA FINE DEL CICLO

a cura della redazione  
twitter @ADVISOR\_ONLINE

Quali saranno i principali rischi e quali le grandi opportunità in ambito obbligazionario? È questa la grande domanda posta questo mese da **ADVISOR** agli strategist delle principali società di gestione attive in Italia per scoprire quali sono le attese degli operatori dell'industria sul fronte bond.

## AMBROSETTI AM SIM

La dinamica tassi in America resta al rialzo, sebbene con una progressività difficilmente stimabile oggi e strettamente legata ai dati di inflazione e agli indici di crescita del mondo del lavoro. In area Euro, dove la crescita non è ancora autonomamente solida, si teme invece molto la fine del QE che ha sostenuto un po' artificialmente il mercato bond per molto tempo. Il passaggio ad una politica monetaria meno accomodante riteniamo sarà graduale e gli investitori avranno ancora un po' di tempo per adeguarsi ad un nuovo paradigma in cui non sarà facile ritrovare i rendimenti sicuri delle obbligazioni governative a cui ci siamo abituati nell'ultimo ciclo ed anche in questo caso gli investitori non potranno accedere a buoni risultati se non accettando un proporzionale aumento del rischio.

## AMIRAL GESTION

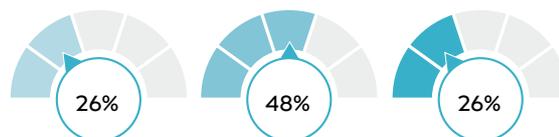
I principali rischi sono legati alla duration degli investimenti e alla qualità del rischio di credito assunto. È importante avere sotto controllo la duration e un'accurata selezione degli emittenti. A livello di opportunità, siamo convinti sulla necessità di investire a livello globale e con flessibilità di scelta.

## ANIMA HOLDING

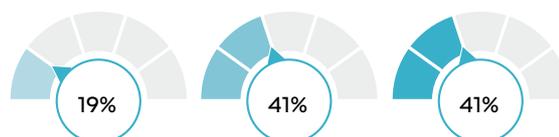
Ci aspettiamo che la crescita globale continui a rallentare, ma non in modo drastico e prevalentemente per l'indebolimento della crescita americana, e che il processo di normalizzazione delle politiche monetarie continui. La politica resterà al centro della scena e i primi mesi dell'anno potrebbero vedere un pur modesto allentamento delle tensioni commerciali fra Stati Uniti e Cina (un ridimensionamento delle tensioni in Italia e sul fronte Brexit c'è già stato). In questo contesto, le obbligazioni governative prive di rischio offrono poco valore, specie considerando il crollo dei ren-

dimenti provocato dalla violenta ondata di avversione al rischio che ha caratterizzato le ultime settimane del 2018. Lo scenario prezzato dagli investitori è talmente pessimistico che la curva dei Future sui Fed Funds sconta un taglio dei tassi da parte della Federal Reserve americana nel 2020, mentre il primo aumento

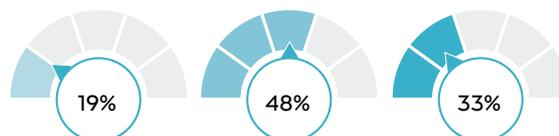
### AZIONARIO ITALIA



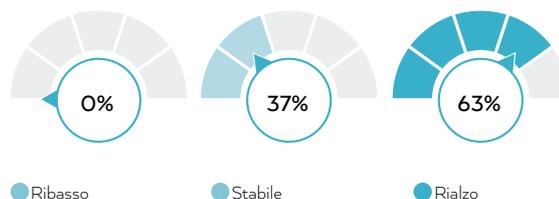
### AZIONARIO EUROPA



### AZIONARIO USA



### AZIONARIO EMERGENTI



● Ribasso ● Stabile ● Rialzo

dei tassi da parte della BCE è stato posticipato a giugno 2020. Ad offrire le migliori opportunità sono le obbligazioni dei Paesi Emergenti. Nel corso del 2018 hanno subito forti penalizzazioni, per una combinazione di fattori (aumento dei tassi americani, apprezzamento del dollaro, rallentamento della crescita globale ed escalation del rischio politico), e le valutazioni sono attraenti. Nei prossimi mesi dovrebbero peraltro beneficiare di una stabilizzazione della crescita cinese, complice l'annuncio di importanti misure di stimolo, e dell'indebolimento del dollaro.

#### BANCA GENERALI

Il bund rimarrà sostenuto fino a che non si avranno schiarite su Brexit ed elezioni europee previste in maggio. Fino ad allora potrebbe rimanere in un intorno di 0,50bps. Il treasury americano calato negli ultimi mesi dal 3,20% al 3% potrebbe risalire al di sopra del 3%. Qualora si verificasse una recessione, per ora non prevista, vista la crescita del prodotto interno lordo globale al di sopra del 3%, il decennale americano potrebbe tornare al di sotto del 2,5%. Difficile vedere un ribasso sul rendimento del bund attualmente allo 0,26%.

#### BANCA PATRIMONI SELLA & C.

La Banca centrale americana pare aver preso atto della fase di rallentamento che potrebbe imboccare la crescita e ha rimesso in discussione anche la riduzione del bilancio, sebbene ancora in maniera non ufficiale. Tanto è bastato per far scendere i tassi su tutta la curva indebolendo la valuta statunitense. La BCE, che deve affrontare il rallentamento tedesco e francese, non può fare altro che allinearsi per evitare un eccessivo indebolimento del dollaro. La rivolta dei gilet gialli potrebbe dare il via a politiche fiscali europee più generose, andando a pesare sulle prospettive dei tassi core europei e favorendo in termini relativi quelli italiani, ma rimane lo spettro delle elezioni di maggio quindi di una crescente volatilità. Aumentano quindi i rischi sui tassi core e non core europei più a lungo termine. Le obbligazioni dei paesi emergenti rimangono fra le asset class favorite data la prospettiva di una liquidità ancora abbondante e da un dollaro meno forte.

#### BNP PARIBAS AM

Il 2019 si apre con livelli di rendimento dei principali titoli di stato relativamente bassi e banche centrali su un sentiero di normalizzazione coerente con una generale crescita economica internazionale. In tale contesto, la view obbligazionaria espressa da BNP Paribas Asset Management rimane di sottopeso sulla duration "core" europea, in particolare sul titolo di stato tedesco, che, dati i livelli attuali, esprime forte avversione al rischio presso gli investitori ma non rispecchia i comprovati progressi economici registrati post QE sull'area. Sul fronte del credito, BNPP AM adotta un approccio di neutralità sugli spread sia investment grade che high yield. Quanto appena detto accade poiché il credito, in un contesto di riduzione della liquidità fornita dalle banche centrali, continuerà verosimilmente a mostrare debolezza nei prezzi. La posizione sull'obbligazionario ad alto rendimento è stata di recente portata a neutrale dopo un lungo periodo di sottopeso. Il mo-

vimento descritto ha natura tattica e segue il forte aumento degli spread registrato nel quarto trimestre del 2018. È possibile dunque osservare che l'obbligazionario non fornisce in questa fase ai portafogli la consueta capacità di diversificazione vs investimenti in rischio. BNPP AM preferisce quindi adottare un approccio di neutralità sull'asset class obbligazionaria, da accompagnare, nel corso dell'anno, con un approccio più tattico, così da sfruttare eventuali finestre di opportunità. A tal proposito, anche posizioni long/short possono essere utili, BNPP AM, implementa nelle linee gestionali flessibili un trade lungo US treasury 5anni vs corto Bund tedesco di pari durata, capace di fornire protezione su scenari estremi di mercato e sfruttare il già avvenuto ritracciamento di prezzo sul titolo di stato americano.

## LA NORMALIZZAZIONE DELLA POLITICA MONETARIA E IL NERVOSISMO DEGLI INVESTITORI ALL'APPROSSIMARSI DELLA FINE DEL CICLO SONO VENTI CONTRARI PER GLI SPREAD

#### CANDRIAM

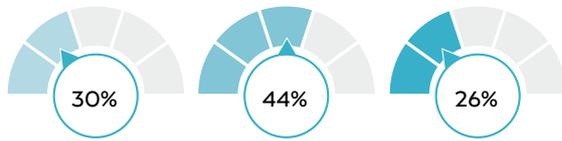
Quali sono le opportunità? Se i timori sulla crescita globale guidano il mercato, allora i titoli di stato sono una buona copertura per un portafoglio diversificato. Non portano rendimenti, ma contribuiscono a limitare il drawdown e la volatilità. Riteniamo inoltre che il debito emergente abbia un rendimento atteso interessante e restiamo costruttivi su questa asset class.

#### COLUMBIA THREADNEEDLE INVESTMENTS

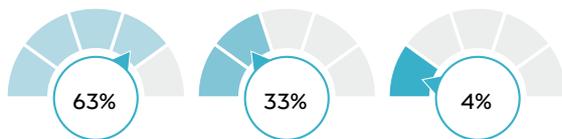
È troppo semplice affermare che il mercato del reddito fisso nel 2019 si trova "nella fase finale del ciclo". Le politiche monetarie sono divergenti a livello mondiale. I tassi d'interesse statunitensi appaiono più interessanti, dato che i rendimenti sono saliti notevolmente, e la modalità di reazione della Fed è probabilmente destinata a cambiare. Nel frattempo, manteniamo un approccio difensivo sui tassi d'interesse in altri mercati sviluppati, in quanto il ciclo di incremento dei tassi è appena iniziato. Per quanto riguarda il credito societario, ci preoccupa il livello elevato di indebitamento tra le aziende statunitensi, ciononostante ravvisiamo opportunità legate alle divergenze tra settori e aree geografiche. Il ciclo del credito al consumo appare particolarmente promettente, e abbiamo individuato opportunità allettanti con un potenziale di generazione di reddito nel mercato dei prodotti strutturati. Il credito sovrano (soprattutto nei mercati emergenti) offrirà oc-

A

### OBBLIGAZIONARIO ITALIA



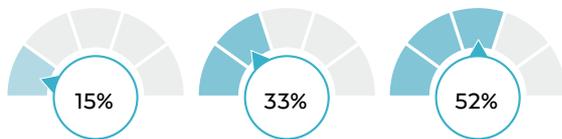
### OBBLIGAZIONARIO EUROPA



### OBBLIGAZIONARIO USA



### OBBLIGAZIONARIO EMERGENTI



● Ribasso ● Stabile ● Rialzo

casioni appetibili nel 2019 per effetto della netta impennata dei rendimenti, pur restando soggetto ad ampie differenze tra i vari paesi. Benché il 2018 sia stato un anno negativo per le obbligazioni, il 2019 potrebbe offrire risultati molto più interessanti agli investitori che sapranno destreggiarsi tra cicli di credito e politiche monetarie molto divergenti.

#### CONSULTINVEST

In presenza di un rallentamento dell'economia, come già manifestato dai mercati a dicembre 2018, le obbligazioni high yield potrebbero soffrire, in quanto i livelli di default implicito sono ancora bassi e non scontano un rallentamento dell'economia. Se il rallentamento sarà di modesta entità, le obbligazioni dei mercati emergenti, dopo un anno di sofferenza, presentano delle valutazioni e dei livelli di rendimento più interessanti in termini relativi, specialmente considerando quelle in valuta locale. Un rischio per le obbligazioni, specialmente negli USA, potrebbe derivare dall'eccesso di offerta, come conseguenza della necessità di finanziare il deficit, in una situazione in cui non la Fed ha concluso il suo piano di acquisti.

## NEL MONDO OBBLIGAZIONARIO STA GRADUALMENTE AUMENTANDO L'ESPOSIZIONE AI MERCATI EMERGENTI, CHE È CONSIDERATA LA MIGLIORE OPPORTUNITÀ IN QUESTA FASE

#### DPAM

Continuiamo a ritenere che i rendimenti abbiano ancora un certo potenziale di crescita. Le pressioni sui prezzi continuano a crescere, anche in Europa, a causa dell'aumento dei salari. Non vediamo tuttavia alcun motivo per ritenere che l'inflazione (di base) aumenterà bruscamente. Rimangono presenti elementi strutturali (come l'invecchiamento della popolazione) che impediscono un aumento progressivo dei salari e del livello generale dei prezzi. Nel breve termine, poiché le banche centrali stanno diventando acquirenti meno dominanti sul mercato obbligazionario, la volatilità potrebbe aumentare. L'implicita aspettativa di inflazione rimane molto moderata, anche negli Stati Uniti (2,1%) dove i segnali di pressione sui prezzi continuano a crescere. Tuttavia, è improbabile che si osservi un picco dell'inflazione. Le obbligazioni legate all'inflazione sono diventate meno interessanti rispetto a qualche mese fa. Le strategie unconstrained e quelle sul debito dei paesi emergenti offrono le maggiori opportunità.

#### EURIZON

Dato l'attuale livello dei tassi la parte breve e media della curva italiana risulta interessante, essendo l'unica che presenta rendimenti positivi tra i paesi dell'area Euro. Considerazioni simili valgono per i titoli a breve e media scadenza emessi dal governo USA che già scontano la gran parte dei rialzi futuri della Federal Reserve. Ovviamente in questo caso bisogna tenere conto della volatilità del dollaro. Per quanto riguarda le parti lunghe delle curve, i titoli USA riteniamo possano offrire più opportunità che rischio perché un ulteriore inasprimento della politica monetaria americana ci sembra poco probabile. Al contrario i Bund potrebbero risultare interessanti solo a patto di avere uno scenario di riferimento super difensivo, che al momento non è il nostro. Peraltro se dopo le elezioni europee di maggio il premio al rischio politico in Eurozona dovesse ridursi i tassi del Bund sarebbero a rischio di rialzo. Infine, in uno scenario di prosecuzione della



ripresa globale, ci appaiono interessanti le obbligazioni dei paesi emergenti.

#### FIDEURAM INVESTIMENTI SGR

Nel mondo obbligazionario stiamo gradualmente aumentando l'esposizione ai mercati emergenti, che riteniamo essere la migliore opportunità in questa fase. Per quanto rimangano incertezze sulle tariffe, la prospettiva di una Fed più flessibile contribuisce ad allentare la tensione. Le valutazioni scontano già un certo grado di deterioramento macro locale e al momento pensiamo che il rallentamento ciclico cinese possa stabilizzarsi a partire dal prossimo trimestre. Per contro il credito societario investment grade e high yield ci pare meno interessante. In parte le valutazioni hanno corretto per riflettere fondamentali meno solidi, ma il percorso di reintroduzione dei premi per il rischio ci pare meno avanzato rispetto agli emergenti. Non ci aspettiamo però un aumento significativo dei tassi di default così che il rischio di downside non è enorme. Le obbligazioni governative ci appaiono care, sia in Europa che in USA dove la curva segnala attese di easing monetario nella seconda parte dell'anno che ci sembra un po' prematuro. Tuttavia utilizziamo le obbligazioni di alta qualità per diversificare il rischio azionario che manteniamo nei portafogli.

#### GAM (ITALIA) SGR

Lo scenario più probabile che si sta delineando a livello macroeconomico è di una crescita globale in rallentamento, con una inflazione contenuta, al di sotto dei target stabiliti dalle Banche Centrali. Queste ultime sembra siano avviate ad avere un approccio tutt'altro che aggressivo sulla politica dei tassi di interesse. Questo contesto fa sì che le attese di un rialzo delle curve governative siano rinviate e che possa proseguire una fase relativamente favorevole a questa asset class, così come per i bond governativi dei Paesi Emergenti in valuta forte. La previsione di un dollaro in

moderato deprezzamento darebbe slancio anche agli investimenti in valuta locale. In caso invece di inflazione più alta delle attese, potrebbero verificarsi tensioni sul mercato obbligazionario, con deprezzamento dei corsi.

#### MARZOTTO INV. HOUSE

Contro ogni aspettativa il 2018 è stato molto favorevole ai governativi dei paesi Core europei tra i pochi comparti obbligazionari positivi. Questo li rende molto vulnerabili per l'anno in corso durante il quale ci si attende una normalizzazione della politica monetaria europea con una pressione generalizzata sul comparto del tasso fisso. Se lo scenario economico non peggiora eccessivamente e la crescita economica si manterrà sui livelli stimati (mondo 3,7%, Europa 1,6%) la periferia europea può fornire rendimenti interessanti ed in particolare la Spagna potrebbe beneficiare di un rating upgrade.

#### MEDIOBANCA SGR

In un anno da più parti considerato come l'anno del consolidamento della crescita globale (c.d. fase di late cycle), i rischi per l'asset class obbligazionaria derivano sostanzialmente da sorprese positive sul fronte del ciclo, tali da spingere le principali banche centrali verso politiche monetarie più restrittive delle attese e in generale i rendimenti obbligazionari verso l'alto. In tale scenario il segmento più in difficoltà sarebbe ovviamente quello governativo che su alcuni emittenti, quali lo stato tedesco, non potrebbe nemmeno contare sull'effetto ammortizzatore del "carry". A seguire quello corporate, su cui si assisterebbe a un consolidamento di un trend già avviatosi nel 2018: il riemergere del rischio idiosincratico. Con condizioni di finanziamento via via più restrittive e tassi di default al di sotto delle medie storiche, è facile ipotizzare una situazione di divergenza tra i debitori in salute, in grado di agganciare ai trend di crescita e quelli più in difficoltà con prospettive

A



meno brillanti. Le opportunità andranno quindi ricercate singolarmente attraverso attività di “picking” sfruttando i momenti di volatilità e risk-off del mercato per posizionarsi su crediti più solidi ed i momenti di risk-on per alleggerire quelli più speculativi. Tornando al governativo troviamo interessante la parte breve termine della curva statunitense e continuiamo a monitorare le emissioni legate all’inflazione.

#### MFS INVESTMENT MANAGEMENT

Gli spread in tutto lo spettro del credito, dai titoli europei di buona qualità a quelli americani ad alto rendimento, hanno chiuso il loro anno peggiore dal 2008. L’ininterrotto processo di normalizzazione della politica monetaria convenzionale e non, oltre a indebolire i fondamentali societari, resta motivo di preoccupazione per i mercati del credito. A ciò si aggiunge una serie di altri fattori che influenzano i livelli degli spread. Tra questi, per quanto riguarda il credito europeo, il rischio politico persistente in Europa porta a delle preoccupazioni sulle tariffe commerciali e per la creazione di un effetto leva tra le società investment grade, in particolare negli Stati Uniti. Può essere difficile isolare l’influenza della stretta della politica monetaria sulle obbligazioni societarie.

#### NN IP

La crescita economica globale è sana e dovrebbe mantenere gli spread vicini ai livelli attuali, ma l’aumento della volatilità rimarrà. L’attuale normalizzazione della politica monetaria e il nervosismo degli investitori all’approssimarsi della fine del ciclo sono venti contrari per gli spread. Mentre una forte crescita globale è positiva per i mercati del credito investment-grade, una crescita solida e l’inflazione potrebbero portare a una politica monetaria più restrittiva. Se la Fed dovesse ridurre più rapidamente il proprio bilancio e attuare ulteriori aumenti dei tassi, ciò potrebbe pesare sull’economia globale. Con la BCE che ha terminato il suo

programma di QE e la Fed che riduce il proprio bilancio, vediamo una dinamica della domanda e dell’offerta meno favorevole per i titoli di Stato sicuri, fattore che contribuisce al graduale aumento dei rendimenti. Preferiamo le obbligazioni indicizzate all’inflazione a quelle nominali, in quanto il proseguimento della normalizzazione economica dovrebbe aumentare le aspettative di inflazione a lungo termine negli Stati Uniti e nell’area dell’euro. Date le nostre prospettive costruttive di crescita e la nostra previsione di un aumento graduale dei rendimenti dei titoli di Stato sicuri, preferiamo asset a reddito fisso con duration inferiore che beneficino della crescita.

#### PICTET ASSET MANAGEMENT

L’atteggiamento della FED, dopo innumerevoli giri di valzer da parte di Powell a partire da ottobre, sembra aver preso un tono decisamente dovish da inizio gennaio, quando il mercato ha ascoltato con attenzione le rassicurazioni relative alla diminuzione dei reinvestimenti sul bilancio della FED (-\$400miliardi/anno). Le condizioni finanziarie sono decisamente peggiorate e sembra essersi riavvicinata la Put dei banchieri centrali (che si attesta probabilmente in area 2300-2400 punti su S&P500). Sul reddito fisso vediamo opportunità in questa fase soprattutto sui tassi reali USA: le aspettative sull’inflazione sono scese rapidamente complici probabilità di recessione in aumento (un’esagerazione a nostro avviso) e crollo del prezzo del petrolio. Crediamo ci sia anche del valore sui mercati emergenti e in modo particolare sul debito emergente in valuta locale: il cambio di passo della FED dovrebbe mantenere il dollaro debole. Favoriamo in modo particolare i paesi con Beta più elevato Sud Africa, Russia (utilizzando le probabili nuove sanzioni come punto d’ingresso) e Brasile.

#### TENDERCAPITAL

Il rallentamento della crescita persisterà nel corso del 2019. Tale scenario potrebbe avvantaggiare i mercati azionari complici va-

lutazioni più contenute a seguito delle perdite subite nel 2018 e politiche monetarie che continueranno a sostenere l'economia. Si stima un rafforzamento del dollaro nel primo semestre per poi osservare una risalita del cambio Eur/Usd che potrebbe chiudere l'anno su livelli lievemente superiori a quelli attuali. Sul comparto obbligazionario si mantiene una visione prudente con una risalita del benchmark decennale statunitense oltre il 3%. L'affievolimento delle tensioni tra governo italiano e UE potrebbe beneficiare il debito locale che tuttavia rimarrà gravato da un'economia stagnante e dal peso del debito. I livelli di spread Btp-Bund vengono stimati in equilibrio in area 250 punti base con fasi di volatilità che potrebbero portare il differenziale nuovamente in area 300bp. Visione neutrale sull'area emergente: preferenza per l'area Sud-Est pacifico rispetto all'America Latina anche in funzione di un maggior peso del debito in valuta forte che grava sulla seconda regione.

**UNION BANCAIRE PRIVÉE**

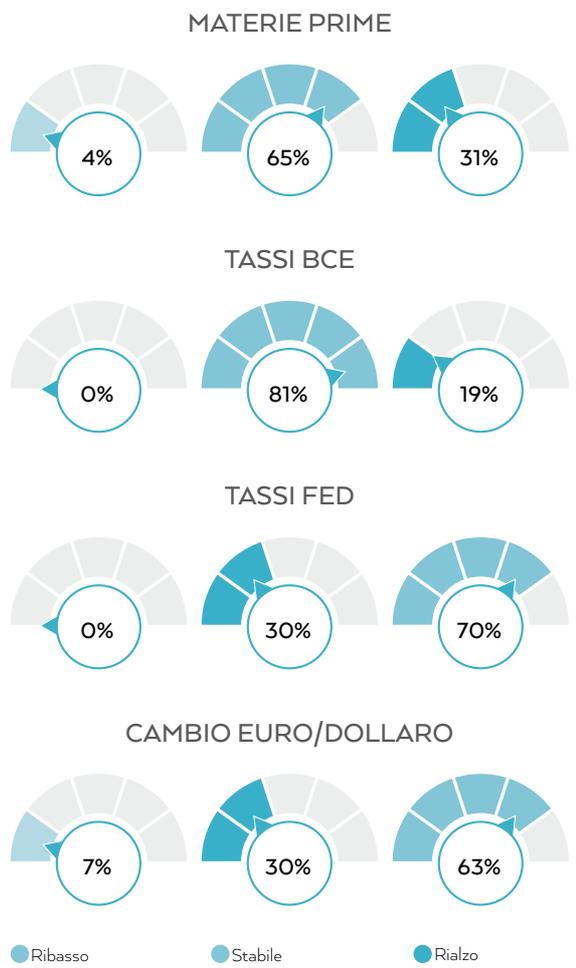
Nell'ultimo trimestre del 2018 i differenziali di credito si sono notevolmente ampliati. Le valutazioni sono risultate moderate sia nelle obbligazioni investment grade sia in quelle ad alto rendimento, ma riteniamo che i bond investment grade siano più interessanti. Lo spread dell'investment grade è ora alla sua media storica, mentre quello dell'high yield è ancora al di sotto. Differente è l'outlook per le obbligazioni ad alto rendimento se si investe per il tramite di indici di CDS: in questo caso risultano ancora attraenti. Inoltre, il rischio di liquidità delle obbligazioni ad alto rendimento non potrebbe essere escluso con una politica monetaria ancora più restrittiva. Di conseguenza, siamo più positivi sulle obbligazioni investment grade rispetto alle obbligazioni high yield e ai titoli di Stato.

**UNIGESTION**

Il rischio principale, a nostro avviso, è rappresentato dai mercati creditizi. Infatti, il rallentamento della crescita che ritorna verso il livello potenziale (nella migliore delle ipotesi) o addirittura a livelli recessivi (nella peggiore) avrà un forte impatto sugli spread del credito. I tassi di default attesi potrebbero iniziare ad aumentare, soprattutto per quelli che fanno seguito a crediti di bassa qualità. Inoltre, la liquidità si è prosciugata nell'asset class e potrebbe dare luogo ad una ritiro frettoloso in qualsiasi momento nel caso in cui gli investitori desiderassero risalire la curva di rischio. D'altra parte, il cambio di passo e della dinamica della politica monetaria delle banche centrali aprirà opportunità di valore nei titoli di Stato. Data la veloce inversione di tendenza da parte della Fed, rimanere long sui treasuries americani contro gli equivalenti europei rappresenta, ad esempio, una buona opportunità per creare valore e un atteggiamento difensivo in caso di aumento dell'avversione al rischio, senza avere troppa direzionalità.

**WISDOMTREE**

Negli Stati Uniti, prendendo in considerazione i recenti prezzi causati dal visibile rallentamento economico e la prospettiva che la Fed non alzerà i tassi nel 2019, riteniamo che il rischio è che gli "hard data" siano più forti del previsto e spingano la Fed ad almeno un aumento dei tassi quest'anno. Inoltre, la maturazione del ciclo creditizio porrà la qualità del credito al centro dei portafogli degli investitori. Elevati tassi di default/downgrade potrebbero diventare evidenti durante il secondo semestre di quest'anno. Continuiamo a vedere le strategie sul tasso variabile negli Stati Uniti come un'opportunità. In Europa, il rallentamento dell'economia e la mancanza di inflazione stanno ponendo un limite alle prospettive dei tassi. Vediamo i rischi inclinati su questi fronti più al ribasso e vediamo opportunità nelle strategie di yield enhancement.



Fonte: dati raccolti dalla redazione di ADVISOR. Società partecipanti: Ambrosetti AM SIM, Amiral Gestion, Amundi SGR, Anima, Banca Generali, Banca Patrimoni Sella & C., BNP Paribas AM, Candriam, Carmignac, Columbia Threadneedle Investments, Consultinvest, DPAM, Eurizon, Fideuram Investimenti SGR, GAM (Italia) SGR, Intermonte Advisory e Gestione, Janus Henderson Investors, Marzotto Inv. House, Mediobanca SGR, MFS, NN IP, Pictet Asset Management, Raiffeisen Capital Management, Tenderscapital, Union Bancaire Privée, Unigestion, WisdomTree.  
Legenda: in ogni categoria (ad esempio Azionario Italia) viene rappresentata la media dei sentiment espressi delle società partecipanti divisa nelle tre previsioni (ribasso, stabile e rialzo)  
Sondaggio chiuso il 21 gennaio 2019