

OBBLIGAZIONI, CRONACA DI UN RITORNO ANNUNCIATO



Olivier Candrian
Senior Portfolio Manager

L'anno appena trascorso lascerà l'amaro in bocca agli investitori, con portafogli in calo del 14,40% in media per un profilo bilanciato in euro¹. Tuttavia, è stato proprio il calo del 18%² delle obbligazioni a lasciare il segno, con lo spettro dell'inflazione che è tornato a aleggiare sui mercati. Proprio il nemico giurato dei mercati obbligazionari. Se a questo si aggiunge l'aumento dei tassi di riferimento, dopo anni di tassi e cedole storicamente bassi, vi erano tutti gli ingredienti per ottenere l'anno peggiore per questa classe di attivi da molto tempo a questa parte.

2023: L'ANNO DELLA RIPRESA OBBLIGAZIONARIA

La brutalità dell'eccezionale shock inflazionario dell'offerta a cui abbiamo assistito nell'ultimo anno ha indotto le banche centrali ad apportare drastici adeguamenti alle rispettive politiche monetarie. Se da un lato il processo di disinflazione sembra essere in corso negli Stati Uniti, dall'altro l'attività economica inizia a manifestare segnali di rallentamento. Ciononostante, il tono ostile rimarrà dominante durante le prossime riunioni del Federal Open Market Committee (FOMC).

Prima o poi la politica monetaria andrà a vantaggio degli investitori obbligazionari. Attualmente il rapporto rischio/rendimento offerto dalle obbligazioni è già interessante. I pianeti sembrano quindi essersi allineati per fare del 2023 l'anno della ripresa obbligazionaria.

Come è avvenuto per le azioni, anche i mercati obbligazionari hanno registrato un ottimo inizio d'anno. Nonostante il recente rimbalzo, che ha visto passare il rendimento delle

obbligazioni societarie statunitensi 1-10 anni dal 5,33% al 4,80% (e il decennale statunitense dal 3,87% al 3,40%), i mercati ci sembrano ancora appetibili per sostenere un posizionamento "barbell" che comprende il debito societario Investment Grade a breve scadenza e una posizione lunga sul debito sovrano, in vista di un rallentamento economico e di un aumento del premio per il rischio di credito. A titolo informativo, i seguenti rendimenti provengono dal segmento corporate Investment Grade 1-3 anni in franchi, euro e dollari, rispettivamente 1,40%, 3,73% e 4,87%³. Non si vedevano rendimenti del genere dal 2008. È inoltre opportuno notare che dopo 8 anni il debito a rendimento negativo è scomparso (ad eccezione del debito sovrano giapponese a breve termine).

In letargo da qualche anno, il tradizionale portafoglio 60/40 (che ha portato un rendimento dell'8,8% in dollari dal 1926 al 2021) tornerà in auge? Dipenderà dall'orientamento dell'inflazione nei prossimi trimestri. Possiamo solo affermare che un portafoglio multi-asset ha ora senso e che una delle priorità di un investitore medio sarà quella di (ri)costruire un portafoglio bilanciato e solido che generi reddito e diversificazione. Quanto a "TINA" (There Is No Alternative), non prenderà più parte al gran ballo degli investimenti.

LIZ TRUSS E ALAN GREENSPAN

Ci sono tuttavia alcune riserve, in quanto il mercato obbligazionario non offre un percorso agevole. In effetti, data la complessità e talvolta le incongruenze (ad esempio, i future su tassi di interesse anticipano un allentamento della politica monetaria della Fed quest'anno, mentre la Fed ribadisce il contrario), i rischi sistematici o gli errori delle banche centrali esistono eccome. È opportuno ricordare due eventi di mercato. Da un lato, la riduzione del debito anglosassone, innescata una buona dose di inflazione (che penalizza il potere d'acquisto), un accenno di disavanzo delle partite correnti (che indebolisce la sterlina), il tutto unito al deficit pubblico (che riduce la solvibilità del debito nazionale, ormai pari al 100% del PIL). Il risultato? Il più alto aumento mai registrato dei rendimenti dei titoli di Stato a lungo termine, con il rendimento dei titoli di Stato a 30 anni che è passato dall'1% a dicembre 2021

a quasi il 5% all'apice della crisi a fine settembre. La Banca d'Inghilterra è stata quindi costretta a prendere la decisione d'emergenza di acquistare 5 miliardi di debito al giorno per due settimane.

Come esempio meno recente, ricordiamo anche la "Tequila Crisis": nel 1994, il ritmo scelto da Alan Greenspan per far risalire i tassi di riferimento e inasprire la politica monetaria ha provocato un forte aumento dei tassi a lungo termine e gravi correzioni sul mercato obbligazionario. Certamente, si potrebbe sostenere che questa fosse in effetti l'intenzione del grande economista: dopo gli eccessi della speculazione sul mercato obbligazionario, farlo "rientrare", anche a costo di provocare un brutale adeguamento.

Va inoltre sottolineato che uno dei principali vincoli per gli investitori è la difficoltà di una copertura integrale tramite future, swap o opzioni, a causa della complessità della gestione di elementi tecnici come le richieste di margine, il budget di rischio totale e la gestione dell'esposizione.

Questo per quanto riguarda i rischi e i vincoli; per quanto riguarda le prospettive di cui sopra, i mercati obbligazionari risultano più vantaggiosi per gli investitori di quanto non lo siano stati per decenni!

¹ Performance Watcher

² Bloomberg Global Aggregate Euro unhedged

³ Bloomberg Barclays Indices



REYL
INTESA SANPAOLO

INFORMAZIONE IMPORTANTE - Il presente contenuto, messo a disposizione da REYL & Cie Holding SA e/o dalle sue società affiliate (di seguito "REYL"), ha finalità esclusivamente informative, è destinato ad un uso strettamente interno e non intende costituire una sollecitazione o un'offerta, una raccomandazione o un consiglio di acquistare o vendere diritti in qualsivoglia strumento finanziario ivi menzionato, né di effettuare transazioni o diventare parte di una transazione di qualsiasi tipo, in particolare con destinatari che non siano investitori qualificati, autorizzati, idonei e/o istituzionali. Il contenuto è destinato ad essere utilizzato esclusivamente dal destinatario e non può essere comunicato, stampato, scaricato, utilizzato e riprodotto ad altri fini. Il contenuto non è destinato a essere distribuito/offerto a, o utilizzato da, persone fisiche o giuridiche di un Paese, o soggette a una giurisdizione, le cui leggi o normative vietano tale distribuzione/offerta od uso. Sebbene REYL si impegni ragionevolmente per ottenere le informazioni da fonti che ritiene affidabili, REYL, i suoi amministratori, rappresentanti, dipendenti o azionisti non assumono responsabilità in merito al presente contenuto e non garantiscono che i dati indicati siano corretti, completi o degni di fede. REYL non assume quindi alcuna responsabilità per le eventuali perdite derivanti dall'utilizzo del presente contenuto, il quale è destinato esclusivamente ai destinatari che comprendono i rischi inerenti e sono in grado di assumerli. Le informazioni, i pareri e le verifiche contenute nel presente documento sono pertinenti alla data di pubblicazione e potrebbero essere revocate o subire variazioni senza preavviso. Il contenuto del presente documento è destinato esclusivamente a soggetti in grado di comprendere e assumersi tutti i rischi del caso. Prima di eseguire qualsiasi transazione, i destinatari devono stabilire se lo strumento finanziario menzionato nel contenuto corrisponde alle sue caratteristiche particolari e devono accertarsi di determinare, in modo indipendente (con i loro consulenti professionali) i rischi specifici, le conseguenze legali, fiscali e contabili nonché le condizioni di idoneità dell'acquisto degli strumenti finanziari menzionati nel contenuto. REYL, i suoi amministratori, funzionari, dipendenti, agenti e azionisti possono di volta in volta vantare interessi e/o avere impegni di sottoscrizione negli strumenti finanziari descritti nel presente documento. REYL non fornisce garanzie per quanto riguarda l'adeguatezza delle informazioni indicate, dei pareri o degli strumenti finanziari. I dati storici relativi al rendimento degli strumenti finanziari o delle attività sottostanti non costituiscono un'indicazione del loro rendimento futuro. Il presente contenuto è stato redatto da un dipartimento di REYL che non è un'unità organizzativa responsabile per la ricerca finanziaria. REYL è soggetta a diversi obblighi regolamentari e alcuni strumenti finanziari possono non essere disponibili in tutte le giurisdizioni o per tutti i tipi di destinatari. Il destinatario dovrà quindi conformarsi alle sue normative locali. Il presente non intende di offrire servizi e/o strumenti finanziari nei paesi o nelle giurisdizioni in cui tale offerta fosse illecita ai sensi delle leggi locali in vigore.



SUCCESS. TOGETHER.