

Fondi obbligazionari *absolute return* per generare performance positive anche con tassi al rialzo

L'analisi dei fondi Fixed income alternativi ha messo in evidenza l'elevata allocazione nei bond americani, mantenendo però una *duration* contenuta

di Luca Damiani

Dopo aver ritardato per diverso tempo l'inversione di rotta nella propria politica monetaria, per la Federal Reserve sembrerebbe finalmente giunta l'ora di procedere a un graduale rialzo dei tassi d'interesse. In Europa, invece, la deflazione ha spinto la Banca Centrale Europea a varare il suo primo piano di *quantitative easing* (Qe), facendo così intendere che i tassi rimarranno bassi ancora per un periodo prolungato. Questo divergente contesto macroeconomico rende necessario, mai come oggi, un approccio flessibile all'investimento obbligazionario, tramite una strategia che possa beneficiare sia dagli aumenti che dalle diminuzioni dei tassi d'interesse. MondoAlternative ha condotto un'indagine sui fondi Fixed income *absolute return*, leader di mercato tra i prodotti Ucits alternativi con 41,7 miliardi di euro in gestione e una *market share* del 25,4% alla fine di gennaio (vedi grafico 1), per osservarne nel dettaglio il loro posizionamento a livello di Paesi, settori e *rating* creditizio, da cui emerge una maggiore esposizione verso i titoli del reddito fisso ame-

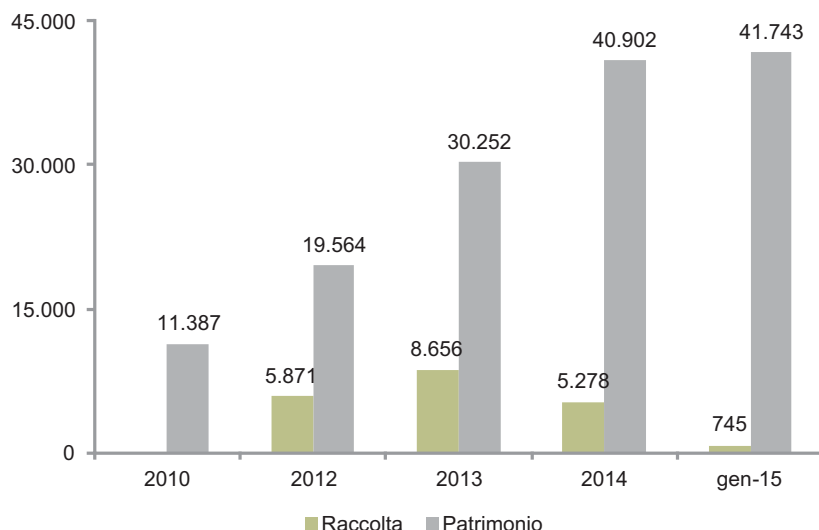
ricani, la presenza di un significativo utilizzo di prodotti strutturati (come Abs, Mbs e Cdo) e una composizione di portafoglio per circa 1/3 formata da obbligazioni "AAA".

Solo il dollaro forte può far slittare le mosse della Fed

La survey, condotta su un campione di 30 fondi che amministravano asset per 38,5 miliardi di euro a fine febbraio 2015 e gestiti da 23 società di gestione, ha innanzitutto messo in luce l'allocazione geografica dei prodotti Fixed income alternativi. La quota maggiore è allocata sul mercato obbligazionario americano (42,8%, vedi grafico 2, pag. 31), seguita da quella destinata ai bond europei (20,3%). Valori minori per Regno Unito (7,2%), Canada (2,9%), Australia (2%), Svizzera e Giappone (entrambi a 1,2%), mentre gran parte dell'elevata percentuale delle altre allocazioni (17,3%) fa riferimento ai Paesi asiatici e a quelli emergenti in America Latina, Africa e Medio Oriente.

Riguardo alla politica monetaria degli Stati Uniti, **Daniel Hartmann**, senior economist di Bantleon, rivela di aspettarsi "che la Fed inizi il percorso di rialzo dei tassi in giugno, con la fascia obiettivo dei *Fed Fund* che dovrebbe passare da 0/0,25% a 0,25/0,5%, per poi proseguire fino a raggiungere l'1% a dicembre 2015". A giudizio di Hartmann non sono dunque all'orizzonte inattesi cambi di rotta: "Dal nostro punto di vista la probabilità che l'Autorità monetaria americana prosegua nella sua politica attendista è molto bassa. Con una crescita media attorno al 3% e un mercato del lavoro in forte espansione, quando, se non quest'anno, la Fed dovrebbe cominciare a ridurre i suoi enormi stimoli monetari?". Di altro avviso **Luca Riboldi**, direttore degli investimenti di Banor Sim, secondo cui "se il dollaro continuasse ad essere così forte e l'economia americana dovesse rallentare sotto il 2,5% di crescita del Pil entro la fine del secondo trimestre 2015, allora potrebbe essere che l'atteso aumento dei tassi Usa

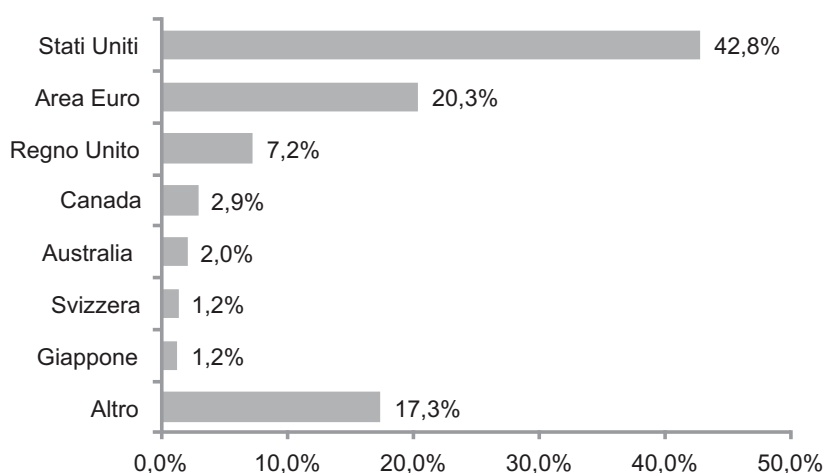
PATRIMONIO E RACCOLTA DEI FONDI UCITS ALTERNATIVI FIXED INCOME



Dati a fine gennaio 2015. Fonte: MondoAlternative.

grafico 1

ALLOCAZIONE GEOGRAFICA DEI FONDI FIXED INCOME ALTERNATIVI



Dati a fine febbraio 2015 su un campione di 30 fondi Ucits Fixed income alternativi che gestiscono 39,5 miliardi di Euro. Fonte: MondoAlternative.

grafico 2

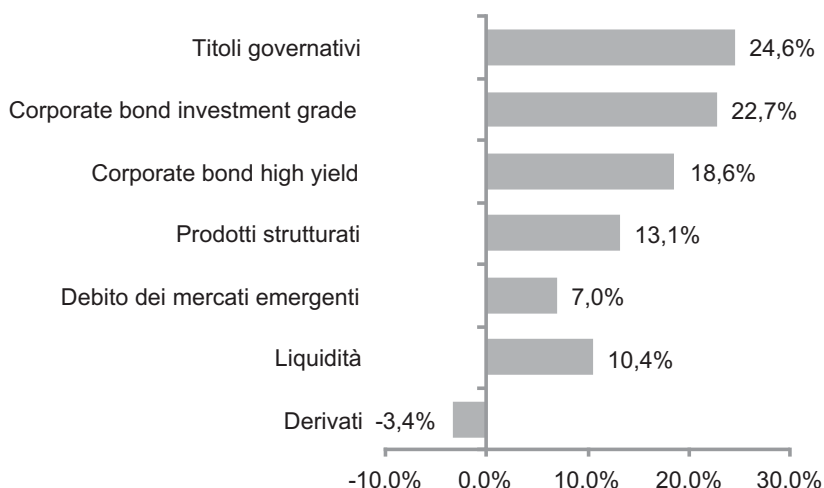
slitti al 2016 o non si faccia proprio". Espone tutte le sue preoccupazioni legate al futuro andamento del biglietto verde anche **Martin Harvey**, co-gestore del fondo Threadneedle (Lux) Global Opportunities Bond: "Il fattore che sta complicando la situazione alla Fed è il rafforzamento del dollaro, che manterrà sotto controllo l'inflazione e produrrà in ogni caso una politica monetaria restrittiva, a cui va aggiunto anche il basso prezzo del petrolio. Ci attendiamo comunque che i tassi comincino a salire da quest'anno, sebbene sia possibile che ciò non avverrà già a giugno. Tuttavia, considerato che la Fed è stata molto chiara nel collegare le sue mosse con gli indicatori relativi al mercato del lavoro e all'incremento dei salari, gli ultimi buoni dati sul fronte occupazionale potrebbero aver aumentato la probabilità che il primo rialzo avvenga in estate. Attualmente, c'è una significativa disconnessione tra le aggressive previsioni interne della Fed sull'andamento dei tassi e quelle implicite dalle valutazioni di mercato, e per questo stiamo monitorando la situazione con estrema attenzione", osserva Harvey.

Bond dell'Eurozona tra quantitative easing e tassi sottozero

Sui recenti sviluppi del mercato obbligazionario europeo, Riboldi fa notare che "i tassi dei Paesi più virtuosi sono negativi fino alle scadenze quinquennali perché gli investitori temono ancora la deflazione, e pur di mettere i soldi al sicuro sono disposti a pagare un premio. Il problema non è europeo ma globale: se la deflazione verrà sconfitta, sarà sconfitta globalmente e

quindi non ci sarà un problema europeo. Tuttavia, credo sia ancora presto per dire se le Banche Centrali vinceranno la loro battaglia". Oltre ai timori deflattivi, Harvey chiarisce come "un *driver* ulteriore dei tassi negativi è il programma di acquisto di bond da parte della Bce, che sulla base delle nostre stime assorbirà un ammontare di risorse superiore di diverse volte alle emissioni annuali nette dei Titoli di Stato dell'Eurozona", spiega Harvey, che prosegue: "Considerato che i rendimenti erano già estremamente bassi prima dell'annuncio del Qe, era inevitabile che quelli a breve termine dei Paesi più sicuri si spingessero in territorio negativo. L'esperienza della prima settimana di Qe in Europa mette forse in evidenza il suo valore aggiunto in un contesto di tassi d'interesse negativi, in quanto gli investitori e le banche, ora costretti a pagare per mantenere il *cash*, sono corsi alla ricerca di rendimenti positivi lungo la curva dei tassi". Secondo Hartmann, "il programma di acquisto di obbligazioni della Bce, che prevede acquisti per 600 miliardi di euro entro la fine del 2015, di cui 400/450 miliardi di euro di bond governativi, verrà attuato pienamente, senza subire variazioni anche a seguito del previsto miglioramento del quadro economico in Europa". La preoccupazione maggiore adesso è legata al rischio che la discesa delle aspettative di inflazione porti a un aggravio della spirale deflattiva, portando il Vecchio Continente in una situazione simile a quella del Giappone: "La situazione europea non è semplicemente paragonabile a quella giapponese, è uguale. A partire da febbraio i rendimenti sulle obbligazioni decennali tedesche sono inferiori a quelli giapponesi (0,26% contro 0,40%), e anche i tassi francesi sono su questi livelli". Confida, invece, di attendersi sorprese positive dalla crescita europea Harvey: "La nostra opinione è che l'Europa non sia destinata a seguire le orme del Giappone, e gli ultimi dati sembrano confermarlo. Prevediamo una crescita del Pil dell'1,5% quest'anno, che sulla base dei recenti standard europei è un risultato estremamente positivo. Riteniamo opinabile il fatto che il programma di acquisto titoli della Bce potrà incidere direttamente sull'economia reale, dato che i rendimenti dei bond erano su valori molto bassi anche prima che fosse annunciato il Qe, ma l'indebolimento che ha prodotto nella moneta unica europea porterà degli indubbi vantaggi alle aziende esportatrici, nonostante ciò si sia verificato in un contesto dove un gran numero di valute si è deprezzato nei confronti del dollaro

ALLOCAZIONE SETTORIALE DEI FONDI FIXED INCOME ALTERNATIVI



Dati a fine febbraio 2015 su un campione di 30 fondi Ucits Fixed income alternativi.
Fonte: MondoAlternative.

grafico 3

americano. Vediamo perciò il rischio che i progressi sul fronte dei dati economici possano impedire una piena attuazione del Qe europeo, a causa della forte opposizione tedesca".

La necessità di nuovi prodotti nell'universo obbligazionario

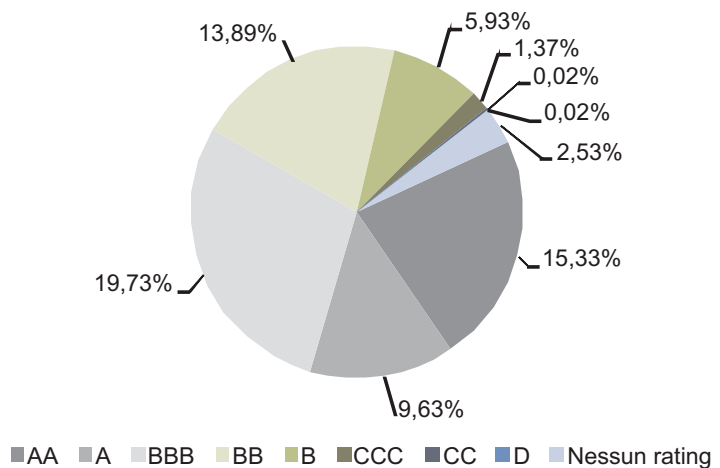
Il nuovo scenario che si sta delineando sul mercato dei bond è dunque caratterizzato da spinte divergenti, tassi in aumento negli Stati Uniti e in diminuzione fino ad arrivare in territorio negativo nell'Eurozona, con i Paesi emergenti che dovranno destreggiarsi tra questi due fuochi. La possibilità di generare alfa per i tradizionali fondi *long only* sembra oggi messa a dura prova, e ciò ha spinto diverse società di gestione a lanciare dei prodotti innovativi che, svincolati da un benchmark di riferimento, gestiscono in modo dinamico la *duration* per trarre profitto da qualsiasi movimento nelle quotazioni dei titoli obbligazionari. "A causa del basso livello dei *coupon* di quasi tutti i segmenti del reddito fisso non vi è oggi più una protezione contro le perdite nel caso di un rialzo dei tassi", osserva **Stephan Kuhnke**, Ceo di Bantleon. "In questo contesto i gestori devono poter avere la possibilità di ridurre la *duration* del portafoglio fino ad azzerarla. Dal nostro punto di vista, non è però consigliabile andare negativi di *duration*, in quanto produce un basso rendimento corretto per il rischio per effetto della ripidezza nella curva dei rendimenti. Per questo raccomandiamo di puntare sull'utilizzo in modo opportunistico dell'esposizione al mercato azionario all'interno di un processo di

equity overlay management. Al fine di assicurare un profilo rischio compatibile con un portafoglio esclusivamente composto da obbligazioni sono però indispensabili degli strumenti per un controllo approfondito dei rischi", spiega Kuhnke. Pone l'accento sul cambiamento in corso Harvey: "Il livello di partenza dei tassi oggi implica che i rendimenti di cui hanno beneficiato negli ultimi anni gli investitori non siano più ripetibili nell'immediato futuro, non si tratta di un'opinione ma di una questione matematica. I fondi *long only* a benchmark soffriranno inevitabilmente non appena ci saranno i primi rialzi dei tassi, ed è per questo che gli investitori devono prestare attenzione alle strategie che possono produrre risultati positivi anche quando ciò si materializzerà. Una *duration* negativa è solamente uno degli strumenti utilizzabili, ma gli investitori dovrebbero considerare altre fonti di performance, come l'*asset allocation* e le valute". Secondo **Tomaso Mariotti**, advisor Banor Sicav, fondo Euro Bond Absolute Return, "l'attuale panorama di tassi a zero o addirittura negativi dovrebbe favorire gli *absolute return* e mettere in difficoltà i fondi obbligazionari tradizionali *long only*, per lo meno quelli con un focus particolare sui Titoli di Stato e le obbligazioni *investment grade* a più elevato *rating*. Una volta terminato "l'effetto Qe" da parte della Bce e andando inoltre verso curve dei rendimenti in rialzo in alcune aree geografiche, Stati Uniti su tutti, il rischio di ottenere rendimenti negativi è concreto. Questo timore dovrebbe portare gli investitori a guardare al mondo *absolute return*, per la capacità di essere corti di *duration*, intervenendo da entrambi i lati, sia con posizioni in acquisto che con posizioni in vendita. È necessario però chiarire il tipo di strategia *absolute return*, che può riguardare tradizionali strategie Long/short sul credito o interessare anche altri temi di investimento non strettamente legati al mercato obbligazionario, come la volatilità o i tassi di cambio che però, in caso di assunzioni errate, possono portare a forti perdite in conto capitale".

Le scelte d'investimento dei fondi Fixed income alternativi

L'indagine ha successivamente indagato sull'allocazione dei gestori tra i diversi comparti del mercato obbligazionario. I maggiori investimenti sono fatti in media verso i titoli governativi (24,6%, vedi grafico 3), seguiti dai bond corporate *investment grade* (22,7%), dalle obbligazioni *high yield* (18,6%). Quote significative

ALLOCAZIONE DEGLI INVESTIMENTI OBBLIGAZIONARI SULLA BASE DEL RATING



Dati a fine febbraio 2015 su un campione di 30 fondi Ucits Fixed income alternativi.
Fonte: MondoAlternative.

grafico 4

anche per i titoli strutturati come Abs, Mbs, e Cdo (13,1%) e nei bond emergenti (7%), mentre la liquidità è del 10,4% e i titoli derivati utilizzati per copertura sono pari a -3,4%. Spostando il focus sul rating dei titoli obbligazionari in portafoglio, si scopre che quelli "AAA" comandano la graduatoria con il 31,5%, seguiti da quelli "BBB" (19,7%), dai bond "AA" (15,3%) e da quelli "BB" (13,9%). Minori investimenti nei titoli "A" (9,6%) e "B" (5,9%, vedi grafico 4). Inoltre, dall'analisi della *duration* risulta un valore medio contenuto, pari a 1,54 anni, con il 21,4% dei fondi che presenta un dato negativo, il 35,7% tra 0 e 1 anno, il 21,4% tra 1 e 3 anni mentre un altro 21,4% opta per una *duration* maggiore di 3 anni.

Harvey sostiene di preferire le obbligazioni ad alto rendimento, stando però attento a contenere la *duration* sui titoli americani: "Dal lato lungo del portafoglio, rimaniamo positivi sui bond *high yield* rispetto a quelli *investment grade*, perché i primi dovrebbero dimostrarsi più resilienti in un contesto di aumento nei tassi d'interesse. A livello di singoli Paesi, gli Stati Uniti stanno fornendo interessanti opportunità in ottica *relative value* considerati i più elevati rendimenti che garantiscono. Nelle scorse settimane si è inoltre assistito a significative emissioni in Europa da parte di società americane, per sfruttare la possibilità di rifinanziarsi a dei costi contenuti, non accessibili sul mercato interno. Avvicinandosi però ai primi rialzi della Fed, preferiamo assumere posizioni con *duration* bassa nel reddito fisso degli Stati Uniti. Sul fronte valutario, abbiamo una visione negativa

sul dollaro australiano e neozelandese in quanto è probabile che continuerà a persistere la debolezza nei prezzi delle materie prime". Secondo Kuhnke, "i bond governativi italiani e spagnoli, così come le obbligazioni *corporate*, dovrebbero sovraperformare i Titoli di Stato tedeschi e francesi, mentre ci aspettiamo performance positive dalle obbligazioni a elevato rendimento. L'esposizione valutaria è gestita in modo discrezionale sulla base dei risultati delle nostre analisi. Siccome ci attendiamo la continuazione del trend rialzista del dollaro contro l'euro, deteniamo una posizione lunga in dollari pari al 10% del portafoglio". Infine, Mariotti spiega la strategia attualmente adottata dal proprio fondo: "Siamo corti di *duration* (inferiore a 2 anni al momento), ma la otteniamo combinando impieghi di liquidità a breve non tradizionali (*special situation*) con interessanti opportunità di investimento soprattutto all'interno del comparto degli *high yield* e dei subordinati finanziari italiani non più *complaint* con Basilea III. Questa tipologia di strumenti presenta delle date di *call* molto ravvicinate che consentono pertanto di essere poco esposti a eventuali rialzi dei tassi di interesse, ma che richiedono un'attenta e approfondita analisi dei fondamentali e dei prospetti. Per quanto riguarda l'esposizione valutaria, siamo riusciti a cogliere il grosso del movimento di rafforzamento del dollaro e, sugli attuali livelli, abbiamo deciso di neutralizzare l'esposizione in dollari (10% circa) coprendola completamente, in modo da togliere un possibile elemento di volatilità", conclude Mariotti.

I T Forum

Investment & Trading

Traderlink - Trading Library - Morningstar

RIMINI

21-22 MAGGIO

XVI EDIZIONE



**Fai crescere
i tuoi investimenti**

Il grande evento dedicato all'Investment e al Trading

Un ricco calendario di convegni dedicati
al risparmio gestito, sessioni di trading
in tempo reale e incontri con i grandi esperti
della scena finanziaria italiana e internazionale.



**Il nuovo salotto dell'Investment
ti aspetta!**



INGRESSO GRATUITO

Ti aspettiamo! www.itforum.it

Info: info@itforum.it

ITForum si tiene presso il Palacongressi di Rimini - Via della Fiera, 23