

ADVISOR

Data: 10.11.2022 Pag.: 71,72,73,74,75
Size: 2737 cm2 AVE: € .00
Tiratura:
Diffusione:
Lettori:



LA SPADA DI DAMOCLE INFLATIVA

a cura di Daniele Riosa
[twitter @DanieleRiosa](#)

La volatilità nel comparto obbligazionario è stata ancora protagonista in questo ultimo periodo, per questo le previsioni dei gestori, da qui a fine anno, sono contrastanti. Ad alimentare l'incertezza ci sono diversi fattori tra cui il permanere di un'inflazione elevata, le risposte che a questa daranno le banche centrali, la recessione in vista e non ultima la guerra in Ucraina.

AMBROSETTI AM SIM

A livello obbligazionario il 2022 rimarrà negli annali della finanza come l'anno della stretta monetaria più rapida e dolorosa sotto il punto di vista delle performance finanziarie. I rendimenti dei Treasury a 10 anni sono aumentati di altri 30 basis points oltre i massimi, raggiungendo una salita di ben 230 su base annua. Ancora più tesa è la situazione in Europa dove i dati roventi sull'inflazione e l'impennata dei costi energetici hanno spinto ulteriormente al rialzo le aspettative di salita dei tassi. Gli effetti, fino ad ora, sulla performance degli investitori obbligazionari, sono stati dunque naturalmente pesantissimi con perdite viste storicamente in pochissime altre occasioni. Dunque dopo anni di rendimenti nulli ed oggi rendimenti reali ancora negativi, il malumore degli investitori obbligazionari è radicato e la ricerca di alternative

sempre più pressante. Tuttavia ciò che sta accadendo ora è che le parti più lunghe della curva dei tassi stanno iniziando a muoversi in relazione al contesto economico, lasciando ricadere la maggior spinta inflazionistica sulle scadenze più a breve. Se, dunque, gli effetti immediati sono rappresentati dall'appiattimento degli spread, in ottica prospettica, inizia a calare il peso delle aspettative inflazionistiche nel lungo periodo segno che buona parte del movimento strutturale rialzista sui tassi potrebbe essere stato fatto. Inoltre, con il proseguimento della restrizione monetaria, la revisione al ribasso delle stime di crescita sarà innegabile e proprio il rallentamento del ciclo economico dovrebbe, in maniera quasi naturale, stabilizzare anche la dinamica rialzista dei tassi con un allentamento dei risultati negativi sulle obbligazioni pur non assicurando nell'immediato l'annullamento dell'effetto volatilità dovuto comunque ad un contesto di generalizzata tensione.

BANCA GENERALI

Mercato obbligazionario ancora con volatilità almeno fino ad inizio 2023 quando le banche centrali (FED e BCE), secondo le previsioni dei principali analisti, faranno una pausa sui rialzi.

BANOR CAPITAL

Il 2022 rimarrà nella storia come l'annus horribilis sull'obbligazionario, sia per il valore assoluto delle perdite, sia per la caduta sincrona di governativi e corporate. Le perdite a doppia cifra ci portano però a riconsiderare il posizionamento su questa asset class: a inizio anno, buona parte dei governativi (specialmente in Europa) veleggiava in territorio ampiamente negativo. Stare alla larga era scelta inevitabile e condivisa. Oggi il discorso è molto diverso: l'inflazione resta ancora alta e imprevedibile, ma si vedono i segni, almeno sulla componente materie prime, di un possibile futuro a inflazione più contenuta. Le banche centrali nel frattempo hanno rialzato i tassi di interesse in maniera robusta (specialmente negli USA). L'effetto combinato di tassi in rialzo e inflazione in progressivo calo ci porterà, nel 2023, a una situazione di tassi di politica monetaria al di sopra dell'inflazione, con un effetto restrittivo sulla crescita economica. Uno scenario di forte rallentamento (se non di recessione globale) è sostanzialmente inevitabile. E in questo contesto, riteniamo che l'obbligazionario

**LA STRETTA DELLE
BANCHE CENTRALI
È GIÀ STATA PREZZATA
DAL MERCATO, SEPPURE
RESTA L'INCOGNITA SUL
RALLENTAMENTO GLOBALE
DELL'ECONOMIA CHE
POTREBBE...**



ADVISOR

Data: 10.11.2022 Pag.: 71,72,73,74,75
 Size: 2737 cm2 AVE: € .00
 Tiratura:
 Diffusione:
 Lettori:

debba essere ripreso in considerazione, sia per i tassi nettamente più interessanti che oggi offre, sia per il valore come protezione da uno scenario recessivo. Un contesto che raccomanda grande prudenza, nel quale si dovranno privilegiare le obbligazioni di grande qualità (governativi o corporate ad alto rating). Non escludiamo puntate sul mondo degli spread, che però andranno limitate a emittenti e settori poco esposti al rischio fallimento (ad esempio, subordinati bancari emessi da istituzioni ad alto rating).

CARMIGNAC

È forse lecito pensare che il punto di inflessione per i mercati dei tassi sia abbastanza imminente. Innanzitutto, i livelli del mercato dei tassi sono diventati interessanti. Infatti, il rendimento del Treasury a 10 anni non solo ha raggiunto un livello di circa il 4%, ma soprattutto il rendimento reale del Treasury a 10 anni ha raggiunto un livello di circa il 2%. Si prevede inoltre che l'inflazione inizi a diminuire in modo significativo nel breve termine, in particolare nel corso del 2023, soprattutto a causa di effetti base. E ancora, l'attuale atteggiamento da falco delle banche centrali dovrà probabilmente attenuarsi a breve, poiché il contesto economico

SI STA TRACCIANDO UNA NETTA DIFFERENZA TRA I MERCATI OBBLIGAZIONARI SOVRANI DI PAESI DOTATI DI RISORSE NATURALI E QUELLI CHE NE SONO PRIVI, OFFUSCANDO LE PRECEDENTI CLASSIFICAZIONI DI MERCATI "SVILUPPATI" ED "EMERGENTI"

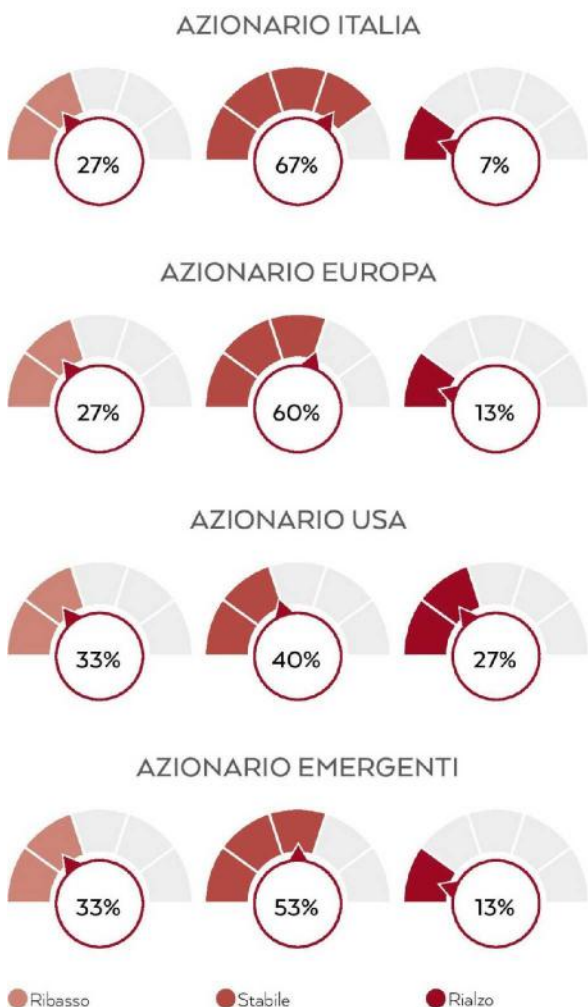
e finanziario è diventato sempre più fragile, soprattutto in Europa. Per questi motivi, i fattori che attualmente trainano mercati dei tassi, ossia i timori di inflazione e l'aggressività delle banche centrali, dovrebbero essere presto sostituiti dalla preoccupazioni legate alla recessione, esercitando una pressione al ribasso sui tassi. Sebbene sia sempre difficile prevedere l'esatto punto di svolta del mercato, è probabilmente opportuno iniziare ad aumentare l'esposizione alla duration nei portafogli.

CIRDAN CAPITAL

I mercati sono in piena in fase orso, per cui siamo in attesa di ulteriori correzioni dei multipli e quindi di riduzione dei margini per gli utili per l'azionario americano ed europeo. Le spinte inflazionistiche sui mercati sembrano destinate a persistere ed i consistenti rialzi dei tassi messi in atto dalle banche centrali per contrastare il fenomeno sembrano aver favorito il tasso di cambio del dollaro e mostrando problemi di uniformità per la trasmissione sui rendimenti dei titoli di stato per l'Eurozona e per il settore dei fondi pensionistici e dell'immobiliare in Inghilterra. Le incertezze derivanti dal conflitto in Ucraina, così come le misure di rialzo dei tassi non giovano alla crescita economica, come anche la riduzione per le risorse legate alle commodity e all'energetico, tra le maggiori cause d'inflazione in Europa. Manteniamo una visione rialzista sui titoli legati al settore dell'energetico, e per i titoli che possano beneficiare del rialzo dei tassi, insieme a titoli stabili dividendi di tipo growth di short duration e difensivi. Dagli apprezzamenti valutario degli ultimi mesi in Giappone, possiamo vedere le economie dei Paesi emergenti posizionate meglio rispetto a molti paesi europei, per via dei loro minor debito e delle maggiori riserve valutarie.

CONSULTINVEST

La Fed ha chiarito in più occasioni recentemente che è deter-



Ritaglio Stampa ad uso esclusivo del destinatario. Non riproducibile

ADVISOR

Data: 10.11.2022 Pag.: 71,72,73,74,75
 Size: 2737 cm2 AVE: € .00
 Tiratura:
 Diffusione:
 Lettori:

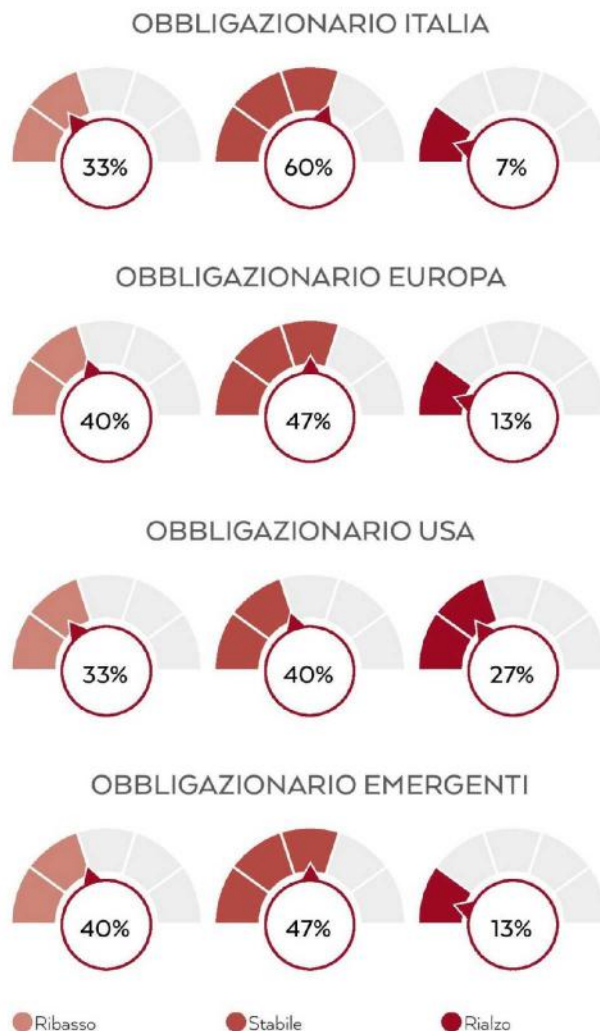
minata a proseguire il ciclo di rialzo dei tassi finché non si otterranno risultati significativi sul contenimento dell'inflazione. In altre parole la Fed al momento è focalizzata sul contenimento dell'inflazione anche a costo di un impatto negativo sulla crescita economica. Inoltre alcuni suoi esponenti hanno dichiarato che aspetteranno di vedere risultati concreti di riduzione strutturale dell'inflazione prima di modificare la politica restrittiva. Le aspettative di un prossimo Fed pivot, ovvero della fine del ciclo di rialzo, che molti investitori auspicano in tempi brevi, sembrano quindi essere troppo ottimistiche. Per questo è probabile che i tassi cresceranno più di quanto i mercati si aspettano e di conseguenza le prospettive di breve termine per il mercato obbligazionario non sono positive. Anche se oggi gli investimenti obbligazionari sono tornati ad offrire rendimenti positivi, ci sono aspettative troppo ottimiste sulla fine del ciclo di rialzo dei tassi. L'inflazione sarà più difficile da contenere e richiederà un periodo abbastanza lungo per ottenere effetti duraturi.

DPAM

I tassi di interesse sono aumentati in modo significativo a causa dell'inasprimento delle politiche monetarie messo in campo dalle banche centrali per gestire l'elevata inflazione. Ciò ha creato rendimenti interessanti, a livelli che non si vedevano da oltre un decennio. Da questo punto di vista, i rendimenti sono molto attraenti e l'attenzione dovrebbe concentrarsi sulla chiusura delle sottoponderazioni nel reddito fisso. Riteniamo che sia ancora presto per chiudere completamente il sottopeso, per non parlare del sovrappeso, poiché l'ostinazione sul fronte dell'inflazione terrà impegnate le banche centrali di più del previsto. Tuttavia, riteniamo che alla fine l'andamento dell'inflazione cambierà e le banche centrali potranno quindi togliere il piede dal freno. In questi tempi senza precedenti è molto difficile individuare il punto di svolta, per cui preferiamo aumentare la duration solo gradualmente. Un asset class che spicca particolarmente è il credito investment grade (in euro). Gli spread si sono notevolmente allargati (attualmente circa il 2,3% a livello di indice), con un rendimento totale di circa il 4,5%. Si tratta di livelli interessanti. Chiaramente lo spread potrebbe aumentare, ma bisogna tenere a mente che si tratta di società di qualità con bilanci solidi e modelli operativi flessibili. Ciò conferisce loro una maggiore resistenza in caso di rallentamento dell'economia. Anche in questo caso potremmo assistere a un aumento dello spread, con il deteriorarsi del ciclo economico, ma si tratta probabilmente di una delle sottoclassi di asset a reddito fisso più interessanti.

GAM ITALIA SGR

Nell'ultimo trimestre dell'anno l'economia globale dovrebbe continuare a rallentare e alcune aree potrebbero entrare in recessione. Le banche centrali, alle prese con il più grande shock inflazionistico dagli anni Settanta, continueranno a dare priorità alla lotta all'inflazione rispetto al sostegno alla crescita, con l'eccezione del Giappone che proseguirà nel mantenere i tassi di interesse estremamente bassi con la politica di controllo della parte lunga della curva. La fine della politica monetaria estremamente aggressiva



potrebbe arrivare solo se il mercato del lavoro dovesse mostrare rapidi segni di deterioramento, specialmente negli Stati Uniti, e le tendenze inflazionistiche moderarsi. Ma questo non è il nostro scenario centrale. Le obbligazioni ormai scontano i rialzi dei tassi delle Banche Centrali e tornano a offrire rendimenti interessanti, specialmente negli Stati Uniti. Sul credito è preferibile optare per il segmento di elevata qualità piuttosto che sulle società con basso rating, per evitare i rischi legati all'intenso rallentamento dell'economia.

JUPITER AM*

Si sta tracciando una netta differenza tra i mercati obbligazionari sovrani di paesi dotati di risorse naturali e quelli che ne sono privi, offuscando le precedenti classificazioni di mercati "sviluppati" ed "emergenti". La minore inflazione e il ridotto stress fiscale dei paesi indipendenti dalle risorse sostengono le loro valutazioni, ma per gli altri sono necessari rendimenti più elevati. Con lo scoppio della bolla dei mercati obbligazionari occidentali, si accentueranno le tensioni sui default e sulle sofferenze del mercato immobiliare, con un impatto sulla crescita. Sebbene il sell off

ADVISOR

Data: 10.11.2022 Pag.: 71,72,73,74,75
Size: 2737 cm2 AVE: € .00
Tiratura:
Diffusione:
Lettori:



obbligazionario su larga scala che ha interessato la parte anteriore delle curve potrebbe presto raggiungere il suo culmine, la divergenza macroeconomica tra le economie è in continuo aumento e il modo in cui le banche centrali e i politici reagiranno alle loro specifiche circostanze determinerà i livelli di rendimento, la forma delle curve e i prezzi dei mercati valutari.

LA FRANÇAISE AM

Le banche centrali continueranno ad aumentare i tassi. L'inflazione continua a sorprendere al rialzo e le misure per cercare di contenerla sono ancora importanti. Finché questo rimarrà tale e gli indicatori macroeconomici non mostreranno un rischio imminente di recessione, i mercati anticiperanno un aumento dei tassi terminali, che porterà a un aumento dei tassi complessivi. I dati

LA RECESSIONE È L'ALTRO FATTORE CHE PESERÀ SULL'ANDAMENTO DELLE OBBLIGAZIONI, SOPRATTUTTO NEL CASO IN CUI SIA TECNICA E DI BREVE DURATA OPPURE PIÙ PROFONDA E LUNGA

sull'inflazione negli Stati Uniti e nell'Eurozona saranno l'evento più importante fino alla fine dell'anno. Le notizie della politica Zero-Covid in Cina potrebbero avere un impatto se le autorità cinesi decidessero di cancellare parzialmente alcune delle restrizioni nel paese. Questo potrebbe portare a un aumento della domanda di petrolio proveniente dalla Cina, spingendo al rialzo il prezzo del petrolio e aggiungendo rischi all'attuale contesto di inflazione, che sarebbe negativo per i tassi. Non riteniamo che le elezioni di metà mandato negli Stati Uniti avranno un impatto significativo sul mercato.

M&G INVESTMENTS

Il mercato è arrivato a prezzare tassi Fed al 5% e tassi BCE al 3%. Ci sembrano livelli ragionevoli ed è difficile immaginare rialzi maggiori in un contesto di rallentamento o recessione. Inoltre, nel primo semestre 2023 l'inflazione potrebbe iniziare a scendere per un effetto confronto dei prezzi energetici con l'anno precedente. Riteniamo quindi che i tassi a breve possano assestarsi mentre quelli più a lunga scadenza potrebbero restare volatili in funzione

dei dati macro, ma senza una forte direzionalità. Tenuto conto che il credito investment grade in euro paga quasi il 5% e quello high yield in euro oltre l'8% ormai, pensiamo che gli investitori inizieranno a riconsiderare questi mercati, seppur con cautela a causa del perdurare delle forti incertezze geopolitiche e dei rischi macro.

MEDIOBANCA SGR

Nel terzo trimestre, i rendimenti dei titoli governativi hanno registrato un forte aumento guidati dalle aspettative di rialzo dei tassi di interesse. Nelle economie avanzate sono necessari ulteriori aumenti dei tassi di interesse per ancorare le aspettative di inflazione e garantire una riduzione duratura dell'inflazione ed al contempo la liquidità del mercato rimane scarsa contribuendo a movimenti fuori misura. In tale contesto la volatilità dei mercati obbligazionari resterà elevata, mentre le banche centrali continueranno ad aumentare i tassi di interesse e a ridurre il sostegno alla liquidità. Esprimiamo una view neutrale sui titoli governativi USA: i livelli raggiunti, in particolare sulla parte breve, incorporano già molto dei rialzi futuri. Esprimiamo, invece, una view negativa sui rendimenti obbligazionari europei alla luce dell'accelerazione del processo di tightening di politica monetaria annunciato dalla BCE. Sul mercato del credito esprimiamo una view neutrale/costruttiva per il quarto trimestre del 2022 a fronte, da un lato, di rendimenti tornati attraenti e di fondamentali delle imprese che confermano una buona tenuta, dall'altro, di un quadro macroeconomico ancora incerto e di fattori tecnici alquanto fragili. Dati i livelli raggiunti, che riteniamo incorporino lo scenario di rallentamento e l'elevata incertezza riflessa nella volatilità del comparto, esprimiamo una preferenza per investment grade rispetto agli high yield e per i settori finanziari rispetto agli industriali.

OFIAM

Il mercato obbligazionario è ancora guidato dai dati sull'inflazione che, ad oggi, non accenna a diminuire. Da diversi mesi le principali banche centrali hanno spiegato che combatteranno l'inflazione costi quel che costi, anche se ciò sarà doloroso per le famiglie e le imprese. Pertanto, nelle loro due prossime riunioni, la BCE e la FED aumenteranno ancora i tassi di interesse con percorsi di crescita molto ampi. Questo porterà i loro tassi monetari principali rispettivamente al 2% e al 4,5%. Allo stesso tempo, il contesto economico probabilmente si deteriorerà ulteriormente. In assenza di chiari segnali che l'inflazione abbia superato il suo picco, è prematuro invocare una svolta nella posizione delle banche centrali.

Tuttavia, con l'arrivo dell'inverno, potrebbe essere il caso. In effetti, negli Stati Uniti abbiamo alcuni "segnali" che indicano che il picco è stato superato, ma gli affitti sono ancora in trazione e l'indice core è recentemente salito. Riteniamo che negli Stati Uniti siamo molto vicini e siamo cautamente ottimisti sul fatto che il T-notes abbia raggiunto i suoi massimi (o quasi). Con un rendimento del 4%, passiamo a una visione costruttiva sui Treasury. La situazione in Europa è quasi la stessa, anche se con un ritardo di 3 mesi. L'inflazione continua a salire. Secondo alcuni previsori,



dovrebbe ora “librarsi” per diversi mesi. Ma con molte incertezze dovute a decisioni politiche che hanno un impatto massiccio sulle cifre (ad esempio il tetto ai prezzi di elettricità e gas in Francia). La BCE potrebbe ancora aumentare i tassi nella prima metà del 2023 fino al 3%, ma la sua determinazione a combattere l’inflazione con aumenti dei tassi sarà messa alla prova dal rallentamento dell’economia (o dalla recessione). Di conseguenza, i tassi governativi europei potrebbero non aver raggiunto di nuovo il picco, ma con i dati sull’inflazione che si spera si stabilizzino nel prossimo futuro, la maggior parte del rialzo dovrebbe essere alle nostre spalle. Siamo quindi (molto) cautamente positivi sugli EGB (European Government Bonds), ossia i bond governativi europei.

PAYDEN & RYGEL

Con l’ingresso nella seconda metà dell’anno, l’inflazione globale continua ad attestarsi su livelli scomodamente elevati per le banche centrali, senza che vi siano ancora segnali di un’inversione di tendenza. Nel frattempo, le prospettive di crescita hanno iniziato a deteriorarsi, con la fiducia dei consumatori e delle imprese in forte calo e i dati economici effettivi in rallentamento. Le banche centrali delle principali economie mantengono il loro impegno nella lotta all’inflazione e sembrano disposte ad accettare un po’ di sofferenza economica per contribuire alla riduzione dell’inflazione. In questo contesto, riteniamo che il rischio di una recessione nei prossimi 12 mesi sia aumentato in modo significativo. Poiché la probabilità di assistere a un atterraggio morbido dell’economia si sta assottigliando, riteniamo che una delle sfide principali per la seconda metà del 2022 sarà quella di valutare la portata della potenziale recessione che potremmo sperimentare e soppesare i rischi di una recessione “tecnica” poco profonda rispetto a quelli di una recessione più profonda e più lunga.

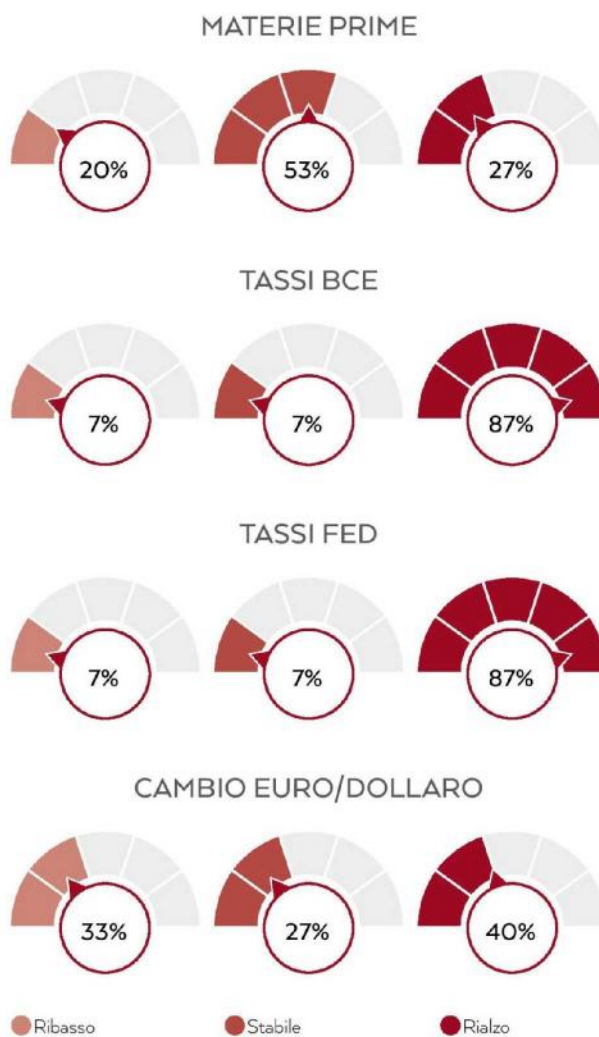
TIKEHAU CAPITAL

Le nostre previsioni sul mercato obbligazionario sono contrastanti: i dati sull’inflazione continuano a essere elevati in tutte le principali economie sviluppate, rafforzando la probabilità di un rialzo dei tassi nelle prossime riunioni della Fed e della BCE. Allo stesso tempo è in corso un profondo rallentamento economico, che probabilmente si trasformerà in recessione in alcuni paesi. Il contesto economico non è quindi favorevole agli investimenti, anche se gli asset rischiosi hanno già subito una correzione significativa nel corso dell’anno.

Detto questo, la correzione è stata profonda e gli investitori iniziano a interessarsi nuovamente ai mercati del reddito fisso e del credito. Alcune obbligazioni, ad esempio, presentano già rendimenti superiori al 10% per le attività in bonis, un livello mai raggiunto nell’ultimo decennio, se non per breve tempo nel secondo trimestre del 2020. Nel complesso, riteniamo che nell’ambito del cre-

dito europeo, l’universo investment grade stia già scontando una qualche forma di recessione in Europa, mentre lo spread medio dell’high yield sembra ancora lontano dai livelli storici compatibili con una recessione.

Nel breve termine, se nei prossimi mesi dovessimo assistere a una certa stabilità sui mercati dei tassi e a un flusso di notizie più positive, potremmo immaginare un rimbalzo del mercato, che potrebbe rivelarsi solo temporaneo, ma forse piuttosto forte. Nel lungo periodo, se gli investitori dovessero continuare a rivalutare le loro aspettative di rialzo dei tassi nel 2023, è probabile che i mercati ritengano che il rallentamento economico possa essere ancora più pronunciato nel 2023 e che non riesca a mostrare una nota positiva fino alla fine del 2022. A nostro avviso, quindi, la pazienza è fondamentale, poiché il momento di riallocare si sta avvicinando, ma non è ancora arrivato.



Fonte: dati raccolti dalla redazione di ADVISOR. Società partecipanti: Ambrosetti AM SIM, Amundi, Banca Generali, Banor Capital, Carmignac, Cirdan Capital, Consulinvest, DPAM, GAM Italia SGR, Jupiter AM, La Française AM, M&G Investments, Mediobanca SGR, OFI AM, Payden & Rygel, Tikehau Capital.

*Opinione espressa da Mark Nash, head of Fixed Income Alternative di Jupiter AM e gestore di Jupiter Strategic Absolute Retrn Bond. La casa di gestione non ha una view unica. 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 24 ottobre 2022.