FOCUS BOND

I DIBATTITI DI FONDI&SICAV

Un nuovo protagonista: l'inflazione

a cura di Pinuccia Parini

Quando si parla di reddito fisso, è inevitabile che il discorso vada sul ritorno dell'inflazione, che è ripartita in maniera piuttosto robusta prima negli Usa e poi in Europa. In questo contesto, la prima immediata domanda è: che cosa faranno le banche centrali? Da parte dei responsabili della gestione obbligazionaria delle diverse società viene dato per scontato che la diversificazione geografica sarà abbastanza forte e che gli Stati Uniti si muoveranno in anticipo rispetto al Vecchio continente (a parte la Bank of England).

Ma c'è anche un altro elemento di un certo interesse: è proprio così sicuro che un tasso moderato di inflazione sia un fatto così negativo? Da una parte viene ricordato che la deflazione finora è stata considerata il nemico numero uno contro il quale gli istituti di emissione di mezzo mondo si sono mossi, dall'altra che una crescita del costo della vita abbassa il carico di debito delle aziende e degli stati. E questo fatto non è certo negativo.

Nel primo dibattito organizzato da Fondi&Sicav nell'ambito del Focus bond, hanno scambiato le loro opinioni **Cosimo Marasciulo**, head of fixed income absolute return e deputy head of euro fixed income di **Amundi Asset Management**, e **Marco De Micheli**, senior retail sales di **Axa Investment Managers**

Ci si sta avviando, anche se con molta gradualità, a una normalizzazione delle politiche monetarie. Quali sono i rischi per l'obbligazionario?

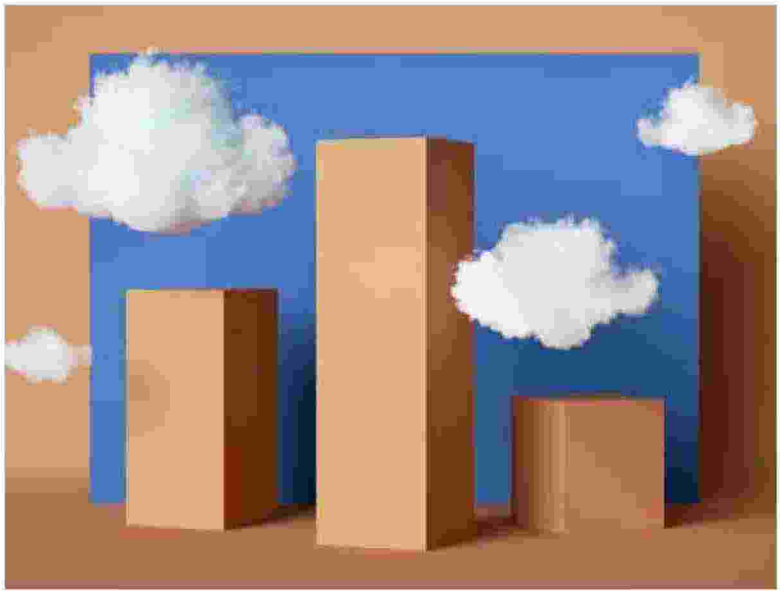
De Micheli (Axa Investment Manager): «Noi crediamo che l'inflazione sia un fenomeno meno temporaneo di quanto il mercato non pensi e siamo convinti che le banche centrali rimarranno behind the curve (dietro la curva). Il pericolo, in questo momento, è che la normalizzazione delle politiche monetarie richieda un po' più di tempo di quello ipotizzato e che si rischi di fare "scappare" l'inflazione. Se ciò dovesse avvenire, non sarebbe necessariamente un fatto negativo, ma ci potrebbe essere la possibilità che questo nuovo trend porti a un repricing abbastanza violento del mercato, che è ancora nell'ottica di leggere la ripresa dell'inflazione come un fattore provvisorio».

Marasciulo (Amundi Asset Management): «Stiamo attraversando un periodo delicato: il mercato sta registrando una generalizzata riduzione della liquidità, con compor-

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi



COSIMO MARASCIULO
head of fixed income absolute return e deputy head of euro fixed income
Amundi

tamenti che non sono sempre coerenti con i dati macroeconomici. Guardando al 2022, i mercati obbligazionari dovranno affrontare una difficoltà che è legata alla normalizzazione delle politiche monetarie e alla possibilità che questo fenomeno avvenga in modo asincrono. Una banca centrale ha due possibilità: essere preemptive (preventiva) o behind the curve. Da una parte abbiamo la Bank of England che ha già alzato i tassi, mentre dall'altra la Federal Reserve e la Banca Centrale Europea hanno un atteggiamento più attendista. Si tratta, in altre parole, di decidere se stare dietro la curva o anticipare le evoluzioni future che, nel caso attuale, significherebbe alzare i tassi, dato l'andamento atteso dell'inflazione. La differenza tra le due posizioni è che chi anticipa la decisione ha la possibilità di aumentare i tassi in modo più graduale e meno rapidamente, mentre il contrario potrebbe succedere per chi agisce in seconda battuta. Quale delle due posizioni sia corretta è difficile dirlo, perché dipende dal trade off tra inflazione e crescita, che varia a seconda dei paesi. Questo aspetto è importante perché, se si verifica una divergenza tra le politiche monetarie, possono emergere interessanti opportunità da cogliere sul mercato. La Bce, per esempio, si muoverà presumibilmente dopo la Federal Reserve, lasciando i tassi europei invariati per un periodo più lungo, mantenendo alcune misure a sostegno del mercato. Nel 2022, al margine, con il possibile decoupling della Bce, potremmo assistere alla sovraperformance degli asset più rischiosi europei rispetto a quelli americani, con i governativi e il credito della periferia europea che potrebbero beneficiarne. In questo contesto, è presumibile attendersi anche un rafforzamento della valuta americana, sostenuta dal differenziale dei tassi di interesse. In generale, tutto ciò, per Amundi, si traduce in una maggiore volatilità che sarà presente quest'anno sui mercati, quando le banche centrali non avranno più inserito il pilota automatico nel prendere le loro decisioni, ma dipenderanno molto di più dai dati macro, siano questi l'inflazione o le condizioni del mercato del lavoro (soprattutto negli Usa)».

De Micheli (Axa Investment Manager): «Colgo l'ultima osservazione fatta dal collega per sottolineare che, visto l'andamento del dollaro, i costi di hedging aumenteranno, soprattutto vedendo i bassi livelli attuali. Parlando invece di inflazione, vorrei rimarcare che l'argomento è relativamente recente, visto che sino a un anno fa si discuteva del rischio opposto, ovvero la deflazione. È ormai da parecchio tempo che, da un certo punto di vista, si auspica una ripresa dei prezzi. Il vero problema, che non è al momento sotto i riflettori, è il livello del debito, che è aumentato anche dopo lo scoppio della pandemia. Ma che cosa succede al debito quando l'inflazione aumenta? L'effetto di quest'ultima sul Pil nominale (ovvero il denominatore nel rapporto debito/Pil) è di incrementarlo, facendo così scendere il peso del debito. Quindi, se l'inflazione rimane moderata, non è un fattore così negativo e, in secondo luogo, se anche dovesse aumentare, le banche centrali hanno gli strumenti per contrastarla con successo, visto che, l'esperienza del Giappone lo insegna, la politica monetaria risulta meno incisiva quando deve contrastare la deflazione».

Marasciulo (Amundi Asset Management): «Trovo corretta questa considerazione, tant'è che, sia la Fed, sia la Bce, hanno corretto la loro strategia e, se in precedenza il target dell'inflazione era fissato al 2%, ora è diventato il livello medio di riferimento. Il mandato rimane lo stesso, ma, in termini di applicazione della politica monetaria, si sono adeguate a un contesto in cui, dopo un lungo

MARCO DE MICHELI
senior retail sales
Axa Investment Managers

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

periodo in cui il rischio era la deflazione, ora la minaccia è l'inflazione. C'è però un tema importante, cui il collega alludeva, che potrebbe presto diventare attuale. Infatti, se volessimo identificare le due criticità più importanti in termini di stabilità dell'economia mondiale, potremmo menzionare lo stock di debito, sia del settore pubblico, sia privato, e la income inequality, cioè la disparità di reddito. I dati sono a conoscenza di tutti: nelle economie sviluppate si sta assistendo sempre più alla concentrazione della ricchezza nelle mani di pochi. Il rischio di un'inflazione crescente in un contesto di politiche espansive fa sì che le disparità, in termini di distribuzione del reddito, aumentino e questo è un fenomeno che ha ricadute politiche: l'inflazione diventa una tassa per i più poveri, ma un'occasione per investire nei mercati finanziari per i più ricchi. Non è un caso che l'income inequality sia uno dei punti dell'agenda del presidente degli Usa Joe Biden. Si sta entrando in un'area delicata: sinora è stato importante tenere un costo di rifinanziamento del debito basso, ma se la disparità di reddito aumentasse, allora si porrebbe il problema di quali misure adottare per contrastarla».

Si pone quindi un problema di credibilità delle banche centrali?

Marasciulo (Amundi Asset Management): «Con tassi reali così fortemente negativi, anche se il decennale americano passasse dall'1,6% al 2,2%, rimarremmo su livelli di finanziamento bassi. Ma, da un punto di vista politico, le funzioni obiettivo cominciano a essere divergenti: si vuole tenere il tasso di finanziamento più basso per i governi o cercare di affrontare il problema della income inequality? Ed è proprio qui che si inserisce la questione della credibilità delle banche centrali che potrebbero trovarsi di fronte a livelli di inflazione più alti, rispetto ai quali il target che si sono date risulta inadeguato».

De Micheli (Axa Investment Manager): «È giusto, ma penso che il problema le banche centrali lo abbiano risolto nel momento in cui hanno dato un livello di inflazione medio del 2% all'interno di un ciclo economico. Siamo stati per vent'anni all'1% e, se anche da questi livelli si dovesse risalire, è difficile pensare che la media venga compromessa in modo significativo. Però è vero che il problema dell'income inequality rimane».

In questo contesto, il tema di discussione è dove investire nell'asset class obbligazionaria.

De Micheli (Axa Investment Manager): «Sì ma, per usare un'espressione recente, "there is no alternative" (Tina). Oggi il portafoglio degli italiani è metà in cash e metà in azioni, proprio perché il rendimento reale dei titoli di stato è negativo. I flussi sull'asset class obbligazionaria, a livello globale, si stanno dirigendo verso i Tips o strumenti legati all'inflazione. Chi ha titoli a spread li tiene, perché appunto la situazione è Tina e se le azioni continueranno a salire, sostenute da una buona crescita degli utili, non c'è il pericolo che si crei una bolla e, per il momento, non si intravedono particolari rischi. Un portafoglio obbligazionario diventa così, per come lo costruisce Axa, per il 50% uno pseudo monetario, con una forte presenza di linker (ovvero obbligazioni legate all'inflazione a breve termine), sotto i tre anni di duration, e per la rimanente metà investita in bond con il profilo di rischio più elevato, dai subordinati bancari agli high yield».

Marasciulo (Amundi Asset Management): «L'opportunità o meno di investire nell'asset class obbligazionaria è un tema in discussione da diversi anni. L'errore che spesso si commette è pensare che questa classe di attivo sia costituita solo dai "core rate", ma il mondo del reddito fisso è molto variegato, non ci sono solo governativi. Una volta bastava investire in un titolo di stato considerato risk free e avere buoni rendimenti, oggi è necessario un approccio più professionale. Quando si parla, ad esempio, di subordinati, occorre avere una conoscenza approfondita dei singoli emittenti e delle emissioni. Faccio questo esempio perché in Amundi troviamo che in questa tipologia di strumenti ci sia ancora del valore. È vero che il rischio duration rimane, anche se, guardando la dinamica delle curve, a metà novembre si sono mosse verso un appiattimento ("flattening"), con i tassi a lungo che hanno fatto meglio di quelli a breve. Quindi è importante sempre specificare a quale periodo ci si riferisce quando si parla di duration. Le stesse obbligazioni legate all'inflazione ("inflation linked bond") hanno un elevatissimo livello di tecnicalità che occorre comprendere appieno per capire che cosa si sta acquistando. In sintesi, le strategie d'investimento sono più sofisticate e le opportunità vanno studiate e analizzate con attenzione. Inoltre, nonostante il contesto, anche quest'anno in alcuni comparti dell'obbligazionario si sono registrati ritorni di tutto rispetto».

Stanno aumentando le emissioni di green, social e sustainability bond. Quali sono i benefici che ne possono trarre gli investitori?

De Micheli (Axa Investment Manager): «Noi siamo importanti investitori nel mercato dei green bond. Strutturalmente un'emissione sostenibile, poiché va a finanziare un progetto di medio-lungo termine, ha una duration di simile durata. Ancora una volta è importante porre l'accento sul rischio: nelle strategie green, social e sustainability il rischio tasso rimane. Perché allora investire in questi strumenti? Perché il 30% dei soldi che arriveranno dall'Europa, allocati dal Next Generation Eu, riguarderà il finanziamento di progetti legati alla sostenibilità. Sarà quindi

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi

importante guardare a questi bond, visto il numero consistente di emissioni che presumibilmente arriveranno sul mercato, magari sterilizzando l'esposizione dai rischi non voluti, quelli appunto legati alla duration».

Marasciulo (Amundi Asset Management): «Lo strumento ha una sua ragione di essere e di attrattiva, che non va però ascritta alla possibilità di diversificazione che offre: si tratta, infatti, di un titolo del reddito fisso caratterizzato da due variabili, che sono la duration e il rischio di credito. Da questo punto di vista, quindi, un green bond e un'obbligazione tradizionale sono simili. Noi pensiamo che, nel decidere di investire in un'obbligazione, qualunque essa sia, bisogna sempre guardare al risultato finanziario. Se l'obiettivo viene raggiunto da un portafoglio costituito da green, social o sustainability bond, allora diventa preferibile a un altro, con lo stesso rendimento, che non presenta queste caratteristiche. Nel mercato delle obbligazioni societarie, ad esempio, abbiamo potuto rilevare che non c'è un'alta correlazione tra merito creditizio e rating Esg. Ciò che cerchiamo di fare è trovare un equilibrio tra i due parametri nell'ottica di ottenere un buon rendimento. Le cose cambiano quando si tratta dei governativi, dove la correlazione tra rischio sovrano e rating Esg è molto alta e le economie avanzate occupano posizioni più elevate rispetto a quelle emergenti. Inoltre, mentre per i corporate bond è possibile svolgere un'attività di engagement con l'emittente, per le obbligazioni governative gli ambiti di manovra sono estremamente ridotti».

De Micheli (Axa Investment Manager): «Sono del parere, per quanto riguarda quest'ultimo aspetto, che ci sia ancora molto da fare per quanto riguarda il rating Esg degli emittenti sovrani, sia per realizzare sistemi valutativi uniformi, sia per creare dei benchmark».

Cresce l'interesse nei confronti del reddito fisso cinese. Quali sono le tipologie di titoli che ritenete di maggiore interesse? Quali i rischi?

De Micheli (Axa Investment Manager): «Siamo piuttosto ottimisti sulla Cina: anche se i tassi di crescita stanno scendendo, mantengono livelli sempre elevati e, soprattutto, sono il risultato di uno sforzo per rendere più sostenibile il modello economico. La dimensione del mercato obbligazionario cinese è consistente, ma la partecipazione degli investitori stranieri limitata. La Banca centrale non sta adottando politiche straordinarie: i rendimenti dei bond sono interessanti e offrono una possibilità di diversificazione nei portafogli. Penso che la sovraperformance delle obbligazioni cinesi, rispetto all'andamento da inizio 2021 dell'indice obbligazionario globale, sia una chiara indicazione di quanto sia importante cogliere l'opportunità offerta da questo mercato. Certo, non va dimenticato che la politica ha un peso notevole e lo si vede anche nello sforzo di ribilanciamento del modello di crescita, che richiede molto tempo e non è privo di ostacoli, con ricadute sociali significative. In Cina, sino a qualche anno fa, c'era la politica del figlio unico, che è stata abolita da un punto di vista legislativo, ma non ha mutato la propensione delle famiglie ad aumentare la prole per i costi sociali, ad esempio quelli legati all'educazione, che ciò comporta. Di recente, le autorità sono intervenute in modo incisivo all'interno di questo settore, probabilmente con l'intento di creare un contesto in cui la formazione scolastica non sia un beneficio di pochi e con la volontà di creare un sistema più equilibrato. Noi siamo ottimisti da diverso tempo nei confronti della Cina e soprattutto, tenendo conto dei livelli che attualmente sono stati toccati in mercati come quello degli high yield, possono emergere buone opportunità, visto che riteniamo che la forte presenza del governo cinese renda improbabile grandi default sul mercato».

Marasciulo (Amundi Asset Management): «La Cina è la seconda più grande economia al mondo, ma il peso del suo mercato obbligazionario all'interno degli indici è ancora molto contenuto. In un mondo poi in cui le banche centrali sono behind the curve, tollerano un'inflazione più elevata e non mettono al centro delle loro politiche monetarie la stabilità finanziaria, la People Bank of China (Pboc) ha invece perseguito un cammino più convenzionale. Ci sono due modi per investire nel reddito fisso del Paese: il mercato governativo e quello del credito. Per quanto riguarda il primo, siamo positivi, nonostante la crescita sia in rallentamento, dal momento che la Banca centrale non sta iniettando liquidità nel mercato, ma sta mantenendo i tassi stabili, e ciò è positivo per la parte lunga della curva dei rendimenti. È proprio in questo ambito che pensiamo si possano concentrare gli acquisti, tenendo conto anche della possibilità di apprezzamento del renminbi. Nel mondo del credito la situazione è, invece, più complessa, visto anche il recente intervento del regolatore in uno dei settori importanti dell'economia, quale l'immobiliare, estremamente presente nel mondo high yield, dove alcuni titoli hanno raggiunto una soglia critica, prossima al default. Si è rilevato un allargamento degli spread, anche se non c'è stato alcun effetto contagio su altri mercati, creando anche alcune situazioni interessanti da un punto di vista valutativo. Ma, poiché la politica ha un peso rilevante in Cina, si può affermare che il segnale di un eventuale ritorno all'acquisto sul mercato può venire solo da quest'ultima e con una stabilizzazione della situazione. Detto ciò, da un punto di vista strategico, è un mercato che, nel lungo periodo, vedrà aumentare la presenza di investitori stranieri».

064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

Amundi