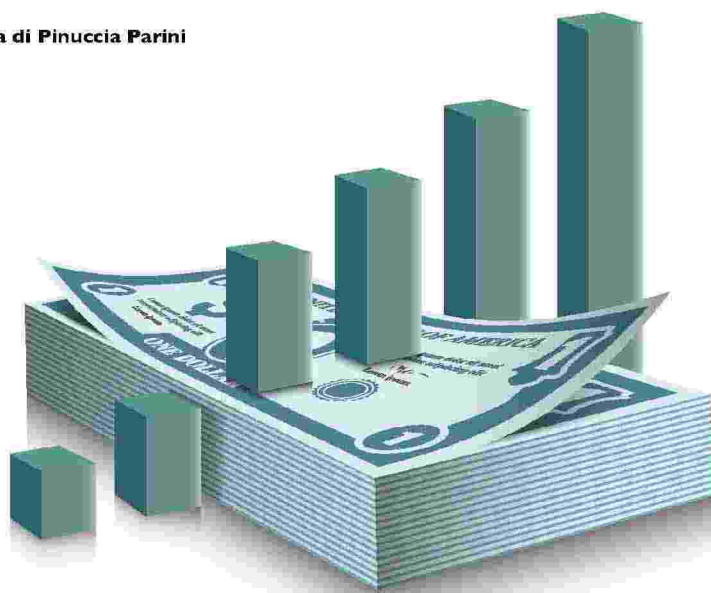




FOCUS BOND

Torna qualche occasione d'acquisto

a cura di Pinuccia Parini



È indubbio che le banche centrali del mondo occidentale hanno rotto ogni indugio: dopo la Fed, che è stata la prima a rialzare con forza i tassi per bloccare l'inflazione, anche a costo di mettere a repentaglio la ripresa post-Covid, adesso si è accodata la Bce nel portare avanti con determinazione il ruolo di falco. C'è però da dire che le dinamiche dell'inflazione nell'Eurozona sono profondamente diverse da quelle americane: se al di là dell'oceano il costo della vita è stato influenzato da problemi da parte dell'offerta, da una domanda ai massimi, da dinamiche salariali abbastanza vivaci e da interruzioni nelle filiere, riscontrate anche in Europa, nel Vecchio continente ad avere dato la spinta decisiva sono state soprattutto l'energia e tutte le pesanti ripercussioni provocate dalla guerra in Ucraina. Di fatto elementi totalmente esogeni rispetto alle dinamiche interne.

E tutto ciò non rende facile il lavoro della Banca Centrale Europea. Se un pesante uso dello strumento tassi può indubbiamente essere efficiente su meccanismi classici e indurre una più o meno modesta recessione che elimini i diversi fenomeni di surriscaldamento dell'economia, molto più difficile è agire sulle conseguenze dei costi dell'energia, il cui rialzo è provocato da un taglio alle forniture della materia prima. A incidere su questo elemento possono essere solo i governi, attuando un atteggiamento più o meno rigido nei confronti della Russia. Poi, è chiaro che in una situazione di recessione indotta i consumi energetici possono calare, ma non è di certo un meccanismo che si possa avviare in tempi brevi.

Al di là di questi colossali problemi, però, a leggere gli interventi del "Focus Bond" di Fondi&Sicav, esce un elemento abbastanza sorprendente, per un mercato come il reddito fisso che ha passato mesi altamente drammatici: si sta ricominciando a parlare di occasioni di acquisto. Diversi gestori ritengono che il Treasury sopra il 3%, per esempio, sia da mettere in portafoglio. Ma non solo: con un attento stock picking sui mercati, compresi quelli emergenti e dei corporate, è possibile trovare opportunità di notevole interesse. È chiaro che è difficile capire il timing per fare queste operazioni e che l'incertezza resta sovrana, ma in alcuni c'è la sensazione che il picco della volatilità sia già stato raggiunto.

COSIMO MARASCIULO, DI AMUNDI

«Forse il peggio è passato»



COSIMO MARASCIULO

head of fixed income absolute return and deputy head of euro fixed income

Amundi



Il 2022, sino a oggi, si è presentato come un anno difficile per i mercati obbligazionari.

«Sì, i bond continuano a essere nell'occhio del ciclone. È stato un anno negativo, anche se ritengo che, sia per quanto riguarda la volatilità, sia per il movimento sui tassi, il

peggio sia passato. In particolare, se si fa un confronto tra la volatilità dei bond e quella dell'equity, si può vedere che, in modo insolito, la prima ha preso un abbrivio, aprendo un gap sull'andamento della seconda. A questo punto, per riportare la tradizionale relazione tra le due variabili, si possono aprire i seguenti scenari: o la volatilità dei bond scende e si allinea a quella dell'equity, o quest'ultima sale o entrambe si incontrano a metà strada. Stiamo monitorando molto da vicino questa evoluzione».

L'inflazione ancora elevata e il rallentamento economico sono grandi incognite per il mercato obbligazionario. Che cosa ne pensa?

«Se nei primi mesi dell'anno il tema principale era il riprezzamento delle aspettative di politica monetaria per le dinamiche inflative, ora c'è anche il rallentamento economico, che è ormai piuttosto evidente, sia in Usa, sia in Europa. Ma, si badi bene, come è emerso in modo esplicito dall'intervento di Jerome Powell all'incontro di Jackson Hole lo scorso agosto, questo rallentamento non è casuale: è necessario per abbassare la spirale al rialzo dei prezzi. La stretta monetaria è stata una decisione in primis assunta dalla Fed, visto

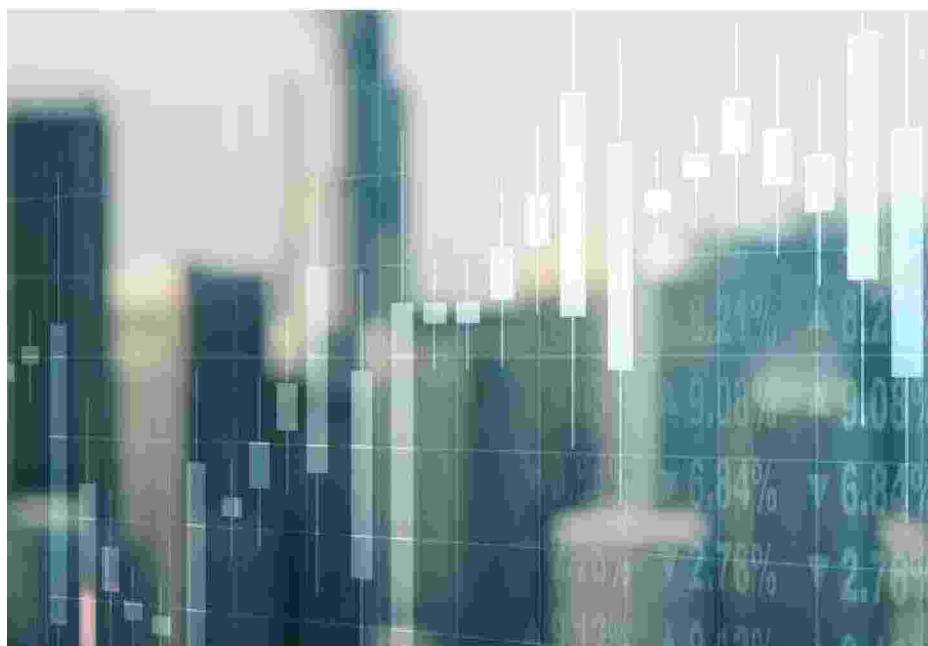
che le dinamiche salariali e del mercato del lavoro stavano alimentando l'inflazione, condivisa in seguito anche dalla Bce, seppure in un quadro caratterizzato in modo differente. Il discorso di Powell è stato molto trasparente e sincero e ha evidenziato le eventuali ricadute negative nel cercare di riportare i prezzi al consumo sotto controllo. Credo che queste posizioni, assunte da alcune delle maggiori banche centrali, riflettano la volontà di non ripetere gli errori commessi negli anni '70, seppure in un contesto non sovrapponibile a quello attuale. È per questa ragione che, ai commenti del presidente della Fed, i mercati azionari hanno corretto profondamente, consapevoli del fatto che la "Fed put" non è così vicina».

Anche la Bce ha mantenuto lo stesso tono nel suo intervento.

«Isabel Schnabl è stata abbastanza equilibrata nel suo discorso e ha fatto anche lei comprendere che un mancato intervento da parte delle banche centrali andrebbe a minare la reputazione degli stessi banchieri. La sensazione è che ci sia una volontà condivisa di non passare alla storia come coloro che non hanno contrastato l'inflazione e l'hanno fatta diventare un fattore strutturale. Ed è in questa direzione che va letta la decisione della BCE, varata il 9 settembre scorso, di alzare i tassi di 75 punti base. Inoltre, c'è la consapevolezza che, più si aspetta a intervenire, maggiore è il rischio di rialzi più consistenti e prolungati nel tempo, con un aggravio per i conti economici dei singoli paesi».

La situazione economica di Usa ed Europa è però diversa.

«La congiuntura delle due aree presenta alcune differenze: la gran parte dell'inflazione americana è guidata dai salari, mentre in Europa dal gas e dall'energia. Per questo motivo la Fed è in una posizione più facile rispetto alla Bce, un aspetto da tenere presente e fare diventare tema di discussione. Complessivamente, si può affermare che le banche centrali sono diventate molto più dipendenti dai dati, fattore da non trascurare».



rare. Per quanto riguarda l'Europa, vediamo la possibilità di una recessione tecnica, mentre gli Stati Uniti mostrano di avere un forte sottostante da un punto di vista economico. I rischi, però, sono al ribasso, perché è bene ricordare che le misure che vengono ora adottate avranno un impatto sull'economia solo tra 12 mesi».

Ma che cosa può fare la Bce nei confronti dell'aumento dei costi dell'energia? Non rischia di essere uno sforzo vuoto?

«Qualche anno fa si diceva che la deflazione era legata a fenomeni globali nei confronti dei quali gli istituti centrali nulla potevano. Allora Mario Draghi, a capo della Bce, affermò che, anche rispetto a un fenomeno globale, la Bce è chiamata a rispondere al suo mandato: la stabilità dei prezzi che oggi significa non fare diventare l'inflazione strutturale. È una questione di credibilità».

Europa, Usa, Giappone ed emergenti: quali sono le dinamiche attese per il mercato obbligazionario?

«Il mercato obbligazionario ha avuto un repentino riprezzamento delle politiche monetarie sino a metà giugno, quando sono emerse con maggiore vigore le preoccupazioni legate alla possibile recessione. In queste recenti settimane, l'inflazione, con i problemi a essa legati, è ritornata a dominare la scena. Crediamo che questo passaggio di testimone tra i due timori sia

una caratteristica che vedremo ripetersi nei prossimi mesi. In sintesi, pensiamo che continuerà questa fase altalenante tra rischio di inflazione e rischio di crescita che connoterà il comportamento dei mercati. Intravediamo quindi la possibilità che si crei un trading range stabile, all'interno del quale operare le scelte di investimento in base alle opportunità che si presentano, perché riteniamo che il picco della negatività sui tassi dei titoli governativi sia già stato superato. Inoltre, non va dimenticato, sia a livello pubblico, sia privato, che è necessario finanziare la transizione energetica e, per fare sì che ciò sia possibile, i tassi devono essere tenuti bassi. Per quanto riguarda le diverse aree geografiche, i timori legati all'inflazione e alla crescita hanno sfumature diverse al loro interno. Ci sono paesi, come il Regno Unito, in cui si avrà la combinazione peggiore dei due fattori con una recessione attesa nel 2023 e un'inflazione elevata anche a causa delle ricadute della Brexit. Il Giappone, con la Boj, non sta dando segnali di reazione, anche se in questo caso bisognerà prestare attenzione ai minimi cambiamenti di wording che possono essere introdotti. E poi ci sono i paesi emergenti, all'interno dei quali è opportuno fare una differenziazione, tenendo conto del rischio idiosincratico».

Pensate che in alcune aree dei corporate gli spread siano già abbastanza ampi?

«I corporate Ig hanno già visto un ampio allargamento dello spread e i default rate

impliciti sono già elevati. La componente Hy e dei subordinati è di sicuro quella dove rimaniamo più prudenti per il rischio di una recessione in inverno legata a un aumento dei costi dell'energia. Dopo la prima fase di mercato, che abbiamo chiamato "great repricing", pensiamo di essere entrati ormai nella seconda, quella in cui sta avvenendo un riesame delle aspettative di crescita e di inflazione. Durerà ancora per qualche mese. A essa seguirà poi una terza fase in cui ci sarà maggiore visibilità e l'inclinazione delle banche centrali sarà meno "hawkish"».

Sempre in tema di spread, intravede la possibilità che quello tra Btp e Bund possa ritornare ad allargarsi?

«Quando emergono rischi nell'area euro, c'è instabilità e sale l'inflazione, la valuta va sotto pressione e i Btp vengono venduti. Attualmente non si è necessariamente di fronte a un rischio idiosincratico, perché non credo che le prossime elezioni italiane siano al centro dell'investment case nei Btp. La debolezza registrata dai titoli di stato italiani è ascrivibile a diversi fattori di incertezza più generali. Perché allora lo spread tra Btp e Bund si è allargato? Io ritengo che ciò sia avvenuto appunto per le preoccupazioni legate all'area euro e per un repricing dovuto al cambiamento della politica monetaria da parte della Bce. Se dovessi quantificare un livello di spread adeguato tra i due strumenti, affermerei che 200 riflette i fondamentali, mentre 250 è il livello toccato quando la Bce ha indetto una riunione di emergenza da cui è poi nato il Transmission protection Mechanism (Tpi). Sarebbe pericoloso per gli investitori scommettere contro questo nuovo meccanismo, perché vorrebbe dire andare contro la Banca Centrale Europea. Va poi ricordato che, attualmente, l'ammontare dei governativi italiani detenuti dagli investitori stranieri è decisamente inferiore rispetto a 10 anni fa, quando scoppiò la crisi del debito sovrano. Non vedo, inoltre, una deriva anti-europeista nell'attuale campagna elettorale in corso, data forse anche dal fatto che Bruxelles sta dando molti soldi all'Italia attraverso il Pnrr, cui si potrà continuare ad accedere se il piano di riforme concordato proseguirà. Quindi non sono molto preoccupato di un forte allargamento dello spread e ritengo la fascia 200-250 una possibile area di acquisto».

