

Aggiornamento sui mercati obbligazionari

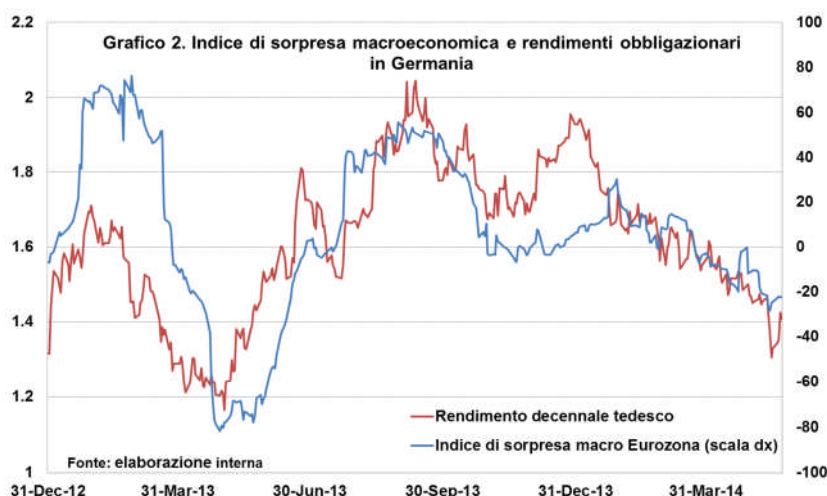
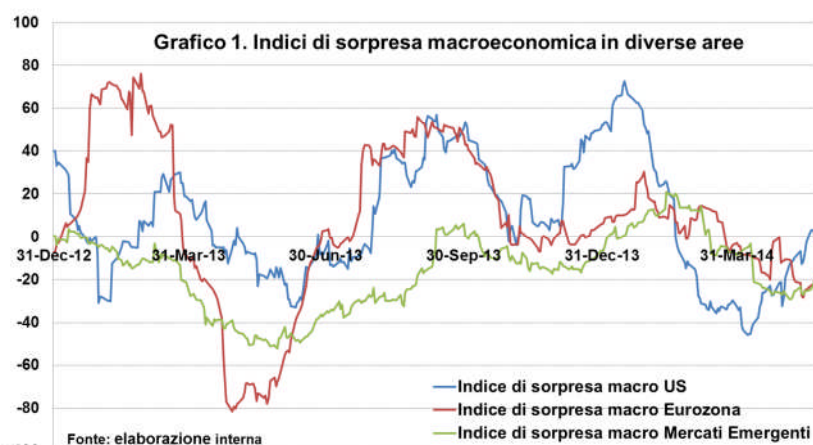
A cura di: *Pietro Calati*

I sempreverdi mercati obbligazionari

Nell'ultimo aggiornamento di diversi mesi fa, ad ottobre, si osservava che si stava creando un quadro più costruttivo sul mercato obbligazionario. Si notava che, dopo un periodo di elevata volatilità, persino i mercati Emergenti obbligazionari iniziavano a sembrare di nuovo attraenti. Mostravamo inoltre che gli indicatori globali di sorpresa macroeconomica avevano iniziato a svoltare verso il basso, indicando un certo stallo nella ripresa economica rispetto alle attese, e congiuravano così a riportare un certo appetito verso il reddito fisso.

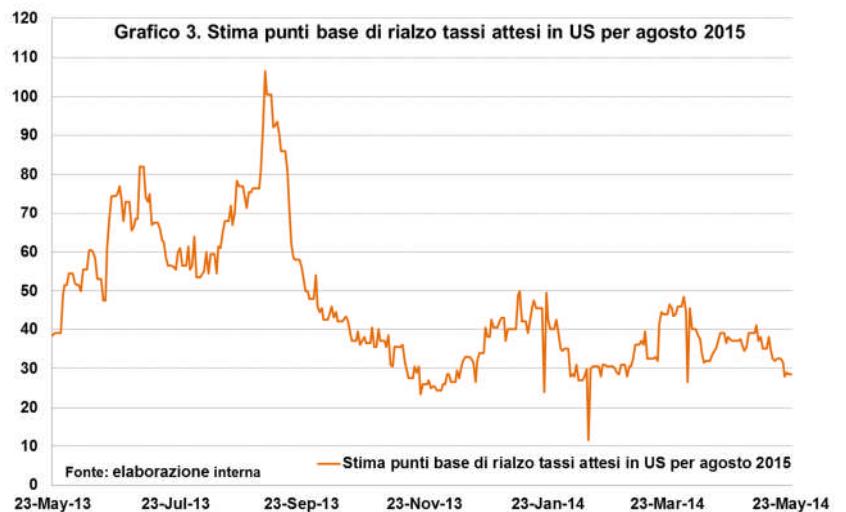
Gli indicatori di sorpresa offrono spesso segnali interessanti su come le aspettative di crescita, sottostanti alle decisioni di investimento, vengano riviste nel tempo e su come tale processo di revisione influisca sui mercati finanziari stessi. Si consideri, ad esempio, (Cfr. Grafico 1) come sia stata perentoria la traiettoria al ribasso di questi indici, che tuttora in Europa e nei mercati Emergenti stazionano sotto lo zero.

Senza dubbio **la revisione in negativo delle prospettive di crescita è stata una ragione decisiva nello spingere di recente gli investitori verso il porto più sicuro dei mercati obbligazionari.** Si guardi, ad esempio, il caso del rendimento governativo tedesco a lungo termine (Cfr. Grafico 2): il recente movimento al ribasso viene esaurientemente descritto e spiegato dal relativo indice di sorpresa



macroeconomica dell'area Euro.

La delusione sul respiro della crescita globale non è stato, tuttavia, l'unico tema ad ispirare l'obbligazionario negli ultimi mesi. È stato altrettanto cardinale il ruolo delle Banche Centrali. A partire dalla fine dell'anno scorso, i messaggi dei maggiori Istituti Centrali sono stati infatti importanti e di segno benevolo per i mercati. La Federal Reserve ha sì iniziato a ridurre il ritmo mensile dei propri acquisti di titoli, ma ha anche ribadito l'intenzione di sostenere la crescita, eliminando ad esempio i riferimenti nelle dichiarazioni ufficiali a soglie numeriche come obiettivo per gli indicatori macroeconomici rilevanti. La Fed non vuole essere costretta ad agire in senso restrittivo una volta che, ad esempio, la disoccupazione raggiunga un certo livello; al contrario, in modo più flessibile e discrezionale, valuterà un complesso di variabili, consapevole dell'eccezionalità del ciclo attuale. Le aspettative degli operatori si sono pertanto progressivamente allineate alle indicazioni verbali della Banca Centrale, come ben riflesso nei rialzi dei tassi scontati nel contratto dei Fed Funds sulla scadenza di agosto 2015. Se a fine agosto dell'anno scorso per quella scadenza futura gli operatori si aspettavano circa 100 punti base di rialzo, ora se ne attendono solo circa 25bp (Cfr. Grafico 3).



Messaggi univocamente accomodanti sono giunti anche dalla BCE. Draghi ha preparato negli ultimi mesi il terreno per decisioni di portata epocale che saranno annunciate a partire dalla prossima riunione di inizio giugno. Allo stesso modo, la Bank of Japan sembra volere far sospiare ai mercati un ulteriore pacchetto di tipo quantitativo ma, nel caso si verificasse una decelerazione della crescita, crediamo sia pronta ad intervenire ancora in senso espansivo. **L'approccio ancora benevolo delle Banche Centrali ha così permesso ai mercati obbligazionari di avere, accanto a rendimenti governativi in discesa, anche una nuova stagione di spread in restringimento in pressoché tutte le aree: periferia europea, mercati Emergenti, titoli Corporate e High Yield.** Con volatilità sui minimi storici in tutte le asset class, la caccia al rendimento in tutte le sue declinazioni sul mercato obbligazionario è dunque ripartita.

Prospettive

Alcuni **motivi di lungo termine rendono difficile immaginare una capitolazione anche nel futuro dei mercati obbligazionari:** tendenze globali deflazionistiche, ripresa del processo di accumulazione delle riserve nei Paesi emergenti, necessità da parte delle banche private di avere per legge livelli minimi di liquidità, Banche Centrali in *Quantitative Easing*, **sono e saranno elementi di domanda strutturale anche nel futuro.** Al tempo stesso, come sta avvenendo negli Stati Uniti, grazie a politiche fiscali più prudenti anche l'offerta di titoli potrebbe ridursi nel prossimo periodo. Tuttavia, all'interno di una cornice di medio termine probabilmente stabile, crediamo che **alcuni fattori di rischio** vadano sottolineati.

Il presente documento è uno strumento di supporto ad uso esclusivo dei Private Banker di Banca Fideuram S.p.A. e di Sanpaolo Invest SIM S.p.A. e non può essere consegnato alla clientela. Esso ha natura informativa e non contiene raccomandazioni o proposte ad effettuare operazioni su strumenti finanziari né costituisce o contiene offerte, inviti ad offrire, messaggi promozionali, pubblicitari o sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari rivolti al pubblico. Le informazioni contenute nel presente documento sono acquisite da fonti ritenute attendibili dal mercato, senza che la Società possa, tuttavia, garantirne in assoluto la completezza e la veridicità. La validità del presente documento, considerato il continuo evolversi degli andamenti di mercato, è da intendersi circoscritta alla data di redazione dello stesso. La Società si riserva il diritto di modificare, in ogni momento, le analisi e le informazioni ivi prodotte, nonché di operare scelte di portafoglio differenti rispetto alla view espressa o alle indicazioni prospettiche d'investimento eventualmente fornite nel presente documento.

Sebbene il segno delle politiche monetarie di Europa e Giappone rimanga espansivo, nei prossimi trimestri, a meno di una brusca frenata nella crescita, la Fed predisporrà la strada per una progressiva e morbida normalizzazione della propria politica monetaria, quindi verso tassi più elevati e una cura dimagrante per il proprio bilancio. **L'esperienza storica suggerisce che sono le decisioni di politica monetaria della Fed a condizionare in modo più profondo i mercati finanziari. Le altre Banche Centrali hanno infatti un impatto più modesto.** Prima o poi gli investitori giudicheranno il primo rialzo Fed sufficientemente vicino da domandarsi se il rendimento del titolo a due anni a 0.3% e del decennale a 2.5% offrano una protezione soddisfacente in un ciclo di rialzi; questo potrebbe portare un movimento al rialzo della curva anche significativo.

La delusione macroeconomica, osservata nel primo trimestre, dovrebbe lasciare spazio nelle nostre attese ad una **ripresa vivace nel secondo trimestre**. Negli Stati Uniti, in modo particolare, i segnali di un certo dinamismo economico sono già presenti e, come si vede nel Grafico 1, gli indicatori di sorpresa negli USA hanno già intrapreso una traiettoria di rialzo più convincente. **Come questi indici hanno guidato i rendimenti in giù nella prima parte dell'anno, potrebbero guidare i rendimenti verso l'alto nei mesi prossimi.** L'indicazione è pertanto di cautela verso la parte a lunga della curva US in particolare. Al contrario il quadro appare più sereno in Europa, dove deflazione, crescita più dimessa e la BCE in procinto di intraprendere ulteriori misure espansive dovrebbero meglio ancorare i rendimenti.

Il quadro per gli spread, soprattutto in Europa grazie alle probabili misure della BCE, dovrebbe rimanere invece piuttosto benigno e ancora sotto l'egida della ricerca di rendimento. Per altro, **dal punto di vista valutativo, gli spread di credito navigano in prossimità della loro media storica e non evidenziano quindi una particolare sopravvalutazione.** Al contrario la bassa leva finanziaria delle imprese, bassi tassi di default, ampio accesso alla liquidità e poco appetito per la crescita degli emittenti puntellano ulteriormente i livelli correnti. Il contesto attuale di ricerca di rendimento dovrebbe infine sostenere anche gli **spread sovrani**, sia nella **periferia europea** che nei Paesi **emergenti**. In particolare, **questi ultimi, rimasti più indietro nel processo di compressione dei relativi spread a causa della volatilità osservata l'anno scorso, rappresentano a nostro avviso l'opportunità più interessante.**