

focus TASSI NEGATIVI

REDDITO FISSO

Bond, la miglior difesa non è la fuga

di Gloria Valdonio

Avete presente quelle corriere delle Ande cariche di valigie e persone che si arrampicano su strade a strapiombo sul baratro? Bene: se solo qualche anno fa prendere la via del reddito fisso era come immettersi in un'autostrada a quattro corsie, con l'attuale mercato obbligazionario è necessario affidarsi a professionisti che sappiano guidare molto bene anche sulle mulattiere andine. «Tutti sono in grado di comprare titoli obbligazionari quando i tassi sono positivi e aspettare di incassare le cedole con i tassi stabili o addirittura in discesa. Ma ormai sono anni che non siamo più in questa normalità, visto che siamo noi investitori a prestare soldi accettando spesso rendimenti negativi», esordisce **Michele De Michelis**, Cio di **Frame Am**. E infatti la situazione è quella descritta: la maggior parte dei titoli di Stato europei con duration inferiore a cinque anni ha rendimenti negativi. Il Btp italiano con scadenza dieci anni, tra i più generosi, ha rendimenti che oscillano tra lo 0,7% e lo 0,8% annuo lordo nonostante l'impennata del debito pubblico.

Corporate bond

Anche nell'universo degli emittenti corporate, i titoli con i migliori rating hanno sofferto in linea con i titoli di Stato, mentre quelli di qualità inferiore hanno retto meglio per effetto dell'ulteriore restringimento degli spread (giunti ormai ai minimi storici), poiché gli investitori sono costretti a cercare rendimenti positivi proprio nei comparti high yield. Ma, secondo De Michelis, «anche in questo settore ormai il gioco non vale la candela, visto che siamo in presenza di un eccesso di ottimismo sotto entrambi i punti di vista». Quali sono i punti di vista? Il primo: «Da una parte, qualora si verificasse uno scenario positivo per l'economia

TANTI TITOLI DI STATO EUROPEI CON DURATION INFERIORE A 5 ANNI HANNO IL SEGNO MENO. COSA FARE? PIÙ GESTIONE ATTIVA DEL RISCHIO

Nelle foto, in basso a sinistra Michele De Michelis, Cio di Frame Am; in basso a destra Alessandro Tentori, Cio di AXA Im Italia. Nella pagina accanto, Giovanni Cuniberti, responsabile consulenza fee-only di Gamma Capital Markets

reale, l'inflazione potrebbe tornare a risalire dopo molti anni di assenza e distruggerebbe valore per gli asset a reddito fisso». E il secondo: «Se invece le cose dovessero andare male, i nodi verrebbero al pettine, perché i governi non riuscirebbero a salvare tutte le aziende a rischio default e molti investitori si troverebbero con il cerino in mano», spiega De Michelis. Non è un parere condiviso da tutti gli investitori. Secondo **Alessandro Tentori**, Cio di **AXA Im Italia**, se ci si sposta su un profilo di rischio più aggressivo, per esempio sui corporate o sugli high yield, l'interesse è ancora vivo grazie alle prospettive di crescita, allo spread sui governativi e alla lenta ma costante riduzione dei tassi di default.

Fuga dal reddito fisso?

La migliore difesa non è quindi la fuga. Per prima cosa, secondo



gli strategist, non bisogna fare di tuttata l'erba un fascio. Ma, all'interno degli investimenti a cedola, compiere una distinzione sia a livello valutario che sulla base dell'emittente pubblico o privato. Come spiega De Michelis, la situazione infatti non è uguale in tutto il mondo e i tassi si sono già mossi parecchio nell'ultimo periodo. Se prendiamo per esempio il decennale americano che - dopo essere sceso in area 0,5% con lo scoppio della pandemia, ha cominciato da settembre 2020 a risalire fino ad area 1,7-1,8% - è evidente che in questo caso specifico di tassi negativi non se ne sono visti proprio. Ben diversa la situazione in Europa, dove il Bund tedesco rimane invece saldamente in territorio negativo, anche se in leggera risalita come il suo omologo americano. «Le conseguenze ovviamente sono state pesanti per i detentori di questi titoli, visto che i prezzi sono scesi per effetto della risalita dei rendimenti senza neanche avere il cuscinetto delle cedole incassate», commenta De Michelis. E i Mercati Emergenti? «Possiamo dire che non è stato un buon inizio di anno neanche per i bond dei Paesi Emergenti che, benché offrano rendimenti migliori, soffrono il rafforzamento del dollaro e il rialzo dei tassi americani», dice lo strategist.

Inflazione

Confidando nell'inflazione, tra i flussi degli investitori globali si nota da tempo uno spiccato appetito per le obbligazioni legate all'inflazione. Purtroppo però neanche loro offrono un rifugio sicuro in quanto si tende spesso a sottostimare il rischio di queste obbligazioni che, in quanto tali, hanno comunque una sensibilità ai tassi di interesse. «È quindi lecito aspettarsi delle perdite anche su questo comparto nel caso di un ulteriore rialzo dei rendimenti dei Treasury, nonostante una performance relativa soddisfacente», spiega Tentori.

Perdite inevitabili?

Non c'è alternativa quindi alle perdite? E che cosa fare se si hanno in portafoglio titoli di Stato o altri strumenti di reddito fisso in questa fase? Come spiega Tentori, al momento il rischio di un rialzo dei tassi ufficiali è ancora contenuto. Negli Stati Uniti la discussione sui tassi e sulla riduzione del bilancio della Federal Reserve non è ancora partita, nonostante la forte ripresa economica e preoccupanti segnali di inflazione. La Bce sembra ancora più lontana da un rialzo dei tassi, lamentando una assenza quasi cronica di inflazione. «In questo contesto, sono i titoli di Stato americani a essere più esposti al rischio di perdite dovute in particolare alle aspettative di inflazione e di tassi», dice Tentori. «Al contrario i titoli governativi europei sembrano ancora abbastanza isolati dalle dinamiche statunitensi». In ogni caso in questa fase è veramente difficile per i risparmiatori retail evitare le perdite, visto che non possono utilizzare strumenti di copertura o di protezione sia per il rialzo dei tassi, ma anche per l'allargamento degli spread sul credito. «Nel contesto attuale i bond a tasso fisso possono rappresentare un problema nel lungo periodo, infatti un potenziale aumento dei tassi o delle aspettative su di essi potrebbe far

scendere il prezzo dei bond, causando così perdite in conto capitale oppure obbligando l'investitore a tenere l'investimento in portafoglio fino a scadenza», conferma Giovanni Cuniberti, responsabile consulenza free-only di Gamma Capital Markets.

Strategie

E allora che fare? Secondo gli operatori, uno strumento che si è dimostrato efficace in situazioni di mercato obbligazionario al ribasso è la gestione attiva del rischio. «Ex post il 2021 potrebbe rivelarsi l'anno delle strategie total return sull'universo obbligazionario», dice Tentori. Secondo De Michelis l'unica scialuppa di salvataggio è la diversificazione da attuare comprando fondi e affidandosi a chi è in grado di implementare diverse strategie che ricorrano a tutti gli strumenti presenti sul mercato. «Oggi se non hai confidenza con derivati come Cds (Credit default swap), futures e opzioni sul credito, ma soprattutto se non possiedi un Isda (International swap and derivatives association, organismo internazionale che regola il mercato dei derivati) con una controparte efficiente e affidabile in grado di farti partecipare anche alle aste sul primario, rischi di vedere nel piatto solo le ossa dopo che gli altri hanno già spolpato tutta la carne», dice De Michelis. Da utilizzare anche la strategia long short credit, dove per guadagnare non serve che la media ponderata per il peso dei titoli salga di prezzo, ma basta che la differenza tra le posizioni corte e quelle lunghe sia positiva. Un'altra strategia interessante per il reddito fisso è l'arbitraggio, ovvero l'acquisto e la vendita contestuale di titoli che hanno discrepanze di prezzo sui vari mercati. «Tendenzialmente queste inefficienze tendono ad aumentare quando sopravvengono situazioni di stress, come accadde nel marzo 2020», spiega De Michelis.

Scelte di portafoglio

Ovviamente operazioni di questo tipo possono essere attuate da un gestore obbligazionario veramente esperto, non certo da un investitore privato. A quest'ultimo Cuniberti consiglia di inserire in portafoglio bond a tasso fisso solo se l'azienda sottostante offre opportune garanzie di solvibilità in caso di aumento dell'inflazione e dei tassi. «In alternativa», dice lo strategist, «è bene concentrarsi su obbligazioni a tasso variabile o legate all'inflazione che forniscono maggiore tutela seppure con rendimenti molto bassi». Ma l'approccio migliore in questa fase - aggiunge Cuniberti - rimane quello di tenere liquidità da sfruttare nei momenti di volatilità che ciclicamente colpiscono i mercati, in modo da inserire in portafoglio obbligazioni con prezzi bassi e di conseguenza rendimenti più interessanti. Il portafoglio di investimento ideale, secondo Tentori, ha una vita residua contenuta (1-3 anni), un'esposizione a titoli indicizzati all'inflazione, così come un'esposizione al credito e al dollaro. «Vorrei anche sottolineare che i portafogli globali hanno un'esposizione molto contenuta sul mercato obbligazionario cinese, che in termini di size è il secondo al mondo. Un'esposizione all'Asia è una scelta di lungo termine che molto probabilmente pagherà», conclude Tentori.

