

## Flessibilità e fixed income

Venerdì, 05/19/2017

Nell'attuale contesto di previsione di tassi più elevati, il primo riflesso degli investitori è di ridurre la duration, per minimizzare il rischio dei propri portafogli. Il nostro punto di vista è tuttavia diverso: le duration più lunghe possono generare valore e contribuire alla gestione del rischio globale del portafoglio.

Sebbene sia opinione comune che una duration breve sia uno strumento più efficace per il controllo del rischio, non pensiamo che sia necessariamente vero: questo approccio può infatti condurre a un'indebita concentrazione del rischio. Nel tentativo di evitare la duration senza subire rendimenti negativi sui titoli di Stato a breve termine, gli investitori hanno concentrato la domanda sulle obbligazioni high yield a breve termine, assumendo un rischio di credito e di liquidità superiore a quello che avrebbero normalmente considerato accettabile.



**Adrien Pichoud**

Chief Economist & Senior Portfolio  
Manager

*"Siamo contrari all'ipotesi di un mercato ribassista. Con la progressiva giapponizzazione ci aspettiamo che i tassi restino piuttosto bassi, vicini al loro livello attuale."*

— *Adrien Pichoud*  
Chief Economist & Senior Portfolio  
Manager

- Preoccupati per la crescita dei tassi, molti investitori preferiscono includere obbligazioni di Stato, credito o investimenti high yield con duration breve nei loro portafogli obbligazionari.
- A nostro avviso, questo orientamento non è il modo migliore per gestire il rischio e può al contrario condurre a un'indebita concentrazione dei rischi. Le obbligazioni di Stato a lungo termine aggiungono valore alla gestione del rischio nel fixed income.
- Nel contesto di crescita "lower-for-longer" e di tassi d'interesse ancora più bassi, il costo opportunità di detenere liquidità resterà molto elevato.

### Le obbligazioni di Stato a lungo termine sono ancora attrattive

Siamo convinti che le obbligazioni di Stato a lungo termine aggiungano valore alla gestione del rischio del fixed income. Ciò potrebbe rivelarsi particolarmente vero se il mondo dovesse subire un "incidente di crescita" simile a quello del 2008. Quando gli spread si ampliano bruscamente e la liquidità scompare, i titoli sovrani a lungo termine offrono una vera protezione.

La maggior parte degli investitori teme le perdite sulle posizioni a scadenza più lunga ed è convinta che la liquidità e la duration breve espongano a minori rischi, ma questa strategia esclude un'opportunità di rendimento significativa, qualora i tassi restino bassi per un lungo periodo.

## Il rendimento è diverso dal total return

La maggiore parte dell'universo dei titoli sovrani soffre già di "giapponizzazione": un lungo periodo di bassa crescita, con tassi d'interesse ancora più bassi. In un simile scenario, il costo opportunità della detenzione di liquidità resta molto elevato, in quanto le banche centrali continuano a portare avanti delle politiche accomodanti per sostenere la crescita. Questa posizione favorirà le obbligazioni a lungo termine.

Come dimostrato chiaramente dall'esperienza giapponese, gli investitori che optano per la liquidità per sfuggire ai bassi rendimenti sul lungo termine, si espongono a perdite su un orizzonte temporale più lungo. Su 15 anni, fino alla fine del 2016, il rendimento della liquidità in JPY è stato in media dello 0,24%, contro lo 0,92% per gli investimenti in JGB a 7-10 anni, un vantaggio a prima vista relativamente contenuto per le obbligazioni a lungo termine. Ma la differenza in termini di total return annualizzato è stata significativamente più elevata, con un +2,44% annualizzato per le JGB a 7-10 anni contro solo +0,34% per la liquidità.

## Approfittare del roll-down sulla curva dei rendimenti

Investire in liquidità significa rinunciare a più performance di quanto si pensi. I detentori di obbligazioni a lungo termine accumulano carry e possono beneficiare di una curva positiva per generare rendimenti tramite una strategia roll-down.

Ma anche in questo caso, gli investitori hanno fondati motivi di preoccuparsi dei danni cui sarebbero esposti in caso di crescita dei tassi. A fronte di un effetto limitato in uno scenario di progressiva risalita dei tassi, l'impatto potrebbe essere molto più significativo in caso di una crescita rapida. Tuttavia, anche in questi casi, i danni potenziali sono spesso sopravvalutati. Abbiamo osservato i tassi dei titoli del Tesoro statunitensi dal 1977 ad oggi, valutando ogni aumento del tasso a lungo termine per il suo impatto massimo di drawdown e per il tempo necessario a recuperare tali perdite. Abbiamo così riscontrato che la duration dei tempi di recupero è un criterio relativamente limitante.

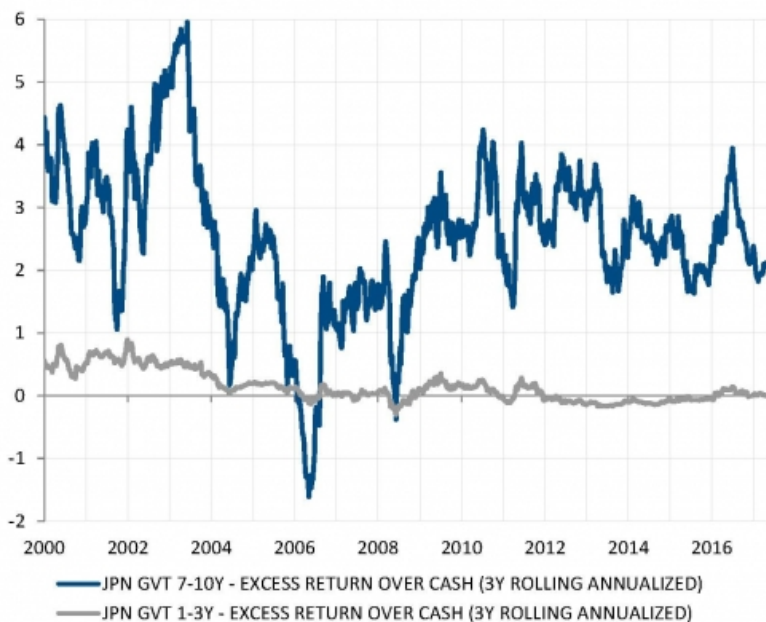
In primo luogo, la capacità di reinvestire le cedole a tassi più elevati contribuisce al recupero. In secondo luogo, ogni aumento dei tassi integra un successivo ripiego, specie per le economie con alti livelli di indebitamento. Gli aumenti dei tassi sono in effetti provocati da previsioni di crescita e di inflazione più elevate. Ma una volta realmente cresciuti, i tassi hanno un impatto negativo sulle prospettive di crescita e di inflazione, riportando i tassi lunghi a livelli più bassi. Gli effetti combinati delle cedole e del ripiego dei tassi permettono ai portafogli di recuperare la totalità del drawdown iniziale in circa un anno al massimo.

## Keep calm e conservare una visione a lungo termine

In SYZ, abbiamo un punto di vista completamente opposto a quello di chi prevede un mercato ribassista. Con la progressiva giapponizzazione ci aspettiamo che i tassi restino piuttosto bassi, vicini al loro livello attuale. In un simile scenario, le strategie flessibili che tengono conto della duration possono di quindi generare una sovraperformance utilizzando un approccio Relative Value. Ma anche le strategie più attive non possono superare costantemente i benchmark. Nel caso delle strategie libere di investire all'esterno dei rispettivi indici, ci sono periodi in cui potranno perdere terreno, ma sul lungo termine sono destinate a offrire una sovraperformance.

Negli ultimi due o tre anni, gli investitori in duration brevi non hanno ottenuto vantaggi dalla risalita dei tassi; nella migliore delle ipotesi hanno ridotto le perdite. Ma chi ha investito in duration brevi ha anche perso la migliore opportunità: non partecipando, non sono riusciti a trarre vantaggio dalla crescita.

## Extra return of short and long-term bonds over cash



Fonte

SYZ Asset Management, Thomson Reuters Datastream. Data as at 30.12.2016

## Disclaimer

Il presente documento di marketing è stato redatto dal Gruppo Syz (di seguito denominato «Syz»). Esso non è destinato alla distribuzione o all'utilizzo da parte di persone fisiche o giuridiche cittadini o residenti in uno Stato, un Paese o una giurisdizione le cui leggi applicabili ne vietino la distribuzione, la pubblicazione, l'emissione o l'utilizzo. Spetta unicamente agli utenti verificare che siano legalmente autorizzati a consultare le informazioni nel presente. Il presente materiale ha esclusivamente finalità informative e non deve essere interpretato come un'offerta o un invito per l'acquisto o la vendita di uno strumento finanziario, o come un documento contrattuale. Le informazioni fornite nel presente non sono intese costituire una consulenza legale, fiscale o contabile e potrebbero non essere adeguate per tutti gli investitori. Le valutazioni di mercato, le durate e i calcoli contenuti nel presente rappresentano unicamente stime e sono soggetti a variazione senza preavviso. Si ritiene che le informazioni fornite siano attendibili; tuttavia, il Gruppo Syz non ne garantisce la completezza o l'esattezza. I rendimenti passati non sono indicativi di risultati futuri.