

## Inclinazione positiva: adottare il roll down

Lunedì, 01/02/2017

In un contesto caratterizzato da tassi a lungo termine che potrebbero crescere ancora un po' ma lentamente e tassi a breve termine che rimarranno inferiori all'inflazione in numerosi paesi sviluppati, per spingere le performance dei portafogli obbligazionari gli investitori non hanno che una scelta da fare: assumere rischio di credito o di duration. Se la prima opzione appare palese, visto il consenso unanime espresso dal mercato per le obbligazioni corporate e altri titoli high-yield, la seconda invece non è così intuitiva di primo acchito. Bisognerebbe essere pazzi per assumere un rischio di duration quando i tassi salgono... O magari no!



**Fabrizio Quirighetti**  
Macroeconomic  
Strategist



**Adrien Pichoud**  
Chief Economist & Senior Portfolio  
Manager

*Il roll down può rivelarsi una strategia vincente in uno scenario di risalita dei tassi.*

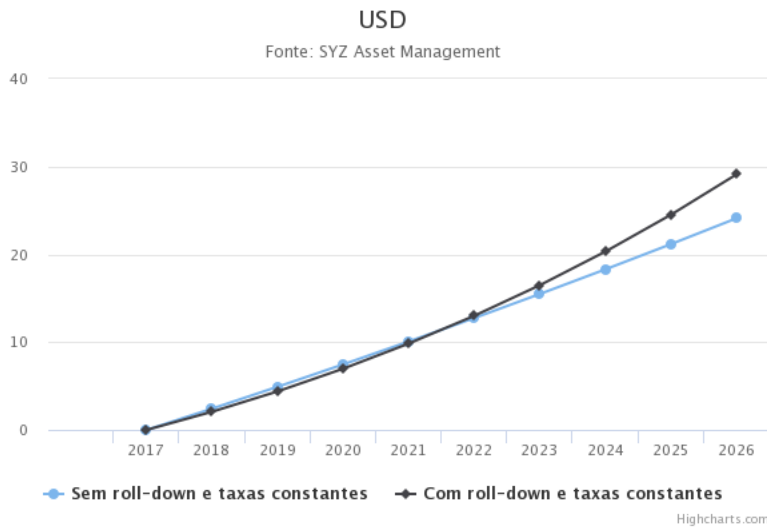
### Crac obbligazionario? Difficile da immaginare

Non se ne abbiano a male le numerose Cassandra, ma probabilmente non ci sarà un altro crac obbligazionario nell'immediato futuro oltre a quello, in miniatura rispetto all'apocalisse annunciata, che abbiamo appena vissuto. Attenzione, questo non significa che i tassi non possano salire ancora... Semplicemente l'aumento dovrebbe essere più graduale e quindi pressoché indolore per i portafogli obbligazionari. Proprio come successe tra il 2003 e il 2006, quando dopo un'impennata spettacolare del decennale statunitense dal 3,1% al 4,6% nel corso dell'estate del 2003 (il mercato si era messo improvvisamente a prevedere una stretta della politica monetaria statunitense dopo un miglioramento delle prospettive sul mercato del lavoro... guarda, guarda), ci vollero altri tre anni prima che il decennale culminasse finalmente al 5,2% segnando 60 punti base (pb) in più. Quanto ai movimenti di rialzo dei tassi del 2013 e 2015, non si sono rivelati duraturi visto che nel 2016 i tassi a lungo termine sono tornati su nuovi minimi storici.

### Dalla teoria alla pratica

Prendiamo un investitore che acquisti oggi un'obbligazione decennale, corrispondente al suo orizzonte di investimento. Supponiamo che possa scegliere tra mantenere questa posizione con un rendimento alla scadenza noto (pari alla cedola, se l'acquisto viene fatto alla pari, ossia a 100) o scambiarla ogni anno con una nuova obbligazione decennale (l'investitore vende la posizione in portafoglio, che ha quindi una scadenza di 9 anni, per riacquistare la "nuova" obbligazione decennale). È il famoso "roll down the curve", che tradotto in italiano potrebbe essere reso con "scivolare verso un punto più basso della curva". Per coloro che praticano regolarmente la gestione obbligazionaria, è evidente che se si prevede un calo dei tassi nel periodo (per semplificare consideriamo solo spostamenti paralleli sull'intera curva dei tassi), sarebbe preferibile effettuare lo scambio ogni anno per mantenere la duration più elevata possibile (misura tecnica che offre un'approssimazione della sensibilità del prezzo dell'obbligazione alle variazioni di tasso): ogni anno l'investitore accumulerà guadagni sempre più importanti tra il prezzo di vendita dell'obbligazione a 9 anni e quello di acquisto del nuovo titolo decennale, i quali compenseranno ampiamente una cedola che diminuirà in parallelo con i tassi.

Supponiamo ora che i tassi per l'insieme delle scadenze rimangano invariati per i prossimi 10 anni. Al 20 gennaio 2017 i tassi a 9 e 8 anni sui buoni del Tesoro statunitensi (USA T-notes) sono rispettivamente pari al 2,43% e 2,28%. Se si acquista oggi il titolo di Stato a 9 anni e lo si conserva fino alla scadenza, si realizzerà una performance annua media del... 2,43%. Quale sarebbe invece la performance se l'obbligazione venisse scambiata ogni anno? Dopo averla conservata per un anno, essendo il tasso a 8 anni inferiore (inclinazione positiva) e supponendo invariata la curva dei tassi, l'obbligazione acquistata l'anno precedente a 100 con una cedola "fittizia" del 2,43% diventa un'obbligazione a 8 anni che deve avere un rendimento annualizzato alla scadenza del 2,28% (tasso invariato) e quindi il prezzo deve per forza di cose essere superiore a 100... Infatti il prezzo sarebbe pari a circa 101,09. Nell'arco di 12 mesi, l'investitore ha quindi accumulato una performance totale del 3,52% (o USD 3,52 per un investimento iniziale di USD 100): 2,43 di cedola + 1,09 di apprezzamento del prezzo dell'obbligazione. Ipotizzando che i tassi rimangano stabili è quindi possibile generare performance (positive) superiori al rendimento atteso... A condizione di essere attivi, con una strategia di roll down, anziché attendere la scadenza dell'obbligazione. Ovviamente si tratta anche di far fronte a costi di transazione minimi, come avviene generalmente per gli investitori istituzionali.

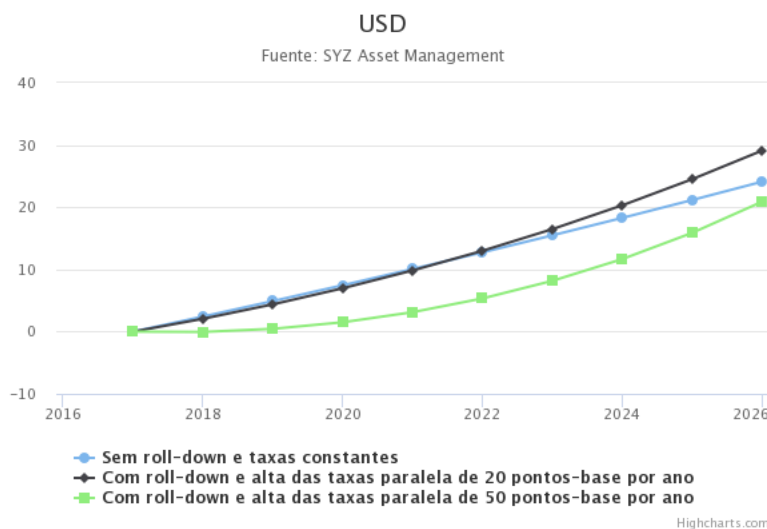


In poche parole, in alcuni casi è saggio mantenere un rischio di duration, anche in situazioni di tassi molto bassi o negativi come quella attuale.

### Mantenere la duration anche in periodi

E c'è di più... Il roll down può persino rivelarsi una strategia vincente in uno scenario di risalita dei tassi. Questo dipenderà, tra l'altro, dall'inclinazione della curva, dalla velocità di risalita dei tassi e da quanto tempo durerà lo scenario in questione e/o, di conseguenza, dal massimo che i tassi raggiungeranno. In funzione del livello dei tassi e del periodo di conservazione, è anche possibile stabilire quale velocità massima di risalita dei tassi annullerebbe il surplus di rendimento generato dal roll down. Per il nostro esempio sulla curva dei T-note USA precedente, supponendo sempre uno spostamento parallelo e costante della curva, bisognerebbe che i tassi salissero, nei prossimi 9 anni, a una velocità superiore allo 0,35% l'anno per 9 anni. È evidente che più elevata è l'inclinazione, maggiore sarà il guadagno legato al roll down : se il tasso a 8 anni si portasse al 2,18% anziché al 2,28%, il guadagno annuo sarebbe di USD 4,25 anziché USD 3,52 (USD 1,82 di guadagno sul prezzo anziché USD 1,09) e la velocità massima di risalita dei tassi "tollerata" da questa strategia sarebbe quindi di 66 pb l'anno anziché 35.

Un altro modo di affrontare la problematica sarebbe quello di ottimizzare il periodo di conservazione in funzione dell'inclinazione della curva. Oppure stabilire quale sarebbe il punto migliore sulla curva in cui posizionarsi in partenza. In poche parole, in alcuni casi è saggio mantenere un rischio di duration, anche in situazioni di normalizzazione dei tassi come quella attuale.



---

## 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.