

Bond Bites

UBS Asset Management | **Fixed income views**



Jonathan Gregory
Head of Fixed Income UK

Belli e dannati

Chi vorrebbe fare il banchiere centrale oggi? Tra la guerra in Ucraina e l'inflazione elevata, riuscire a realizzare un "soft landing" è una vera e propria sfida.

Conoscete il limite di Roche? Probabilmente no, a meno che non abbiate studiato meccanica celeste – nel qual caso, spero non vi sia mancato il buon senso di indirizzare la vostra carriera verso la scoperta delle origini dell'universo, anziché indagare l'interrogativo ben più complesso di dove stia andando l'inflazione. Potrei mostrarvi qualche calcolo complicato, ma probabilmente continuereste a brancolare nel buio.

Meglio forse una descrizione tecnica? Il limite di Roche è il punto in cui un corpo celeste, che si mantiene coeso grazie alla propria forza di gravità, si frammenta quando la forza di marea gravitazionale di un secondo corpo supera l'auto-attrazione gravitazionale del primo corpo. Credetemi, quando lo vedete lo riconoscete. Se vi è mai capitato di meravigliarvi per l'austera e solitaria bellezza degli anelli di Saturno, li vedete la matematica in azione. Secondo la teoria più accreditata, quegli anelli sono i frammenti di una luna precedente che si è avvicinata troppo al pianeta ed è stata distrutta dal potente effetto di marea quando è entrata nel limite di Roche.

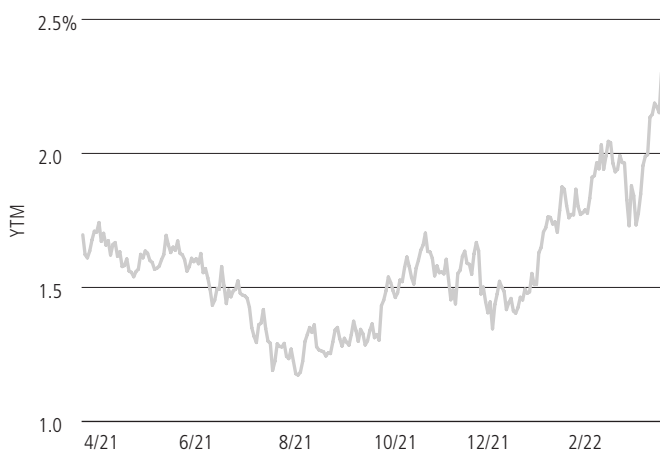
Se su scala cosmica la forza di marea della gravità può annientare mondi interi e ridurre le lune a meri detriti spaziali, in ambito terrestre è la forza dell'inflazione che può devastare le economie e polverizzare i risparmi. In fisica e in finanza, ci sono limiti oltre i quali niente può essere salvato.

Qualcosa del tira e molla tra le potenti forze che muovono i mercati obbligazionari si è visto chiaramente nelle ultime settimane. Lo status di porto sicuro solitamente riconosciuto ai titoli di stato in momenti di crisi non è risultato molto evidente nei primi giorni della guerra in Ucraina, per quanto scioccanti siano apparsi gli eventi e incerto il loro esito.

Nessun porto è sicuro

Come mostra la Figura 1, inizialmente il rendimento dei Treasury decennali statunitensi è diminuito (ovvero i prezzi sono aumentati), ma in breve tempo ha subito un nuovo sell-off e adesso è più elevato di quanto non fosse all'inizio della guerra. I porti sicuri non sono poi così sicuri quando gli investitori sono doppiamente stressati dall'inflazione elevata e dall'imminente stretta monetaria.

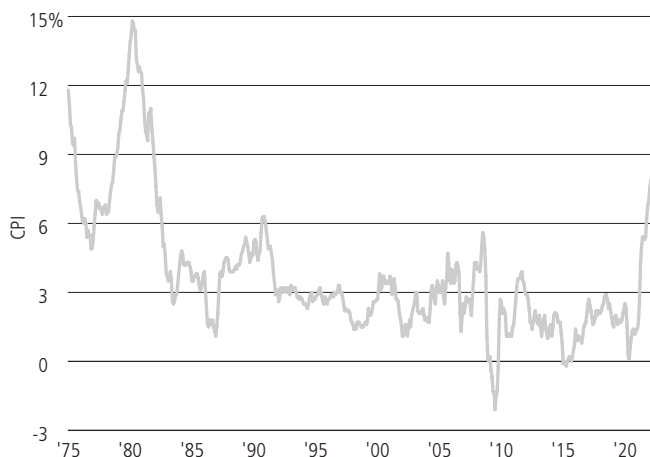
Figura 1: Rendimento dei Treasury decennali USA



Fonte: Bloomberg, dati al 21 marzo 2022

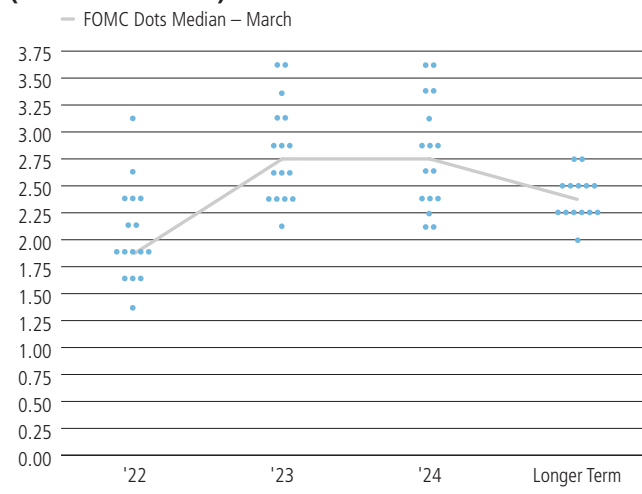
Di certo la Fed non si è lasciata influenzare dagli eventi, attenendosi risolutamente al copione e attuando, alla riunione di marzo, il primo di una probabile serie di rialzi. Né può fare a meno di agire. La Figura 2 illustra la lunga corsa dell'inflazione complessiva negli Stati Uniti, arrivata quasi all'8% stando all'ultima rilevazione. Dopo essersi dedicata senza sosta a ricondurre la disoccupazione ai trend pre-pandemici, la Fed ha chiarito che adesso la priorità è riportare l'inflazione sotto controllo. I membri della Fed si aspettano inoltre che la traiettoria dei rialzi dei tassi possa soffocare l'inflazione – la

Figura 2: US CPI (YoY)



Fonte: Bloomberg, al 31 gennaio 2022

Figura 3: Distribuzione delle previsioni dei membri del FOMC relative al tasso sui Fed Funds statunitensi (riunione di marzo)

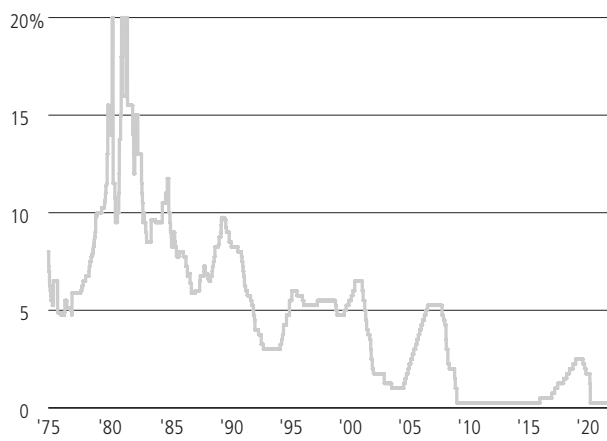


Fonte: Federal Reserve, dati al 17, 2022

loro migliore ipotesi indica l'1,75% circa entro la fine di quest'anno e il 2,75% entro la fine del 2023, come mostra il "Dot Plot" nella Figura 3.

Chissà. È solo che con l'inflazione a questi livelli, oggi gli investitori e i policy maker viaggiano in territorio inesplorato. Guardiamo la Figura 2: negli Stati Uniti, l'ultima volta che l'inflazione complessiva annua si è lontanamente avvicinata a questi livelli è stato nel 1981. Jay Powell, Presidente della Fed, aveva 28 anni e chi scrive andava ancora alle superiori. Gli anni 80 sembrano molto più lontani della nube di Oort. Chi può dire veramente fino a che punto potrebbero dover salire i tassi per riportare l'inflazione in linea con il target nel complicato mondo del 2022? (nel 1981 la risposta fu 18% – v. Figura 4 – non che mi aspetti anche solo di avvicinarmi a quel livello oggi).

Figura 4: Tasso sui Fed Funds, Upper Bound



Fonte: Bloomberg, al 21 marzo 2022

Rispetto ai cicli precedenti, è chiaro che oggi la Fed si sta muovendo molto più lentamente nel cercare di domare l'inflazione. Storicamente, i rialzi dei tassi sono in genere attuati in via preventiva e sulla base delle previsioni di inflazione, mentre oggi arrivano in ritardo. E l'economia sembra nel complesso in ottima forma. L'Institute of International Finance¹, in una recente pubblicazione, ha rilevato che negli Stati Uniti i consumi delle famiglie e gli investimenti delle imprese hanno superato i trend prepandemici. Secondo un indicatore della Fed², la crescita salariale è ai massimi trentennali e gli Stati Uniti si distinguono come una delle economie con la migliore performance a livello mondiale. Quello che voglio dire, è semplicemente che realizzare un "soft landing"³ con l'inflazione a questi livelli e un'economia vivace potrebbe rivelarsi davvero molto complicato e richiedere tassi più elevati di quelli attesi oggi.

Ma sono all'opera anche forze contrarie. È chiaro che l'aumento dei prezzi alimentari ed energetici metterà a dura prova i bilanci delle famiglie. Come direbbero gli economisti, lo shock dei prezzi di alimentari ed energia potrebbe facilmente tradursi in una spesa discrezionale molto più bassa nel corso dell'anno, che a sua volta porterebbe a minori ricavi e investimenti da parte delle imprese. In ogni caso, alla fine del terzo trimestre 2021 la crescita del PIL reale statunitense era già tornata al trend prepandemico del 2% circa⁴. Quindi l'economia statunitense, per quanto relativamente forte a livello globale, si stava già raffreddando dopo la ripresa dalla pandemia. Infine la spesa pubblica, che ha sostenuto le famiglie durante tutta la pandemia con un disavanzo di bilancio arrivato al picco del 17% del PIL nel 2021, inizierà a diminuire progressivamente rispetto a questo livello. Nel complesso, questi fattori potrebbero significare che la Fed sta effettivamente iniziando a inasprire la sua politica proprio mentre l'economia si trova ad affrontare i primi venti contrari. E con una politica più restrittiva oggi, la Fed potrebbe rischiare una crisi deflazionistica in seguito.

In occasione del nostro Investment Forum di marzo abbiamo approfondito tutti questi fattori. Complessivamente, riteniamo che per il mercato obbligazionario il rischio sia orientato verso rendimenti superiori, pertanto abbiamo mantenuto il sottopeso sulle obbligazioni. Siamo solo all'inizio di una serie di rialzi dei tassi negli Stati Uniti, con un'inflazione probabilmente vischiosa e la prospettiva che la Fed decida anche di vendere titoli (il cosiddetto "inasprimento quantitativo"). Il nostro scenario di base prevede quindi che i rendimenti saliranno ancora (e quindi i prezzi scenderanno) verso l'estate. L'interesse per le obbligazioni diverrà più convincente se alcune di quelle forze deflazionistiche verranno alla ribalta nei mesi successivi.

In Europa la situazione è ancora più complessa e la guerra in Ucraina comporta profonde implicazioni a lungo termine per l'economia dell'Eurozona, troppo complesse per analizzarle interamente in questa sede. Malgrado queste sfide, e in maniera forse inattesa, nella sua ultima riunione la BCE ha delineato uno scenario di base piuttosto resiliente fino al 2024, con una crescita del 3,7% quest'anno e l'inflazione in calo al 2,1% (quindi quasi esattamente in linea con il target) il prossimo anno⁵. La BCE ha inoltre prospettato la conclusione del Piano di acquisto di titoli (allentamento quantitativo), confermando l'indicazione di un possibile rialzo dei tassi anche prima del 2023. Apparentemente, questa svolta piuttosto "hawkish" segue l'esempio della Fed, ma tutto il quadro appare fin troppo ottimistico. Sembra strano inasprire la politica monetaria proprio in questo momento e, come ha sottolineato l'IIF nel rapporto citato, in Europa la ripresa postpandemica segna ancora il passo rispetto agli Stati Uniti. Detto questo, in realtà la BCE non ha ancora inasprito la sua politica (a differenza di Fed e Bank of England) e probabilmente ha molto tempo per cambiare idea.

Le nostre strategie globali hanno un'esposizione relativamente limitata verso le obbligazioni europee. Le sfide all'outlook di crescita quest'anno sono evidenti, insieme ai rischi al rialzo per l'inflazione e a uno shock dei prezzi relativo ancora maggiore per le famiglie, oltre alla prospettiva di un'espansione fiscale ancora più marcata di quanto non si prevedesse qualche mese fa. Simili combinazioni di fattori si sono in genere rivelate molto difficili da affrontare per gli investitori, e hanno spesso determinato scarsi rendimenti reali a breve termine – da cui il nostro posizionamento cauto di oggi. Tuttavia, l'unità dell'Unione Europea si è dimostrata solidissima e questo promette bene per il futuro. La politica monetaria e fiscale favorevole alla crescita, un piano di investimenti futuri espansivo per guidare i cambiamenti nell'approvvigionamento di energia e una maggiore unità economica potrebbero trasformare l'outlook. Siamo quindi molto attenti agli sviluppi in Europa: mentre evolvono gli eventi, cercheremo opportunità per aumentare l'esposizione verso i segmenti high yield, credito e titoli governativi.

A livello mondiale, la ripresa disomogenea dalla pandemia e l'inflazione persistentemente elevata hanno già messo alla prova i policy maker e gli investitori. Adesso si è aggiunta la terribile guerra in Ucraina, con conseguenze potenzialmente disastrose. Chi vorrebbe fare il banchiere centrale? Da qualche parte, tra le dannazioni di una spirale inflazionistica o di una crisi deflazionistica, si nasconde il bello di un "soft landing". Arrivarci non è mai sembrato più difficile.

¹ <https://www.iif.com/Publications/ID/4718/Global-Macro-Views-The-Global-COVID-Recovery>

² The Atlanta Fed Wage Growth Tracker

³ "soft landing" indica bassa disoccupazione e un'inflazione di nuovo in linea con i target delle banche centrali

⁴ Nel quarto trimestre si è registrato effettivamente un balzo fino al 7% circa, ma molto probabilmente è dipeso dall'aumento della spesa da parte delle imprese per ricostituire le scorte in previsione delle carenze causate dalla variante Omicron del COVID

⁵ https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202203_ecbstaff-44f998dfd7.en.html. Surprisingly even the more severe scenarios seem overly optimistic given what is at stake.

Le performance passate non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri.

A scopo informativo e di marketing da parte di UBS.

Solo per clienti professionali.

Prima di investire in un prodotto leggere con attenzione e integralmente l'ultimo prospetto e il documento informativo chiave per gli investitori. Qualsiasi decisione di investimento deve tener conto di tutte le caratteristiche o obiettivi del fondo descritti nel relativo prospetto o negli altri documenti legali. L'investimento riguarda l'acquisto di quote o azioni in un fondo e non in una determinata attività sottostante quali edifici o azioni di una società. Le informazioni e le opinioni contenute nel presente documento si basano su dati attendibili provenienti da fonti affidabili, tuttavia non danno diritto ad alcuna pretesa riguardo alla precisione e alla completezza in relazione ai titoli, ai mercati e agli sviluppi in esso contenuti. I membri del Gruppo UBS SA hanno diritto di detenere, vendere o acquistare posizioni nei titoli o in altri strumenti finanziari menzionati nel presente documento. La vendita dei fondi UBS qui menzionati nel presente documento può non essere appropriata o permessa in alcune giurisdizioni o per determinati gruppi di investitori e non possono essere né offerte, né vendute o consegnate negli Stati Uniti. Le informazioni qui specificate non sono da intendersi come una sollecitazione o un'offerta per l'acquisto o la vendita di qualsivoglia titolo o strumento finanziario connesso. I risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. La performance indicata non tiene conto di eventuali commissioni e costi addebitati all'atto della sottoscrizione e del riscatto di quote. Quando i costi totali o una parte di essi deve essere versata in una valuta diversa dalla vostra di riferimento, questi possono crescere o diminuire a seguito di oscillazioni future del tasso di cambio.

Commissioni e costi incidono negativamente sull'investimento e sui rendimenti attesi.

Se la valuta di un prodotto o di un servizio finanziario differisce dalla vostra moneta di riferimento, il rendimento può crescere o diminuire a seguito di oscillazioni future del tasso di cambio. Questo resoconto è stato redatto senza particolare riferimento né a obiettivi d'investimento specifici o futuri, né alla situazione finanziaria o fiscale né tantomeno alle speciali esigenze di un determinato destinatario. I rendimenti futuri sono soggetti a tassazione, la quale dipende dalla situazione personale di ciascun investitore e può cambiare in futuro.

Le informazioni e le opinioni contenute in questo documento sono fornite da UBS senza garanzia alcuna, sono esclusivamente per uso personale e per scopi informativi. Independentemente dallo scopo, il presente documento non può essere riprodotto, distribuito o ristampato senza l'autorizzazione scritta di UBS Asset Management Switzerland AG o una locale società affiliata. Fonte di tutti i dati e di tutti i grafici (dove non diversamente indicato): UBS Asset Management.

Il presente documento contiene dichiarazioni che costituiscono «affermazioni prospettiche», che comprendono, tra l'altro, affermazioni concernenti i prossimi sviluppi della nostra attività. Benché queste affermazioni prospettiche rappresentino le nostre valutazioni e attese circa l'evoluzione della nostra attività, vari rischi, incertezze e altri importanti fattori potrebbero far sì che gli andamenti e i risultati effettivi si discostino notevolmente dalle nostre aspettative.

Una sintesi dei diritti degli investitori in inglese è disponibile sul sito internet: ubs.com/funds.

Riguardo ai termini finanziari, è possibile reperire informazioni aggiuntive al seguente indirizzo ubs.com/am-glossary

© UBS 2022. Il simbolo delle chiavi e UBS sono fra i marchi protetti di UBS. Tutti i diritti riservati.

© UBS 2022. All rights reserved.

AMT-1785 3/22

www.ubs.com/am

For professional / qualified / institutional clients and investors only.

