



Investire nell'obbligazionario: come affrontare il lato oscuro della "luna finanziaria"

LINK: <https://www.money.it/Investire-nell-obbligazionario>

Mirco Galbusera

6 Febbraio 2019 - 09:03

Rendimenti e rischi del mercato obbligazionario. Il comportamento degli investitori di fronte ai cambiamenti e alla volatilità. Analisi a cura di Tad Rivelle, Chief Investment Officer Fixed Income, TCW



È molto più facile nuotare assecondando le maree che non opponendosi ad esse. Ma le maree non sono fisse: vanno e vengono, controllate dall'attrazione della luna. Allo stesso modo, i **cicli di investimento** e del credito vanno e vengono, governati da forze che possono essere assimilate a quelle lunari.

Come fa un investitore a muoversi in sincronia con i flussi delle maree? Deve osservare i movimenti della luna da cui sono influenzati. Il problema è che molti investitori considerano solo una faccia della "**luna finanziaria**". Durante la fase di re-leveraging, gli ottimisti si concentrano sul lato illuminato della luna e si meravigliano dello splendore degli elevati prezzi degli asset, uno splendore tanto maggiore quanto più si accumulano crediti e leverage.

All'opposto, i pessimisti si focalizzano più sulla crescita quasi invisibile dell'indebitamento, che rappresenta il lato oscuro della luna finanziaria e che minaccia la sostenibilità della luminosità dell'altro

lato. Entrambe le prospettive sono parzialmente corrette, e parzialmente errate. Infatti, negli investimenti obbligazionari il successo non deriva da un'attenzione esclusiva verso un lato o l'altro, ma piuttosto dalla consapevolezza di quale lato della luna controllerà il prossimo flusso della marea.

I due approcci tradizionali al fixed income

Si può illustrare questa prospettiva descrivendo i due approcci tradizionali al **fixed income**. Il primo considera i **bond** come **un'ancora di salvezza**, da conservare per i "giorni di pioggia". Si tratta di una visione che tiene ben presente il lato oscuro della luna finanziaria. Tale approccio può apparire molto ragionevole a investitori che abbiano dovuto attraversare una grave crisi finanziaria. D'altra parte, questa filosofia trascura completamente i levered asset, e produce portafogli di Treasury e agency mortgage che finiscono per risultare piuttosto insipidi. Qualche anno dopo l'inizio della fase di re-leveraging del ciclo, i rendimenti a 1, 3 e 5 anni dei portafogli che seguono questo approccio si trovano solitamente in fondo ad ogni classifica, con performance estremamente deludenti. In seguito, tuttavia, quando cambia la marea e il lato oscuro della luna torna a prevalere, gli asset di rischio sperimentano crolli drammatici, mentre i rendimenti di questi portafogli tornano in vetta alle classifiche.

Il secondo approccio tradizionale al **fixed income** è quello di chi cerca sempre e costantemente un'estesa esposizione al rischio. I gestori che seguono questa filosofia sovrappesano sistematicamente l'high yield, le tranche inferiori dei prodotti strutturati, gli strumenti levered nei Mercati Emergenti – in sostanza, tutto ciò che offre rendimenti molto elevati. Questo approccio risulta effettivamente vincente – in quel 80% del ciclo in cui domina il lato luminoso della luna. Poiché tuttavia ogni ciclo è destinato a ripetersi, inevitabilmente giunge la fase di de-leveraging del credito, durante quale i rendimenti di questi portafogli sono solitamente disastrosi.

La terza via: la gestione attiva del budget di rischio

Riteniamo che vi possa essere un terzo approccio al **fixed income**. Il presupposto fondamentale di questa filosofia alternativa è che il ciclo delle maree è immutabile e impossibile da controllare. Tuttavia, se si riesce – anche in modo approssimativo – a comprenderne le dinamiche, allora è possibile decidere in modo strategico quando adottare il primo approccio e quando il secondo. Nessuno dei due lati della luna può controllare le maree del credito a tempo indefinito, perciò è necessario adattare la propria strategia in modo che il portafoglio "assecondi il flusso" durante la maggior parte del ciclo. Di conseguenza, per noi una gestione attiva del fixed income è sinonimo di una gestione attiva del budget di rischio del portafoglio.

Nelle **fasi iniziali del ciclo** conviene adottare il secondo approccio e assumere rischio in abbondanza nei portafogli. Dopo il de-leveraging, infatti, le opportunità abbondano. Negli anni intermedi del ciclo, il budget di rischio deve essere adattato per via del risanamento del credito che a questo punto avrà già avuto luogo. In questa fase conviene esporsi al rischio, ma non più in modo indiscriminato: occorre scegliere i rischi giusti, nelle giuste proporzioni. Infine, entrando nello stadio finale del ciclo, il primo approccio è quello vincente: è essenziale disporre della liquidità necessaria per affrontare i momenti più drammatici.

Il lato oscuro della luna sta per sorgere?

In preparazione alle dinamiche di **fine ciclo** in arrivo, abbiamo adottato almeno parzialmente il primo approccio negli ultimi due anni. Ora che alcune opportunità si stanno ripresentando, i nostri budget di rischio si stanno già espandendo. Il de-leveraging – il lato oscuro della Luna – sarà doloroso, come sempre, ma gli eccessi di leverage e l'allocazione inefficiente delle risorse e della manodopera vanno corretti. Quando i prezzi degli asset di rischio crolleranno, come è inevitabile che succeda, continueremo a riposizionare i portafogli per strappare rendimenti solidi, in attesa del giorno in cui la Luna tornerà a risplendere sui mercati del credito.