

T con zero

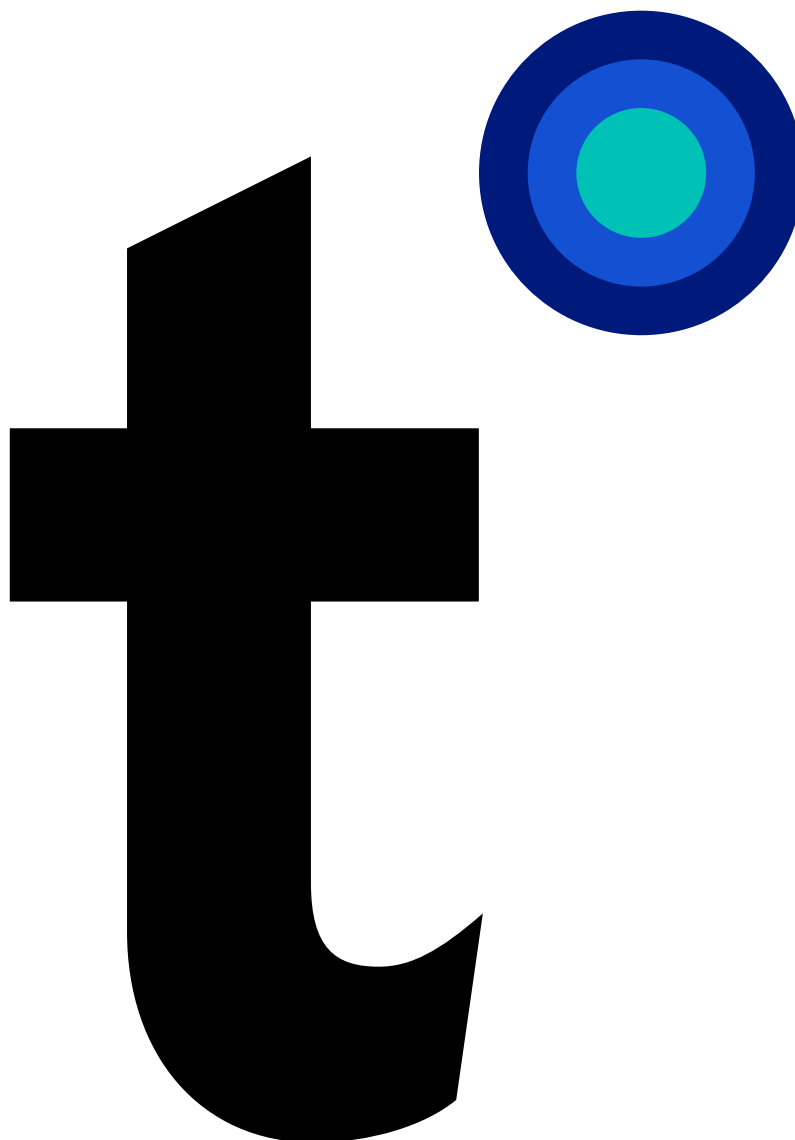
Ibis redibis, ovvero fare previsioni è difficile ma ci si può provare lo stesso

Luca Tobagi, CFA

Investment Strategist
Invesco

Numero 34

Febbraio 2020



Fin dall'antichità l'uomo ha cercato risposte alle sue domande sul futuro incerto. Sono passati i secoli, ma gli ingredienti della ricetta sono sempre gli stessi.

La profezia della Sibilla *Ibis redibis non morieris in bello* è uno dei più importanti eventi mediatici dell'antichità. La storia è nota: un soldato, in procinto di partire per la guerra, si era recato dalla Sibilla per conoscere il suo destino. La risposta fu: *ibis redibis non morieris in bello*. Non essendoci punteggiatura, la profezia poteva prestarsi a una doppia interpretazione. La prima, *ibis, redibis, non morieris in bello*: andrai, tornerai, non morirai in guerra. La seconda, *ibis, redibis non, morieris in bello*: andrai, non tornerai, morirai in guerra. Pare che il soldato avesse optato per la prima versione e che invece, purtroppo, sia rimasto ucciso¹. Spostare una virgola da prima a dopo il "non" è stata una questione di vita o di morte. Ancora oggi, oltre che per ribadire l'importanza di un uso corretto della punteggiatura, l'espressione *ibis redibis* si usa per indicare comunicazioni, situazioni o norme confuse, ambigue, equivocate (talvolta volutamente), che si prestano a molteplici interpretazioni, anche contrastanti. Va da sé che l'*ibis redibis* sia una situazione vantaggiosa per chi fa la previsione, che potrà dire di aver avuto ragione comunque vadano le cose, e sfavorevole per chi la riceve. E va da sé anche che l'*ibis redibis*, e i cosiddetti responsi sibillini in generale, siano un lusso che chi lavora sui mercati finanziari e deve prendere posizioni non si può permettere.

Un caso intricato di previsioni, oggi, riguarda i mercati obbligazionari. Con la compressione dei rendimenti che c'è stata, anche grazie all'intervento delle Banche Centrali, le performance molto positive degli ultimi anni sono qualcosa di irripetibile, ormai alle nostre spalle e che ci dobbiamo dimenticare? Oppure no, e ci sono ancora opportunità di rendimento simili al passato?

Sbilanciarsi e rispondere a questa domanda è difficile, ma bisogna provarci, perché l'asset class obbligazionaria è di enorme rilevanza nella costruzione di portafogli diversificati per i nostri clienti - inoltre sappiamo che occupa un posto speciale nel cuore dei risparmiatori italiani.

La buona notizia è che, pur non avendo una sfera di cristallo funzionante, disponiamo di abbondanti informazioni sui rendimenti passati e soprattutto di una metrica fondamentale che riguarda il futuro: il rendimento a scadenza (*yield to maturity*). Il mondo obbligazionario, del reddito fisso (*fixed income*), infatti, si chiama così perché l'investitore che acquista un'obbligazione e la tiene fino alla scadenza sa esattamente quale rendimento otterrà mediamente ogni anno se il debitore paga puntualmente²: il rendimento a scadenza. Possono esserci oscillazioni anche forti nel breve periodo, ma se si mantiene l'investimento fino alla scadenza, il rendimento composto che si otterrà, calcolato su base annualizzata, è lo *yield to maturity*.

Quindi ho fatto il seguente esperimento: ho calcolato la performance *total return* di alcuni

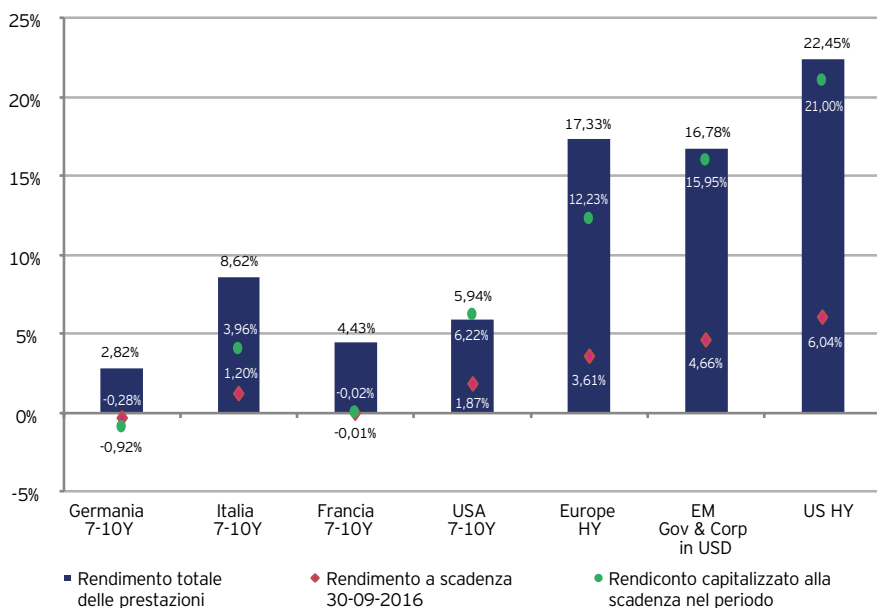
indici obbligazionari dal 30 settembre 2016 a fine 2019. La data iniziale è il momento in cui il rischio di deflazione si è fortemente ridotto, perché l'indice dei prezzi alla produzione è svoltato da negativo a positivo in molte aree del mondo: USA, Cina, Eurozona e Regno Unito. Tale circostanza, a mio parere, era molto favorevole agli investimenti obbligazionari a spread: obbligazioni societarie ad alto merito di credito e ad alto rendimento, obbligazioni emergenti.

Come si può notare dal grafico 1, le performance *total return* nei tre anni e tre mesi che vanno dal 30 settembre 2016 al 31 dicembre 2019 (barre blu scuro) sono state positive per tutte le asset class osservate. Le losanghe rosa rappresentano il rendimento a scadenza al 31 dicembre 2019, i pallini verdi il rendimento a scadenza composto su tre anni e tre mesi.

Si può notare che le barre di sinistra (titoli di Stato di Germania, Italia e Francia) sono molto più alte del pallino verde - quindi il rendimento totale teorico che possiamo aspettarci fra tre anni e tre mesi è significativamente inferiore a quello del triennio abbondante appena concluso. Invece, le due colonne di destra (obbligazionario governativo e societario emergente in valuta forte e societario ad alto rendimento USA) non sono molto più alte del pallino verde. Come pure la barra centrale, che rappresenta l'obbligazionario governativo USA a 7-10 anni. Ciò significa che guardando al futuro possiamo aspettarci rendimenti obbligazionari in linea con gli ultimi tre anni e tre mesi - se il debitore paga. La colonna dell'alto rendimento europeo è interessante: nel futuro possiamo aspettarci rendimenti ben minori di quelli ottenuti dall'autunno 2016, ma sono comunque in doppia cifra su un orizzonte di tre anni.

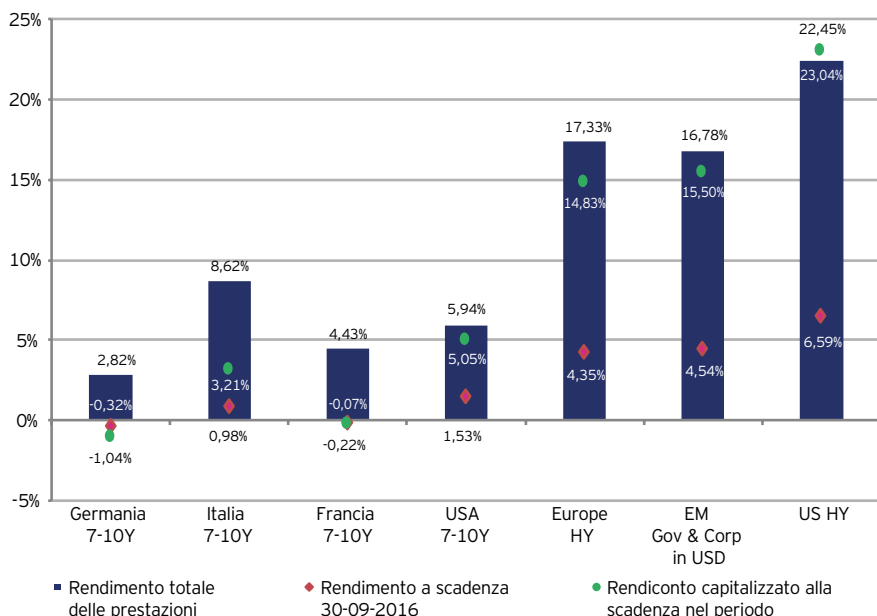
È ancora più interessante ripetere l'esercizio sul passato: confrontare i rendimenti nel periodo 30 settembre 2016-31 dicembre 2019 con il rendimento che si otteneva capitalizzando il rendimento a scadenza al 30 settembre 2016 (grafico 2). Qui si nota che la performance dell'alto rendimento di area Euro appare molto meno sovradimensionata rispetto alle possibilità offerte dallo *yield to maturity*. La performance dell'alto rendimento USA è addirittura inferiore al rendimento teorico che ci saremmo potuti aspettare.

Grafico 1: Performance total return di alcuni indici obbligazionari 2016-2019, rendimento a scadenza a fine 2019 e rendimento a scadenza capitalizzato su tre anni e tre mesi



Fonte: ICE BofA ML, Bloomberg. Dati dal 30 settembre 2016 al 31 dicembre 2019, in valuta locale, total return. Rendimento a scadenza al 31 dicembre 2019.

Grafico 2: Performance total return di alcuni indici obbligazionari 2016-2019, rendimento a scadenza al 30 settembre 2016 e rendimento a scadenza capitalizzato su tre anni e tre mesi

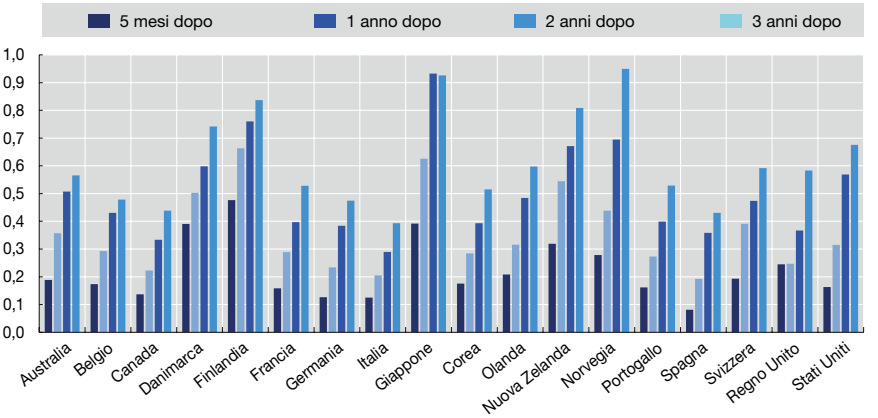


Fonte: ICE BofA ML, Bloomberg. Dati dal 30 settembre 2016 al 31 dicembre 2019, in valuta locale, total return. Rendimento a scadenza al 30 settembre 2016.

La conclusione, quindi, è che, almeno per l'obbligazionario societario ad alto rendimento USA e per l'aggregato emergente in valuta forte, non appare affatto scontato che ci siamo "mangiati in anticipo" la performance futura, cosa che invece appare più realistica per i governativi di area Euro.

Come disse il fisico Niels Bohr: "è difficile fare previsioni, specialmente riguardo al futuro". In realtà, come mostrano le revisioni ricorrenti sul PIL di molti Paesi importanti (grafico 3), è difficile farle anche sul passato. Ma questa è un'altra storia... Nel frattempo, facile o difficile che sia, nessuno ci vieta di provare a fare il miglior uso possibile delle informazioni di cui disponiamo.

Grafico 3: Revisioni medie della crescita annuale del PIL di alcuni Paesi, da 5 mesi a 3 anni dopo la diffusione dei primi dati



Fonte: OCSE. Statistics brief n.22, luglio 2015.

Note e riferimenti bibliografici

1: varie fonti riferiscono che l'episodio sia riportato nell'opera del monaco del XIII secolo Alberico delle Tre Fontane, *Chronicon ab orbe condito ad annum Christi 1241*.

2: il rendimento a scadenza in un determinato istante è il rendimento medio annuo composto che un investitore può ottenere da un'obbligazione acquistandola in tale momento e detenendola fino alla scadenza. Tale rendimento, nelle obbligazioni a tasso fisso o zero coupon, non varia e si ottiene nell'ipotesi che il debitore rimborsi alla scadenza quanto pattuito ed effettui tutti i pagamenti previsti durante la vita dell'obbligazione.

Informazioni Importanti

La presente pubblicazione è destinata esclusivamente ai Clienti Professionali e/o ai Soggetti Collocatori in Italia, ha carattere meramente informativo ed è rivolta ad un uso esclusivamente interno al soggetto destinatario. È vietata la distribuzione.

Non contiene offerte, inviti a offrire o messaggi promozionali, rivolti al pubblico o a clienti al dettaglio, finalizzati alla vendita o alla sottoscrizione di prodotti finanziari. La decisione di investire in azioni di un fondo deve essere effettuata considerando la documentazione d'offerta in vigore. Questi documenti (Documento contenente le Informazioni Chiave per gli Investitori specifico per fondo e classe, prospetti e relazioni annuali/semestrali) sono disponibili sul sito www.invesco.it.

Il valore dell'investimento può fluttuare (anche in relazione all'andamento delle quotazioni) e gli investitori potrebbero non vedere restituito l'intero capitale investito. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri, non costituiscono una costante nel tempo e non vi è garanzia di ottenere uguali rendimenti per il futuro.

Qualora fosse fatta menzione di specifici titoli, settori o strumenti finanziari, ciò non implica la loro presenza nel portafoglio dei fondi Invesco e non rappresenta un'indicazione acquisto o vendita. Le opinioni espresse fanno riferimento alle attuali condizioni di mercato e sono soggette a modifica senza alcun preavviso.

È vietata la diffusione, in qualsiasi forma, della pubblicazione e/o dei suoi contenuti. Invesco non potrà in nessun caso essere ritenuta responsabile per l'eventuale diffusione al pubblico e/o a clienti al dettaglio della presente documentazione, né per eventuali scelte di investimento effettuate in relazione alle informazioni in essa contenute.

Le opinioni espresse da Luca Tobagi si basano sulle attuali condizioni di mercato e possono subire modifiche senza preavviso. Tali opinioni possono differire rispetto a quelle fornite da altri professionisti dell'investimento di Invesco.

Il presente documento è pubblicato in Italia da Invesco Asset Management SA, Sede Secondaria, Via Bocchetto, 6 - 20123 Milano. EMEAXXX/XXXX

T con zero

Il nome di questa rubrica prende spunto da T con zero, una raccolta di scritti di Italo Calvino. I racconti sono ambientati in un mondo fantascientifico, in cui i personaggi cercano (e trovano) la soluzione ad uno specifico problema attraverso la semplificazione della complessità, l'astrazione dal particolare al generale: in apparenza astratti, hanno in realtà un legame forte, immediato, con il vissuto e l'esperienza del singolo.

Come in T con zero vogliamo proporre analisi e approfondimenti su mercati, scenari e strategie che non si limitino ad un valore teorico, ma offrano spunti di riflessione utili e concreti nelle nostre scelte di investimento quotidiane.

Per contatti, informazioni e approfondimenti:
tconzero@invesco.com



Luca Tobagi, CFA

Investment Strategist Invesco

Luca Tobagi, Senior Portfolio Manager e analista finanziario con oltre 19 anni di esperienza in alcuni dei maggiori asset managers, è entrato a far parte del team di Invesco, con l'obiettivo di aumentare il valore complessivo del servizio offerto alla clientela italiana.

Laureato in economia politica all'Università "Luigi Bocconi", dal 2002 analista finanziario certificato (CFA), Tobagi è stato premiato come "Top Gun Investment Mind" da Brendan Woods International e nel 2011 è stato inserito dagli analisti tra i migliori gestori specialisti nella Thomson Reuters Extel Survey 2011.

Inoltre Tobagi dal 2009 ha pubblicato articoli sul Corriere della Sera e nel 2013 ha avviato il blog divulgativo "Scelte economiche" su Corriere.it.