



Aggiornamento mondo obbligazionario

Giornate epocali sui governativi

In queste 4 settimane di guerra l'impatto più negativo l'hanno subito i titoli di stato e con particolare enfasi quelli a più breve scadenza, dove ci sono state escursioni dei rendimenti come poche volte nella storia.

Su questo segmento si è concentrato un picco di negatività che ha visto accavallarsi 3 diversi fattori:

- 1) aspettative di un nuovo shock inflattivo da parte del **mercato**, che ha voluto rivedere nel 2022 il risultato macro più probabile di questa crisi, portando ad una risalita dei rendimenti obbligazionari;
- 2) **banche centrali** influenzate dall'andamento dei tassi a breve (nel grafico sottostante il rendimento sul titolo a 2 anni tedesco) e portate a credere di doverli davvero alzare (quantomeno in Europa);

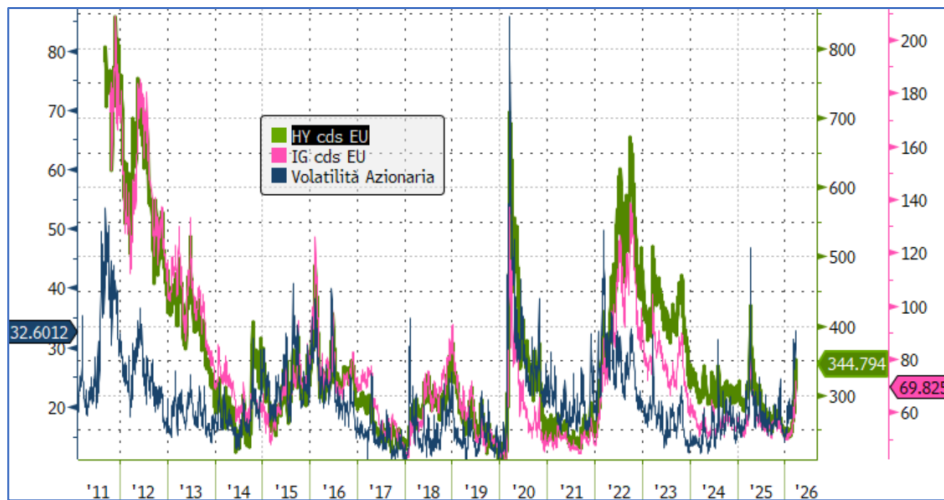


- 3) un **fattore tecnico** importante: è stato ridimensionato uno dei trade più diffusi a livello globale, ovvero lo steepening: investitori in titoli a breve duration e con posizioni corte su quelli a lunga. La debolezza delle parti a breve delle curve obbligazionarie ha costretto alla liquidazione forzata di predette posizioni soprattutto i fondi speculativi, che agiscono sfruttando la leva finanziaria, andando ad amplificare le escursioni di mercato. Alcuni di questi hanno invece azzerato l'esposizione che detenevano sulle scadenze decennali, comportando quindi una debolezza generalizzata dei governativi.

A creare confusione sul mercato, ci hanno pensato anche strumenti che poco hanno a che vedere con queste dinamiche, ad esempio l'oro, che è sceso di poco meno del 20% dai picchi, o l'argento, -40%: è un segnale di stress del mercato che va al di là delle semplici aspettative di ripartenza dell'inflazione.

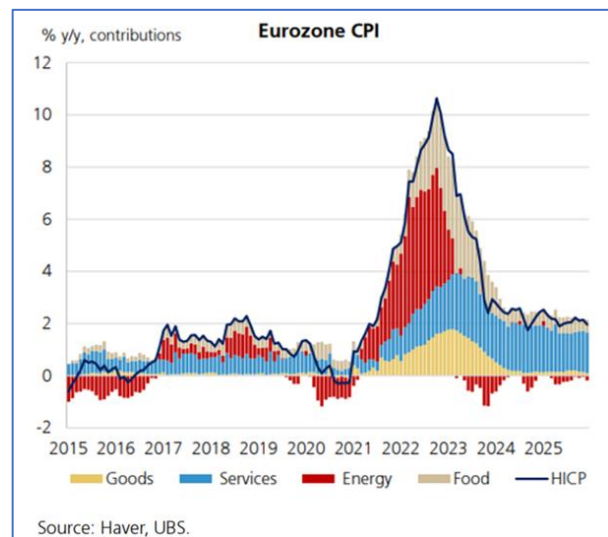
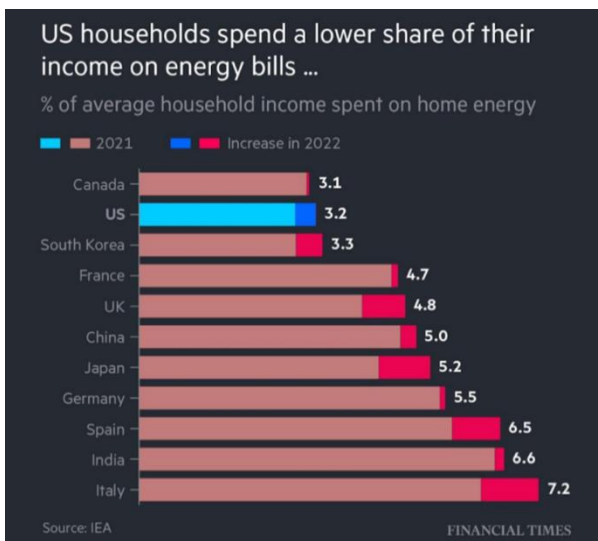


La correlazione tra volatilità azionaria e spread di credito si è confermata positiva, ma la modestia dei movimenti rispetto a precedenti crisi di questa portata evidenzia come la partita si giochi più che altro sul fronte governativo.



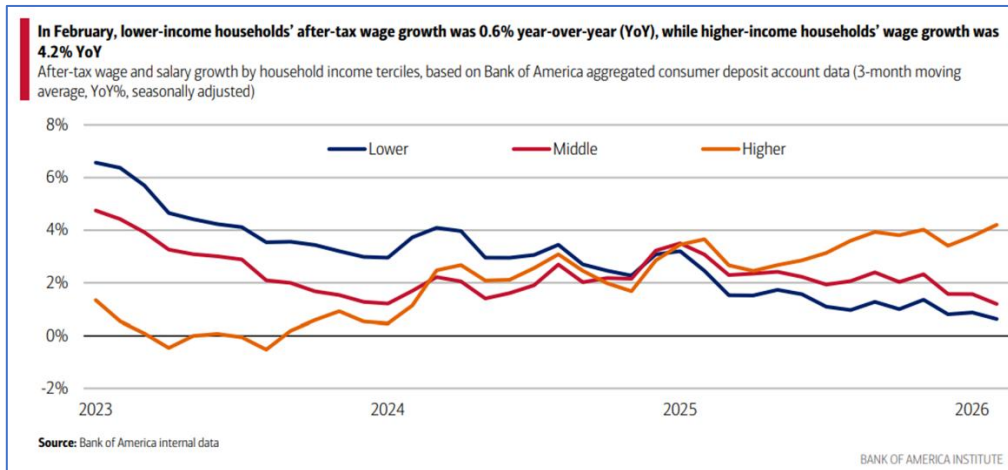
Prospettive

Il problema di tutto questo meccanismo sta nel punto di partenza, pensare che quanto sta accadendo abbia impatti sull'inflazione, indipendentemente dal resto. La vera differenza rispetto al 2022 sta nella capacità del **consumatore** di affrontare aumenti dei costi energetici, voce importante rispetto al reddito disponibile soprattutto in ambito europeo: i **salari** non stanno crescendo come crescevano qualche anno fa e l'impatto di demografia e pandemia tardiva in Cina è sparito. Il mercato e le banche centrali dovrebbero invece focalizzarsi su prospettive di una **crescita** sempre più a rischio: gas e petrolio a questi livelli distruggono domanda, e la componente inflattiva al netto di energia e alimentari potrebbe benissimo muoversi all'ingiù, creando sorprese disinflattive, non inflattive.



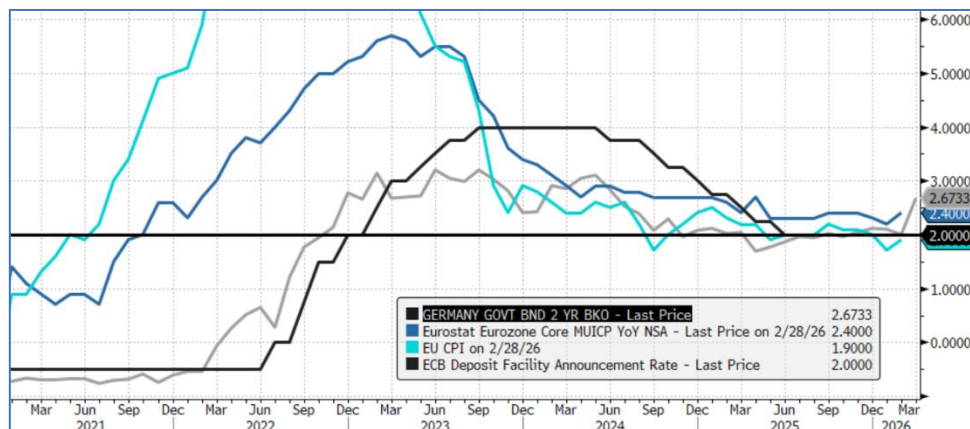
AZIMUT GLOBAL TEAM

APPROFONDIMENTO



In sintesi, è ipotizzabile

- che il mercato, meno viziato dall'eccesso di **liquidità** rispetto al 2022, abbia anticipato un contesto di reflazione in maniera troppo frettolosa e
- che le banche centrali, memori dell'ampio ritardo con cui ha agito in quel periodo, incapace di leggere la situazione macro, stiano ragionando su rialzi che potrebbero rivelarsi inutili nonché dannosi.



Operatività

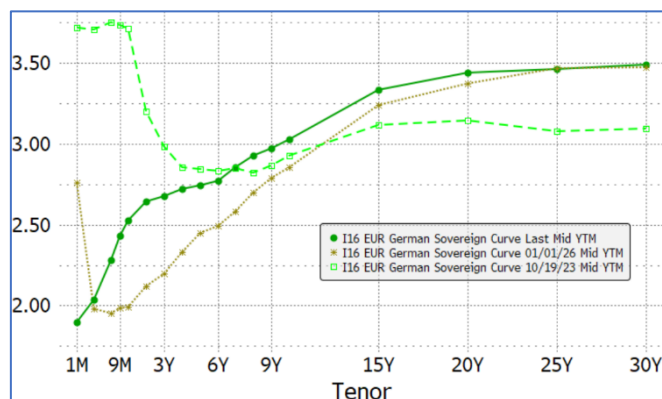
Siamo di fronte quindi a opportunità d'acquisto di obbligazionario.

Fino a qualche settimana fa la parte a **lunghissima** della curva era l'ambiente dove catturare rendimenti interessanti e premio al rischio per il lungo periodo, pensando a un ritorno verso le dinamiche prevalenti nel periodo pre-pandemico di bassa crescita, bassa inflazione, bassa volatilità delle due e rendimenti potenzialmente inferiori agli attuali.

Questa impostazione dovrebbe restare prioritaria nella gestione dei portafogli.

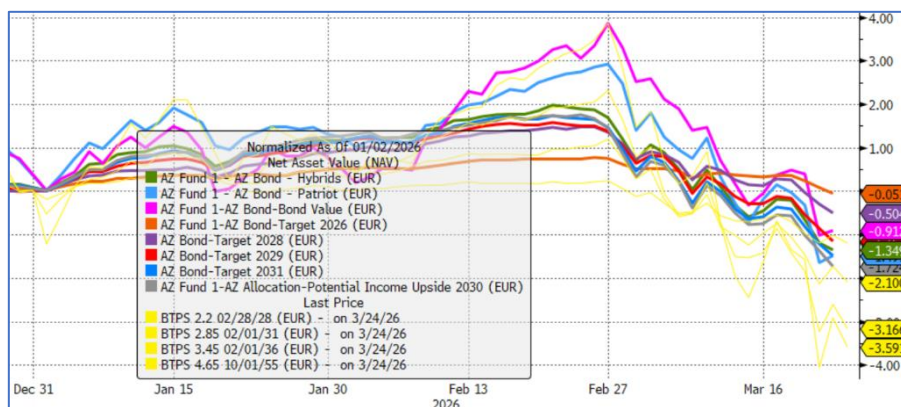
Ogni investimenti aggiuntivo, anche marginale, dato il contesto e le diverse ipotesi di evoluzione dello scenario macro, **potrebbe essere indirizzato verso le brevi scadenze di 2-3 anni**, che si sono riavvicinate a livelli di forte stress per l'obbligazionario (cerchio evidenziato nel grafico in basso, con

la curva tedesca dei rendimenti – in verde chiaro tratteggiato la stessa a ottobre 2023, momento in cui il mercato era impostato per un'inflazione perennemente sopra il 3% e impossibile da imbrigliare).



Andamento comparti AZ Fund e mercato

Nel grafico sono riportati alcuni dei nostri comparti, anche con duration elevate (AZ Bond - Patriot, Bond Value), la gamma dei Target incluso il Potential Income Upside 2030 e 4 BTPS con varie scadenze, 2, 5, 10 e 30 anni (senza le cedole, semplice scostamento del titolo). Escursioni con precedenti simili solo nelle fasi di crisi e che, come in quelle crisi, aprono ad opportunità.



Il concetto di **"lungo duration"** portato avanti per tanto tempo non ha penalizzato oltremodo, anzi, il movimento accentuato sui titoli a breve e molto meno su quelli a lunga conferma che era il tratto di curva da privilegiare.

La disciplina con cui vengono gestiti i Target ben si rispecchia nella solidità del Target 2026 e del Target 2028. Il PIU30 è penalizzato nella componente opzionale e in un portafoglio più aggressivo degli altri, ma ha tutti gli strumenti per un pronto recupero al normalizzarsi della situazione. La technicalità da apprezzare in questi strumenti sta nel movimento inverso tra l'andamento del Nav e il rendimento dei portafogli, in un contesto in cui le scadenze si avvicinano col passare del tempo. I ribassi dei vari comparti in queste giornate di volatilità sono stati accompagnati da aumenti sensibili dei rendimenti, che per i Target più lunghi sono ben sopra il 5%.

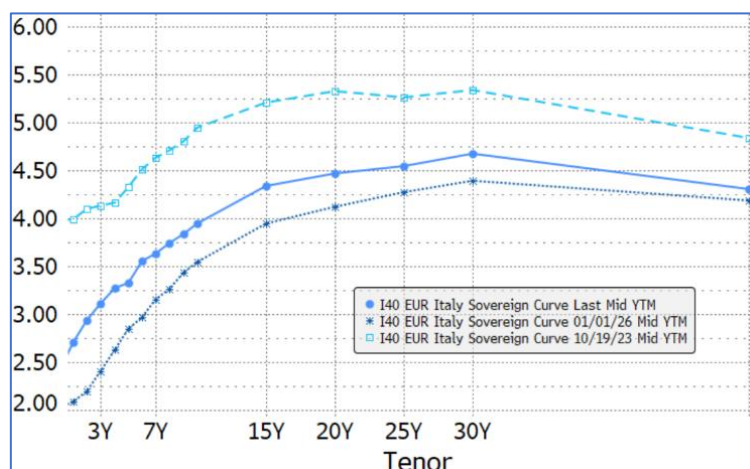


Le **protezioni sugli spread** di credito hanno agito da supporto, ma l'aumento degli spread è rimasto molto più contenuto che non rispetto ad altri episodi di forte volatilità. Resteranno parte integrante dei portafogli anche nelle prossime settimane, indipendentemente dalle novità geopolitiche e alla luce dei rischi sul fronte della crescita, che potrebbero strada facendo impattare gli spread del mondo speculativo in maniera più evidente.

Le aspettative d'inflazione ("Breakeven" nel grafico sottostante) hanno iniziato a trasferirsi nei **titoli indicizzati**, soprattutto in Europa. Sembra tuttavia prematuro riportarsi sui nominali, le scadenze lunghissime degli indicizzati non hanno recepito un eventuale cambio di prospettive e restano un ottimo strumento da conservare in portafoglio, in particolare quelle americane (tassi reali a 30 anni vicini ai massimi storici).



La **curva italiana** continua a sorprendere per resilienza, con i trentennali che hanno ridotto il divario di rendimento rispetto al resto delle scadenze. Lo spread sulla Germania è risalito, ma resta a livelli molto contenuti. Nonostante la potenziale esposizione alla volatilità, posizioni sulle lunghe scadenze e corto sulle scadenze più brevi restano interessanti.





Di seguito riportiamo alcuni dei comparti categoria Bond del Gruppo Azimut con i rendimenti lordi annui a scadenza, aggiornati al 25 marzo (altri aggiornamenti saranno diffusi, come di consueto, nelle Tabelle Bond ogni metà e fine mese).

Comparti	Rendimenti lordi annui
AZ Allocation - Long Term Credit Opportunities	7.3
AZ Allocation - Potential Income Upside 2030	5.6
AZ Bond - Bond Value	4.0
AZ Bond - CoCo Bonds	5.8
AZ Bond - Enhanced Yield	2.5
AZ Bond - Global Macro Bond	4.75
AZ Bond - High Yield	6.2
AZ Bond - Hybrids	5.1
AZ Bond - Income Dynamic	3.7
AZ Bond - Patriot	4.5
AZ Bond - Target 2026	3.7
AZ Bond - Target 2028	4.9
AZ Bond - Target 2029	5.1
AZ Bond - Target 2031	5.1
AZ Bond - Target 2029 USD	6.25 (\$*)
AZ Bond - US Dollar Aggregate	5.25 (\$*)

Fonte dati: Azimut Investments S.A. *Costo copertura cambio EUR-USD circa 1.5% annuo.



AVVERTENZE

Il presente documento di marketing è stato redatto da Azimut Capital Management SGR S.p.A., società facente parte del Gruppo Azimut, sotto la propria esclusiva responsabilità ed è destinato esclusivamente alla rete di consulenti finanziari di Azimut Capital Management SGR S.p.A. a scopo informativo. Il documento è di proprietà di Azimut Capital Management SGR S.p.A. ed è vietato ogni suo uso, riproduzione, duplicazione o distribuzione, anche parziale, da parte dei destinatari del documento o di terzi cui il documento o sue parti siano stati eventualmente trasferiti. La società, inoltre, non potrà essere ritenuta responsabile per danni derivanti dall'utilizzo, da parte dei destinatari del documento o di terzi, dei dati, delle informazioni e delle opinioni contenuti nel presente documento o di danni comunque asseriti come ad essi connessi. I dati, le informazioni e le opinioni contenuti non costituiscono e, in nessun caso, possono essere interpretati come un'offerta né un invito né una raccomandazione a effettuare investimenti o disinvestimenti né una sollecitazione all'acquisto, alla vendita, alla sottoscrizione di strumenti finanziari né attività di consulenza finanziaria, legale, fiscale o ricerca in materia di investimenti né come invito o a farne qualsiasi altro utilizzo. Nella redazione del presente documento non sono stati presi in considerazione obiettivi personali di investimento, situazioni e bisogni finanziari di qualsivoglia potenziale destinatario del documento stesso. La partecipazione ad un OICR comporta dei rischi connessi alle possibili variazioni del valore delle quote, che a loro volta risentono delle oscillazioni del valore degli strumenti finanziari in cui vengono investite le risorse dell'OICR. Prima di adottare qualsiasi decisione di investimento, è necessario leggere il Prospetto, il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (il "KIID"), e il modulo di sottoscrizione, così come il Regolamento di gestione. Questi documenti, che descrivono anche i diritti degli investitori, possono essere ottenuti in qualsiasi momento, gratuitamente sul sito web della società. È inoltre possibile ottenere copie cartacee di questi documenti presso la società su richiesta o richiedendoli al proprio consulente finanziario. I KIID sono disponibili nella lingua ufficiale locale del paese di distribuzione. Il Prospetto è disponibile in italiano e inglese. Per valutare le soluzioni più adatte alle proprie esigenze personali, si consiglia di rivolgersi al proprio consulente finanziario. Il documento è di proprietà di Azimut Capital Management SGR S.p.A., la quale si riserva il diritto di apportare ogni modifica del contenuto del documento in ogni momento senza preavviso, senza, tuttavia, assumere obblighi o garanzie di aggiornamento e/o rettifica. I destinatari del presente documento si assumono piena ed assoluta responsabilità per l'utilizzo dei dati, le informazioni e le opinioni contenuti nonché per le scelte di investimento eventualmente effettuate sulla base dello stesso in quanto l'eventuale utilizzo come supporto di scelte di operazioni di investimento è a completo rischio dell'utente. Si informa inoltre che la Società di Gestione potrebbe altresì decidere di porre fine alle disposizioni adottate per la commercializzazione dei suoi organismi di investimento collettivo in conformità dell'articolo 93 bis della direttiva 2009/65/CE e all'articolo 32 bis della direttiva 2011/61/UE