

Macro & Mercati

Treasury: a che livelli rientrare?

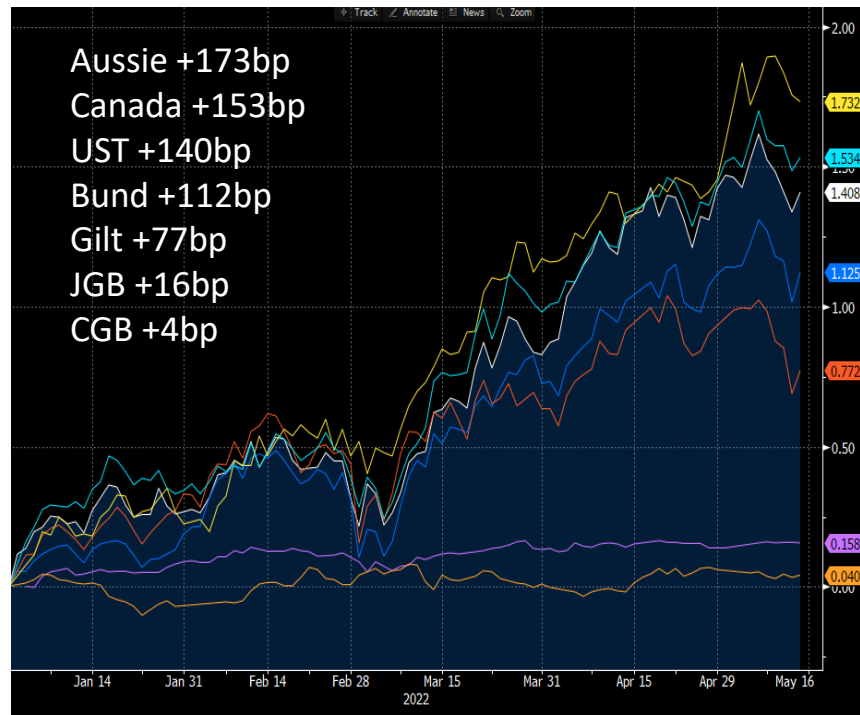
Alessandro Tentori

Maggio 2022

Performance

L'effetto «duration» imatta l'universo fixed income (per ora)

Category	Bloomberg Index	Ccy	Hedge	Ytd %
Global	Global Aggregate	USD	Unhedged	-12.2
	Treasuries	USD	Unhedged	-12.6
	Credit	USD	Unhedged	-13.9
	Global High Yield	USD	Unhedged	-12.3
	Global Inflation-Linked	USD	Unhedged	-11.8
	Global Convertibles	USD	Unhedged	-16.9
Regional	U.S. Aggregate	USD	Unhedged	-9.7
	Euro-Aggregate	USD	Unhedged	-16.6
	China Aggregate	USD	Unhedged	-4.6
	EM USD Aggregate	USD	Unhedged	-14.6
Duration	1 - 3 Yrs	USD	Unhedged	-6.6
	3 - 5 Yrs	USD	Unhedged	-9.0
	7 - 10 Yrs	USD	Unhedged	-12.6
	10 + Yrs	USD	Unhedged	-20.1



Source: AXA IM, Bloomberg (13/5/2022)

Come valutare il Treasury?

Importanti differenza tra il breve e il lungo termine

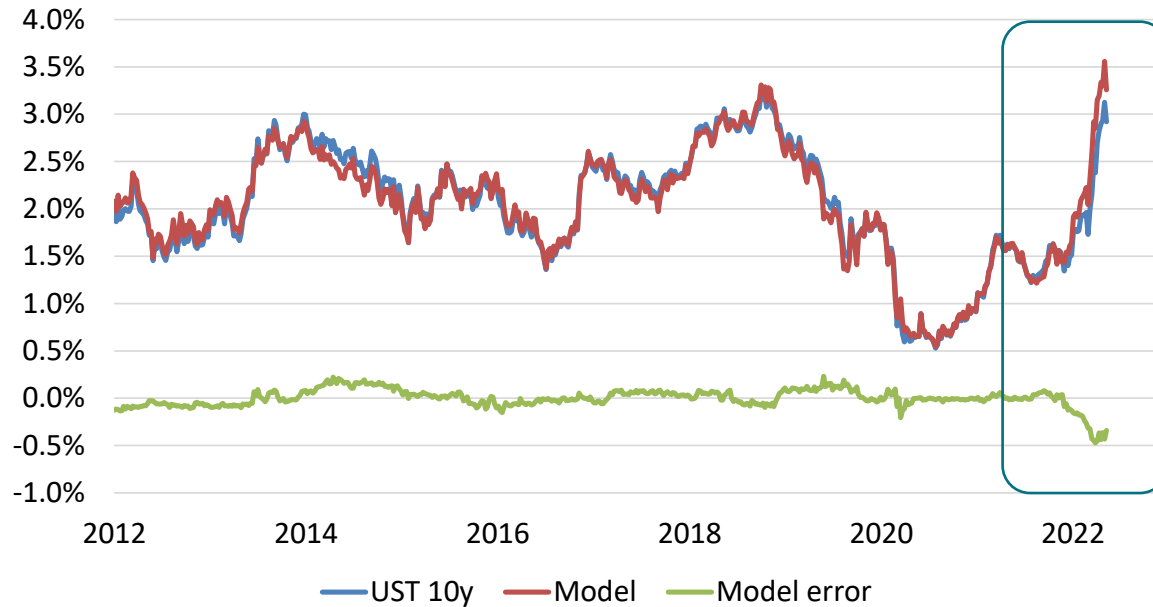
Variabile	Breve termine	Lungo termine
Tasso naturale		XX
Aspettative di tasso	XX	
Aspettative di inflazione	XX	X
Premio a termine	XX	X
Politica fiscale		XX
Regulation		XX
Microstruttura	XX	X

Source: AXA IM

Nel breve...

...potrebbero mancare all'appello 25-30bp sul Treasury

UST10 yield = f (rate exp, term prem)



Source: AXA IM, Bloomberg

Quantitative Tightening (QT)

Guardiamo a come cambiano i bilanci del sistema finanziario

Banks Purchase New Treasury Securities

Federal Reserve	
Assets	Liabilities
Treasury securities -\$1	Reserves held by banks -\$1 Cash held by Treasury ON RRP

Treasury	
Assets	Liabilities
Cash held at the Fed	Treasury securities

Banks	
Assets	Liabilities
Treasury securities +\$1 Reserves at the Fed -\$1	Deposits

MMFs	
Assets	Liabilities
Treasury securities Deposits ON RRP	Shares held by households

Dinamiche dei bilanci:

Fed – Riduzione

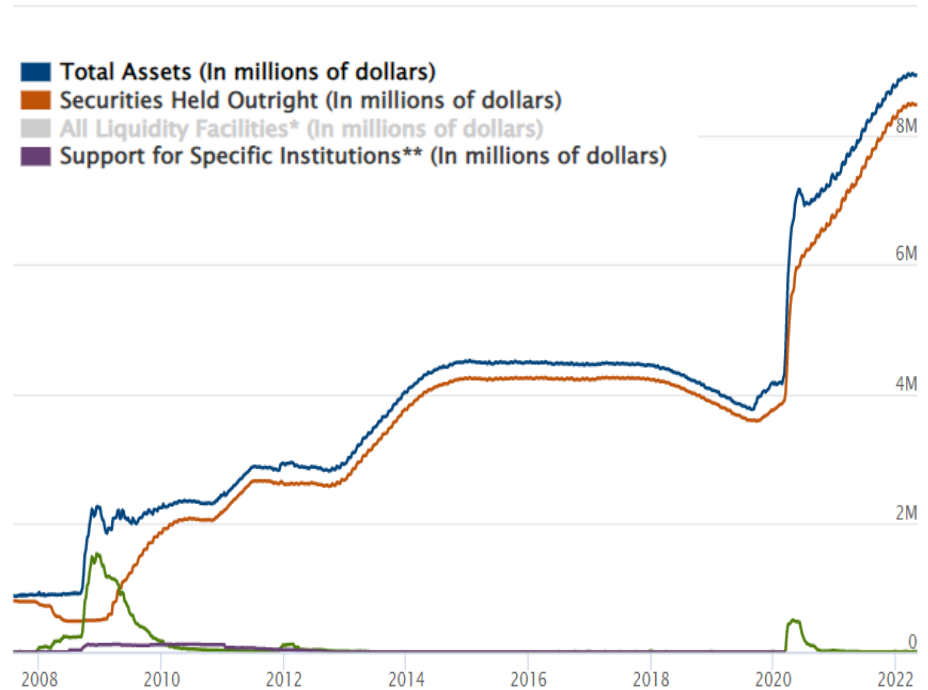
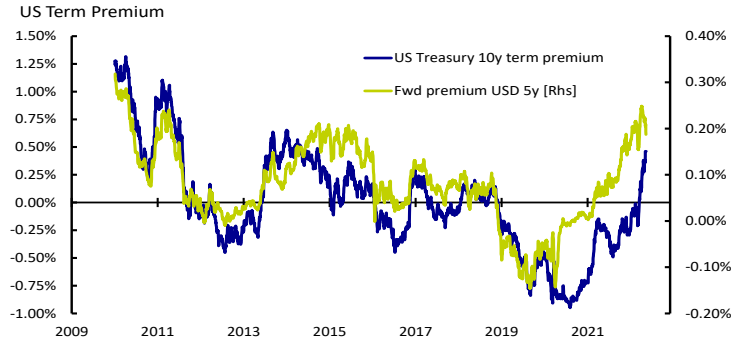
Treasury – Inalterato

Banche – Inalterato, ma cambia la
composizione (+UST / -riserve)

Source: AXA IM, Cipriani et al. (2022), *The Fed's Balance Sheet Runoff and the ON RRP Facility*, Liberty Street Economics, Federal Reserve Bank of New York

Premio a termine

La traiettoria attesa del bilancio Fed ha un effetto indiretto sulle term premium della curva Treasury

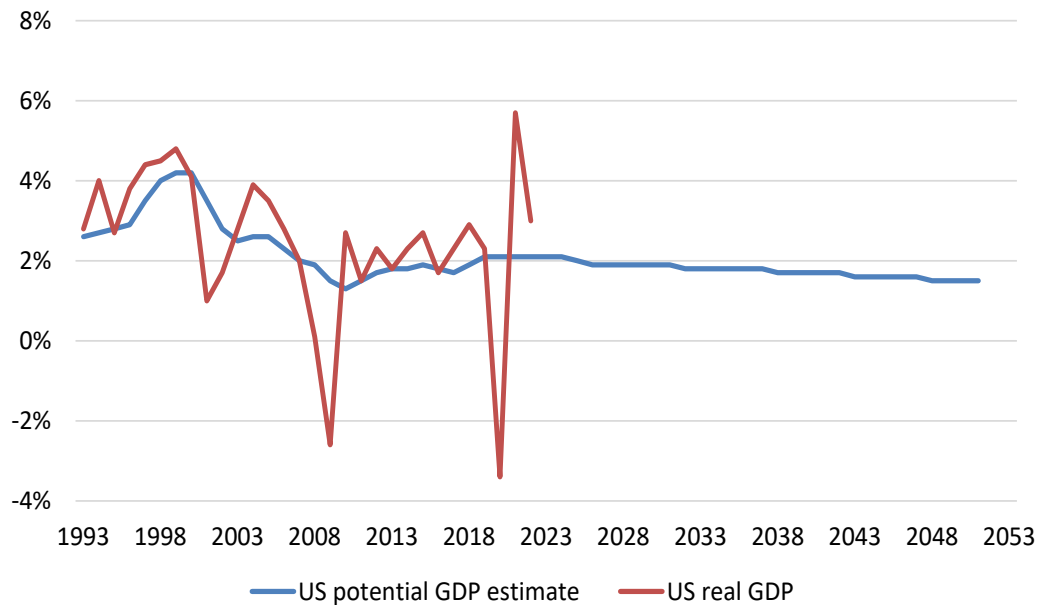


Source: AXA IM, Federal Reserve

Nel lungo...

Ragioniamo sulle componenti dello yield in assenza di shock all'economia USA

US actual vs potential growth



LT-variable	Estimate
Potential GDP	1.5%
Potential inflation	2.0%
Potential term premium	0.5%
Potential 10y yield	4.0%

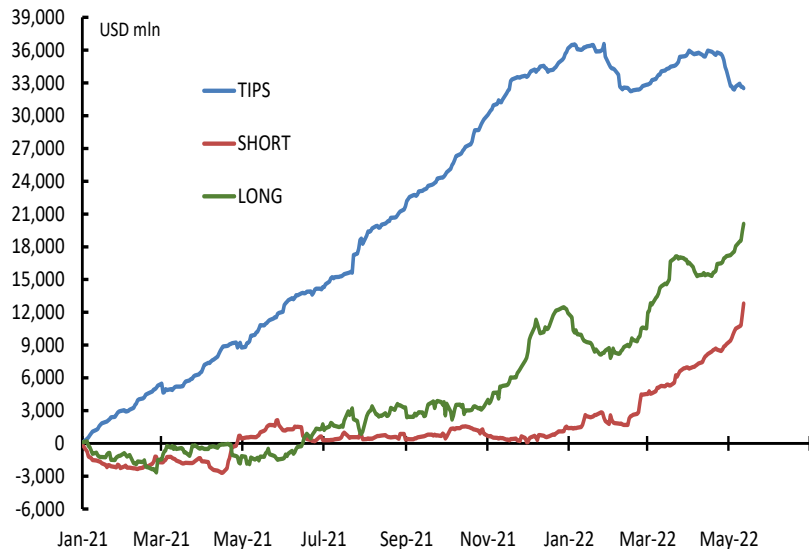
Source: AXA IM, Bloomberg

Flussi di investimento

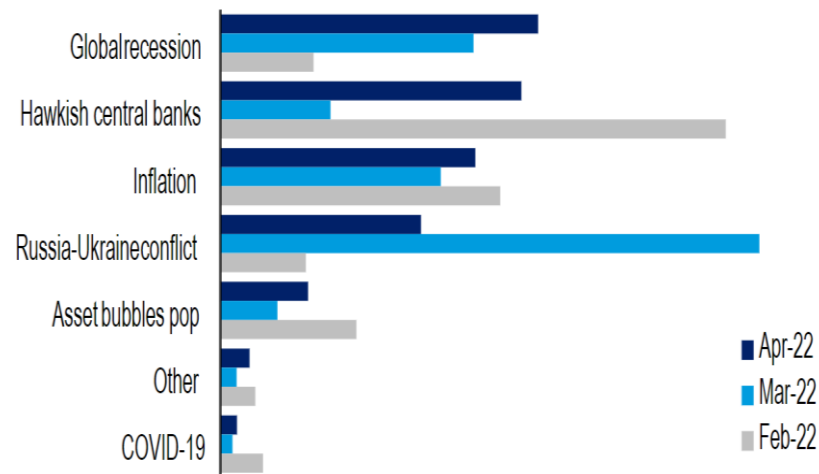
Il tema della duration è sempre più frequente nel dialogo con gli investitori

Aumenta l'interesse per i Treasury nominali...

Treasury ETF Flows - Cumulated



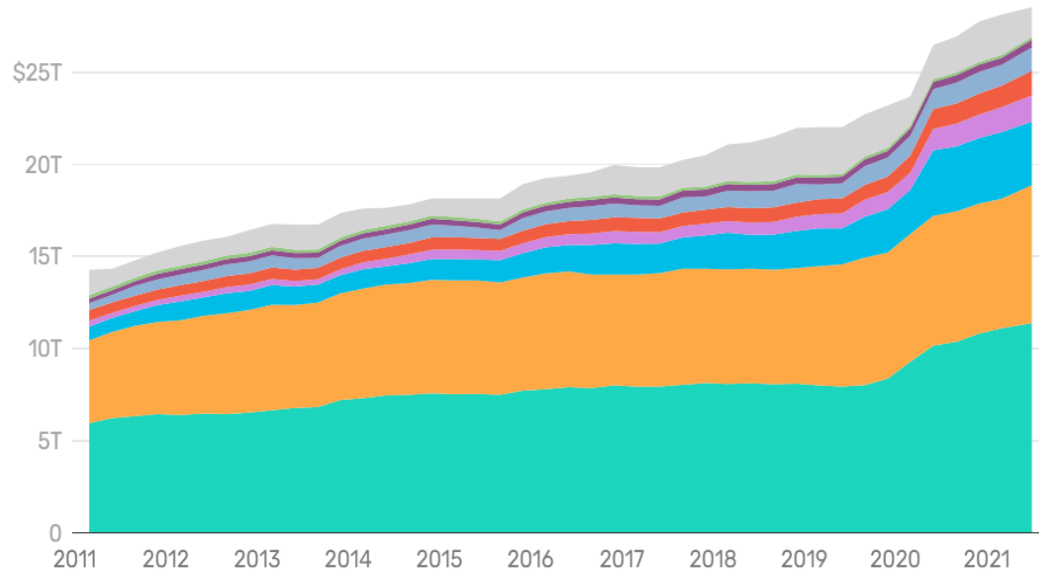
...con l'aumento dei rischi di recessione globale



Source: AXA IM, BAML Research, Bloomberg

Treasury

Gli investitori esteri e la Federal Reserve detengono circa 2/3 dei Treasury esistenti

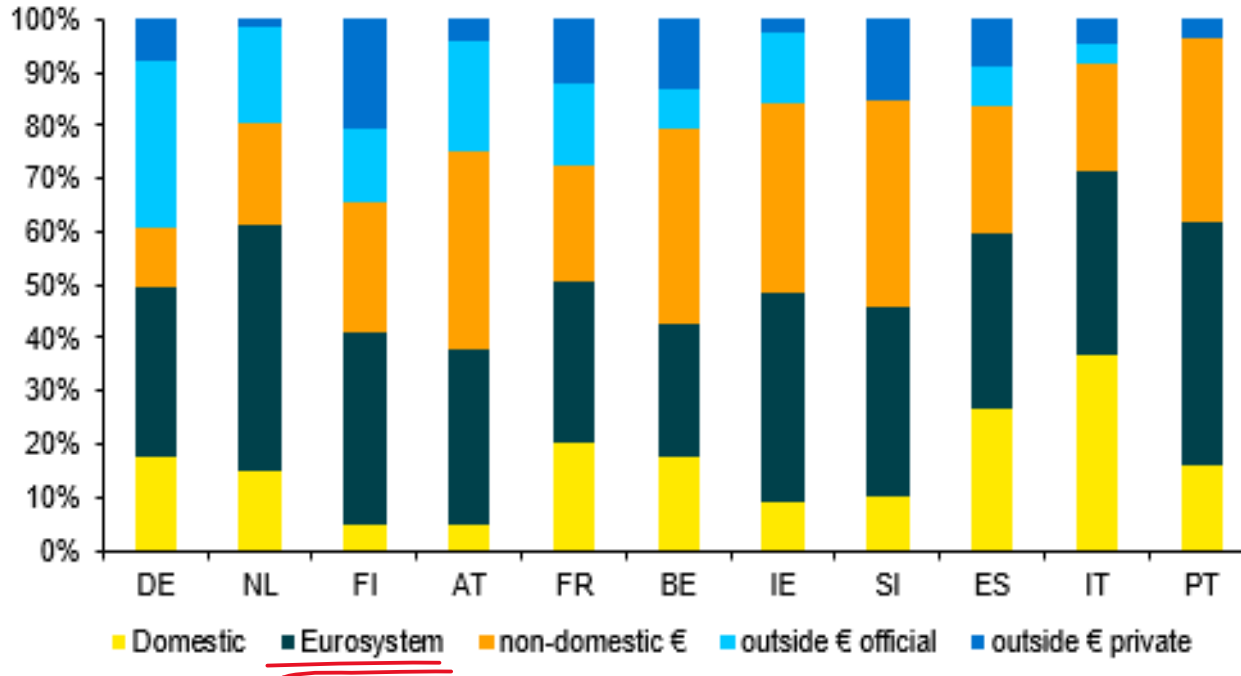


Foreign holders of USTs	
Japan	1300bn
China	1070bn
UK	650bn
Ireland	335bn
Luxembourg	325bn

Source: AXA IM, U.S. Dept of the Treasury

Eurozone Government Bond

La struttura dei detentori di EGB varia da paese a paese...sostituire l'Eurosistema non sarà facile!



Source: AXA IM, Commerzbank Research

US Treasury duration scorecard

Mettiamo insieme i vari pezzi di questo puzzle

Rispetto a gennaio 2022...	
Livello yield	↑
Fondamentali crescita	↓
Fondamentali inflazione	↑
Domanda/offerta	↓
Spread credito	↑
Volatilità	↑
Sentiment	↓ (?)

Shock asimmetrico
→ Dilemma di
politica monetaria

Avvertenze legali

Il presente documento è destinato unicamente a Soggetti collocatori o investitori professionali / istituzionali, e non può essere in alcun modo diffuso al pubblico o consegnato ad investitori che non posseggano tale qualifica.

Le informazioni contenute nel presente documento hanno scopo esclusivamente informativo ed in nessun modo rappresentano da parte di AXA IM un'offerta d'acquisto o vendita o sollecitazione di un'offerta d'acquisto o vendita di titoli o di strumenti o a partecipare a strategie commerciali. A causa della sua semplificazione, il presente documento è parziale e le informazioni ivi contenute possono essere interpretate soggettivamente. AXA Investment Managers si riserva il diritto di aggiornare o rivedere il documento senza preavviso. Tutte le informazioni sui dati contenuti nel presente documento sono state stabilite sulla base delle informazioni contabili o dei dati di mercato. Non tutte le informazioni contabili sono state sottoposte a revisione da parte dei revisori dei conti del Fondo. AXA Investment Managers Paris declina ogni responsabilità riguardo ad eventuali decisioni prese sulla base del presente documento. Il prospetto sarà inviato a tutti gli investitori che ne faranno richiesta e le eventuali decisioni d'investimento dovranno basarsi sulle informazioni contenute nel medesimo.

Le informazioni contenute nel presente documento sono riservate e fornite esclusivamente su richiesta del destinatario. Accettando le informazioni ivi contenute il destinatario si impegna ad usare e a fare in modo che i suoi direttori, partner, funzionari, dipendenti, avvocato/i, agenti, rappresentanti, usino le suddette esclusivamente per valutare il potenziale interesse nei fondi ivi descritti e per nessun altro scopo e si impegna altresì a non divulgarle a nessun altro soggetto. Qualsiasi riproduzione delle presenti informazioni totale o parziale è vietata.

AXA Investment Managers non offre consulenza legale, finanziaria, fiscale o di altra natura sull'idoneità di questi fondi o servizi per gli investitori, che dovrebbero, però, prima di investire, richiedere un consiglio professionale appropriato e fare le loro valutazioni sui meriti, rischi e conseguenze fiscali

Il valore dell'investimento può variare sia al rialzo che al ribasso. I dati forniti si riferiscono agli anni o mesi precedenti e le performance del passato non sono da ritenersi indicative per una performance futura. Le performance del Fondo sono calcolate al netto delle commissioni di gestione, reinvestite nei dividendi. La performance dell'indice è da considerarsi lorda, senza reinvestimento nei dividendi. Le performance sono espresse in Euro (eccetto ove specificato diversamente). Gli obiettivi di rendimento e volatilità non sono garantiti. Qualora la valuta utilizzata nell'investimento dovesse essere diversa dalla valuta di riferimento del Fondo, i rendimenti sono suscettibili subire una variazione importante dovuta alle variazioni legate ai tassi di cambio.

A seconda della strategia d'investimento adottata, le informazioni qui fornite potrebbero essere più dettagliate di quelle contenute nel prospetto informativo. Tali informazioni (i) non costituiscono un vincolo o un impegno da parte del gestore dell'investimento; (ii) sono soggettive (iii) possono essere modificate in qualunque momento nei limiti previsti dal prospetto informativo. I Fondi menzionati nel suddetto documento sono autorizzati alla commercializzazione in Italia. I documenti informativi più recenti, Prospetto e KIID, sono disponibili a tutti gli investitori che devono prenderne visione prima della sottoscrizione e la decisione di investimento deve essere basata sulle informazioni contenute nel prospetto, che includono informazioni sul rischio dell'investimento nei fondi citati

I prodotti menzionati nel presente documento sono comparti della Sicav AXA WORLD FUNDS. La sede legale di AXA WORLD FUNDS è al 49, avenue J.F Kennedy L-1885 Luxembourg. La Società è registrata con il numero B. 63.116 presso il Registro del Commercio e delle Imprese. I suddetti comparti sono autorizzati alla pubblica distribuzione in Lussemburgo e alla commercializzazione in Italia.

AXA Investment Managers Paris - Tour Majunga La Défense 9, - 6 place de la Pyramide 92800 Puteaux. Società di gestione di portafoglio, titolare dell'autorizzazione AMF N° GP 92-08 datata 7 aprile 1992. S.A con capitale di 1.384.380 euro immatricolata nel registro del commercio e delle imprese di Nanterre con il numero 353 534 506.

AXA Funds Management, Società anonima con capitale di 423.301,70 Euro, domiciliata al 49, Avenue J. F. Kennedy L-1855 Luxembourg, è una società di gestione di diritto lussemburghese autorizzata dalla CSSF, immatricolata nel registro del commercio con il numero di riferimento RC Luxembourg B 32 223RC.