

Macro & Mercati

Treasury: a che livelli rientrare?

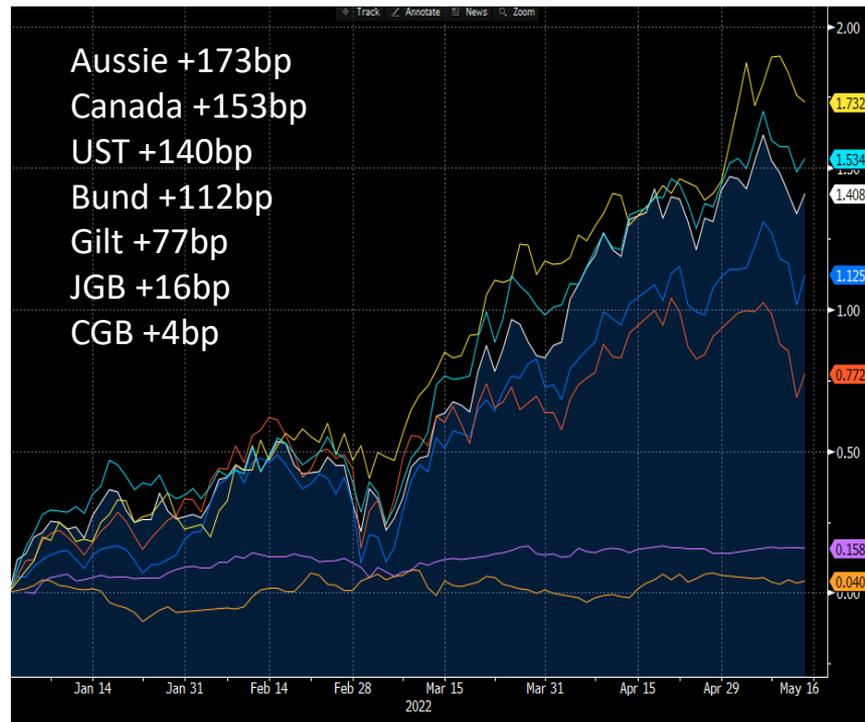
Alessandro Tentori

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

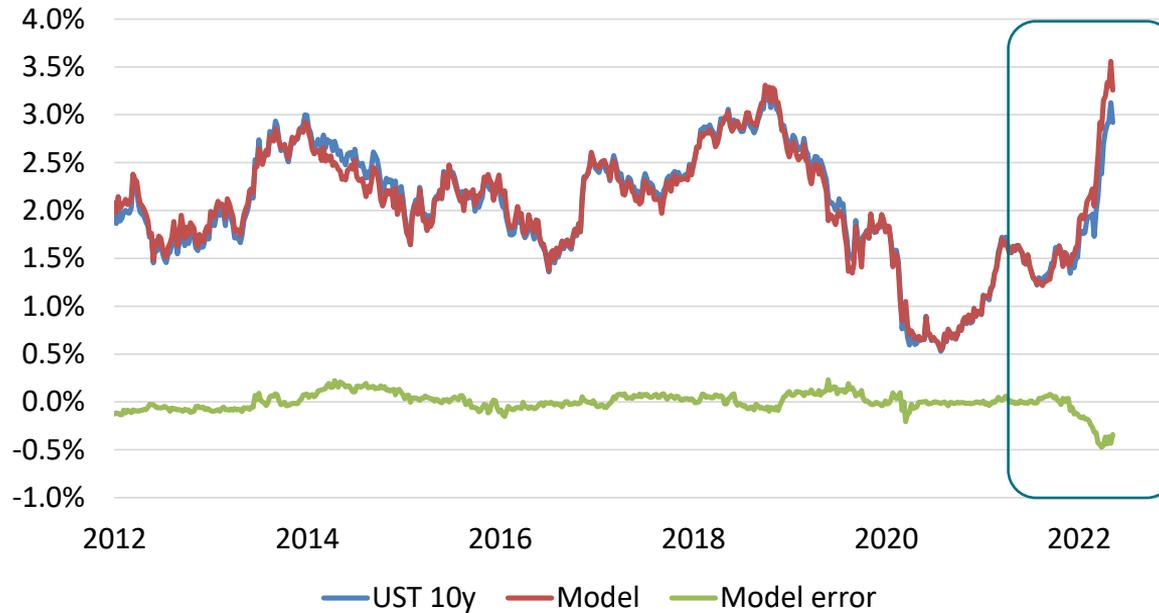
| Variabile | Breve termine | Lungo termine |
|---------------------------|----------------------|----------------------|
| Tasso naturale | | XX |
| Aspettative di tasso | XX | |
| Aspettative di inflazione | XX | X |
| Premio a termine | XX | X |
| Politica fiscale | | XX |
| Regulation | | XX |
|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

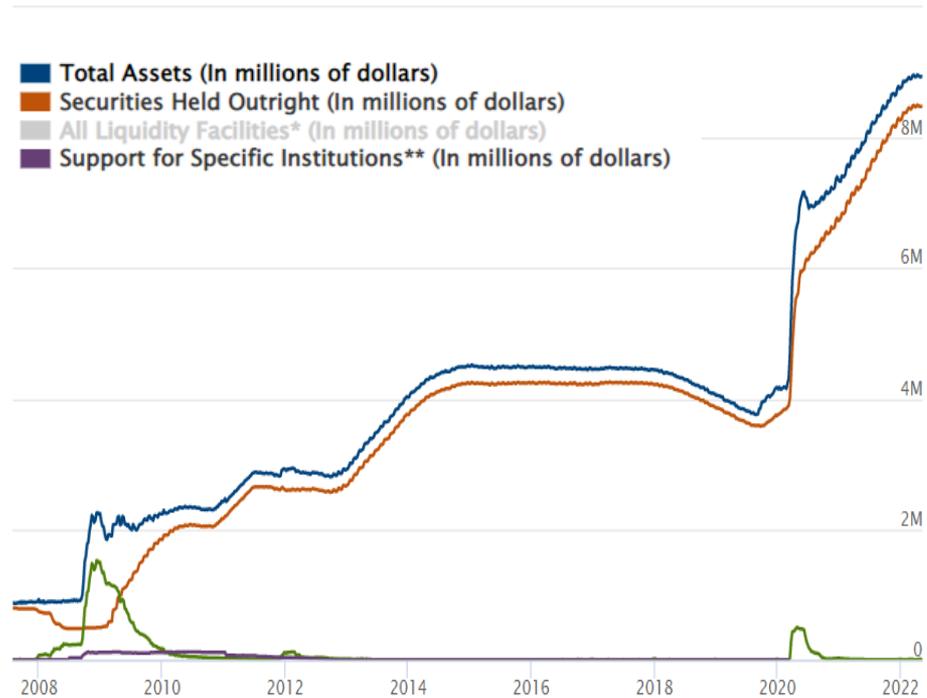
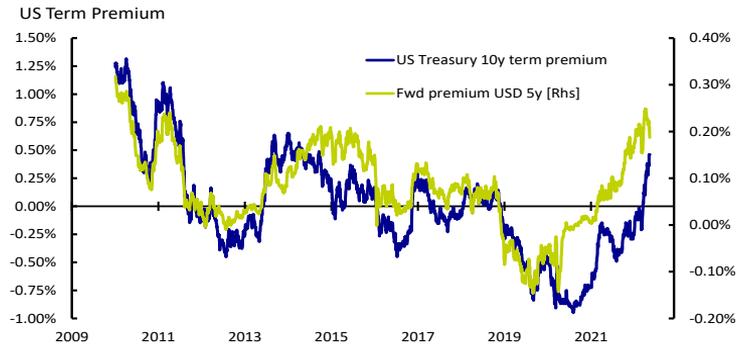
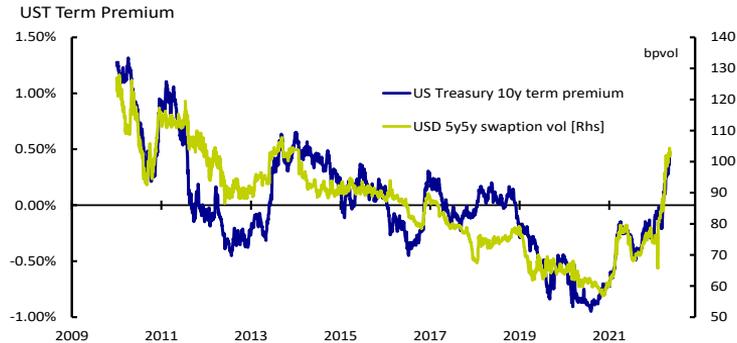
Treasury – Inalterato

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

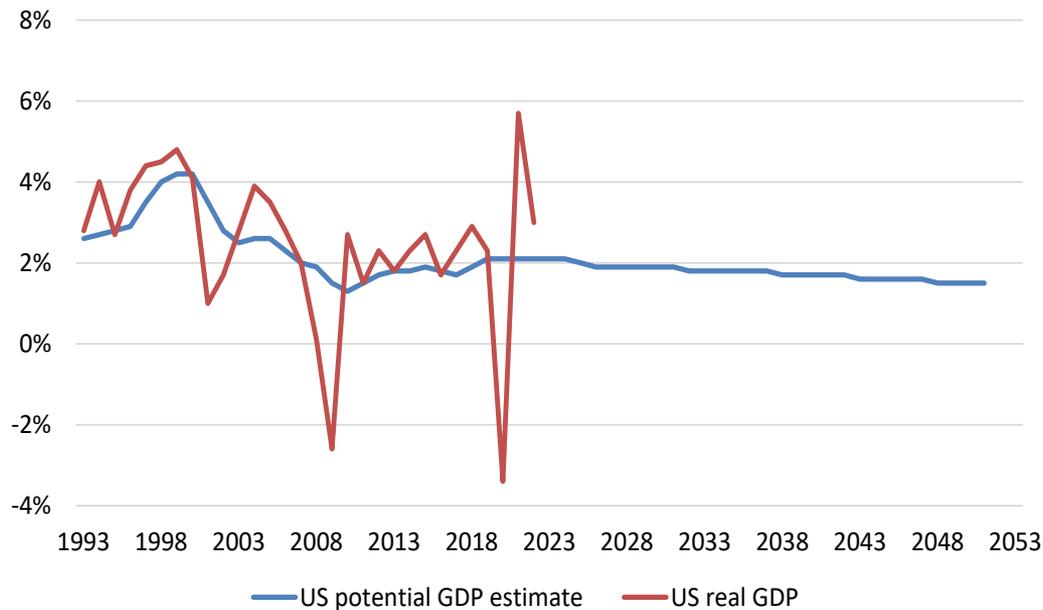


Source: AXA IM, Federal Reserve

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% |

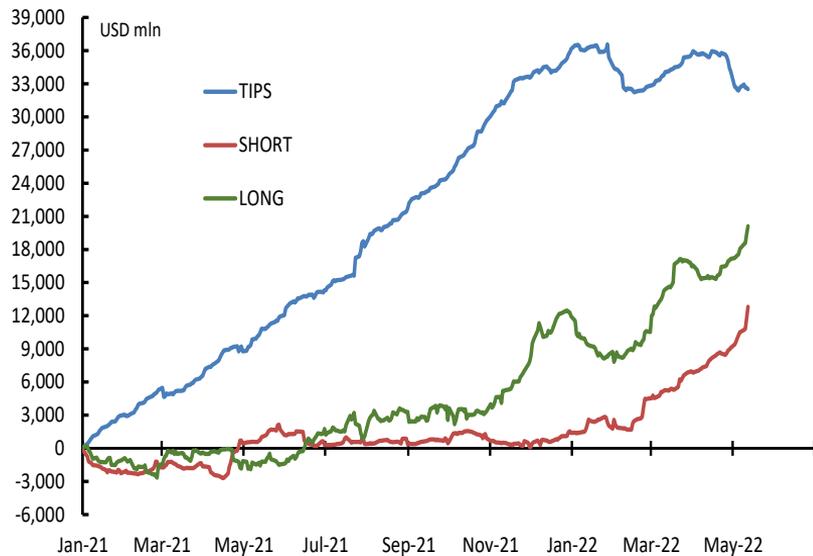
Source: AXA IM, Bloomberg

Flussi di investimento

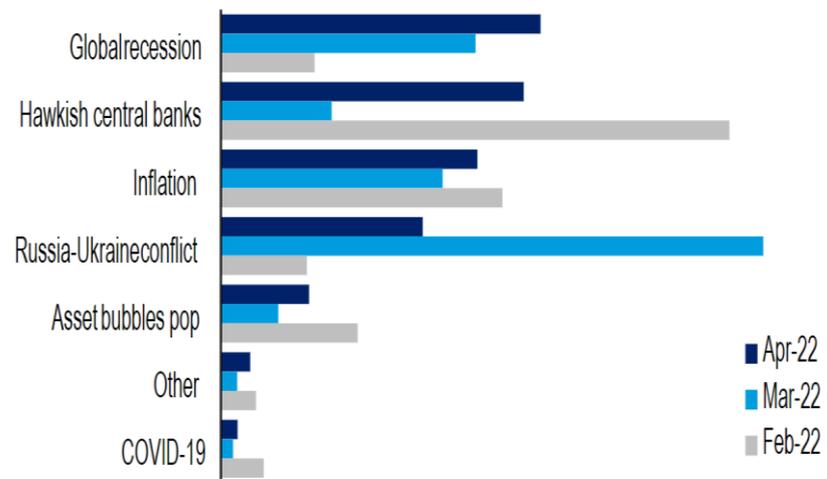
Il tema della duration è sempre più frequente nel dialogo con gli investitori

Aumenta l'interesse per i Treasury nominali...

Treasury ETF Flows - Cumulated



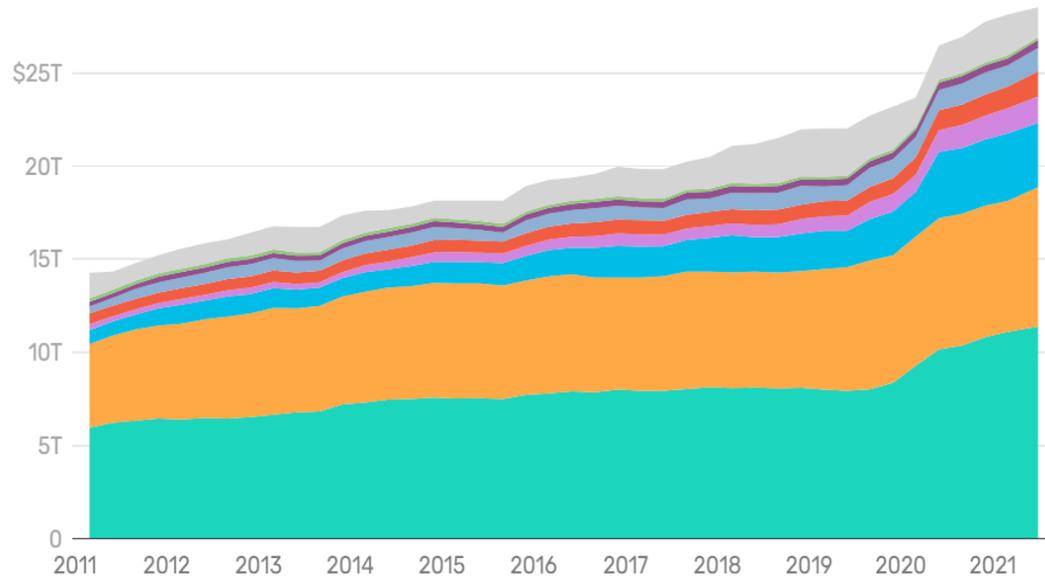
...con l'aumento dei rischi di recessione globale



Source: AXA IM, BAML Research, Bloomberg

Treasury

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

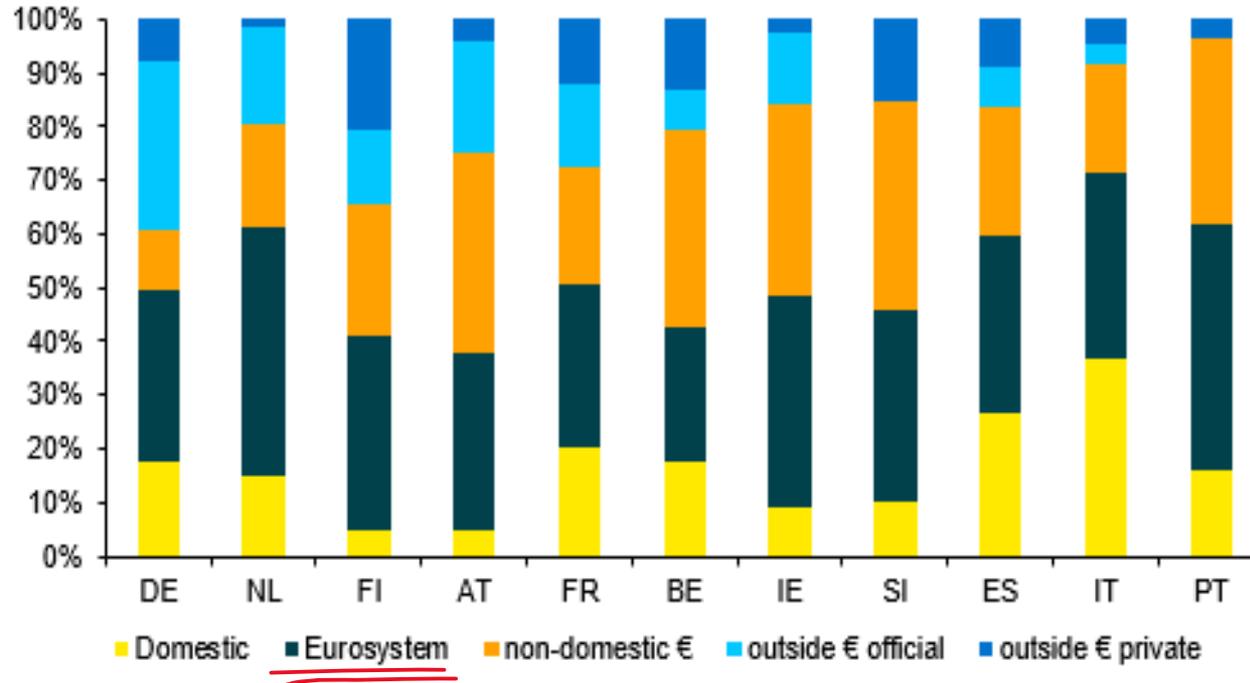


| Foreign holders of USTs | |
|-------------------------|--------|
| Japan | 1300bn |
| China | 1070bn |
| UK | 650bn |
| Ireland | 335bn |
| Luxembourg | 325bn |

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.