

È giunto il momento di considerare le opportunità del mercato obbligazionario?



Jim Leaviss, Chief Investment Officer, Public Fixed Income

Settembre 2022

Punti chiave

- Il rischio di una **recessione globale** continua a preoccupare fortemente gli investitori, con l'**attività economica** in **Europa** che potrebbe risentire delle **incertezze** legate alle **forniture di gas**.
- Stando a diversi segnali, l'**inflazione** negli **Stati Uniti** potrebbe aver raggiunto il suo **picco**, anche se riteniamo che molti dei fattori, come la globalizzazione, che per anni sono stati in grado di contenere l'aumento dei prezzi, potrebbero iniziare a giocare un ruolo meno importante.
- Dopo i considerevoli **ribassi** di quest'anno, siamo convinti che l'universo **obbligazionario** presenti attualmente **opportunità di lungo periodo** per **investitori flessibili** e orientati alla **diversificazione**.

Il valore e il reddito degli asset dei fondi potrebbe diminuire così come aumentare, determinando movimenti al rialzo o al ribasso del valore dell'investimento. Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo dei fondi verrà realizzato ed è possibile che non si riesca a recuperare l'importo iniziale investito. Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Temperature e prezzi bollenti

In Europa, l'estate è stata incessantemente arida, calda, destabilizzante e imprevedibile. L'**inflazione**, già a **livelli molto elevati**, continua a rappresentare uno dei timori principali. La **crisi del "costo della vita"** **preoccupa i lavoratori** (i contenziosi di lavoro sono aumentati), i consumatori e le imprese.

I **governi** stanno cercando di affrontare la situazione attraverso una combinazione di **politiche fiscali**, **tetti ai prezzi**, richieste di **razionamento** e **accordi commerciali** sull'**energia** con i Paesi vicini: per esempio, la Francia potrebbe fornire gas alla **Germania**, mentre la Germania potrebbe offrire elettricità alla **Francia**.

Nel **Regno Unito**, è stato ipotizzato un **congelamento** degli **aumenti dei prezzi** delle **bollette dell'elettricità**, insieme a un'**inversione** di alcuni **aumenti fiscali**: le bollette energetiche sono destinate a balzare da una media di 1.971 sterline a un livello massimo di circa 2.500 sterline in ottobre. Il **tetto massimo** sui **costi energetici** a un livello relativamente accessibile è la **prima misura annunciata** dalla neo premier britannica Liz Truss. Tuttavia, nonostante questo, è probabile che molte famiglie si troveranno comunque in gravi difficoltà. Nel frattempo, la **Germania** ha annunciato un pacchetto di **65 miliardi di euro** di **sgravi fiscali** e di **sostegno** ai più vulnerabili.

Guardando all'**autunno**, sono molti gli **eventi** noti che potrebbero scatenare la **volatilità sui mercati**. La **Banca Centrale Europea** (BCE) ha appena **aumentato** i tassi di interesse di **75 punti base** e ha dichiarato che **seguiranno altri rialzi** nei prossimi mesi, mentre la **Federal Reserve** (Fed) dovrebbe procedere a **ulteriori aumenti** nel corso del mese. A fine settembre, l'**Italia** sarà chiamata a **votare in elezioni anticipate**: secondo le previsioni il partito di

estrema destra Fratelli d'Italia potrebbe aggiudicarsi la vittoria. Nel frattempo perdureranno con ogni probabilità le **preoccupazioni** per la **fornitura di gas russo** e la **guerra** in **Ucraina** prosegue senza alcun segno evidente di una risoluzione a breve termine.

Negli **Stati Uniti** l'intensificarsi del **programma di inasprimento quantitativo** è stato ampiamente discusso e quindi, in teoria, dovrebbe già essere **riflesso** nei **prezzi**. Altrove, le **tensioni a Taiwan** persistono e si presterà molta attenzione alle rigide **politiche COVID-19** in **Cina** e al **mercato immobiliare**, dove gli **acquirenti** si sono **rifiutati di pagare i mutui** sugli immobili residenziali incompiuti e i **prezzi sono scesi**.

Dall'inflazione alla recessione

Il **2022** è stato indubbiamente un **anno durissimo** per i **mercati del reddito fisso**, in un **contesto** di **inflazione** ostinatamente **elevata** e di **discorsi** sempre **più aggressivi** da parte delle **banche centrali mondiali**. L'estate ha visto un'intensificarsi delle **preoccupazioni** e delle **incertezze di mercato**. Ciò ha provocato **ampie correzioni** su tutta l'asset class, con i **rendimenti dei Treasury decennali** che hanno toccato il **3,5% nei mesi precedenti dell'anno**, rispetto all'**1,5% circa dell'inizio del 2022**.

Questi movimenti sono stati ampiamente rispecchiati dai **titoli di Stato dei mercati occidentali**, con la BCE e la Banca d'Inghilterra che hanno avviato i propri **cicli di rialzo** dei **tassi** per **combattere l'impennata d'inflazione**. A inizio settembre, il **rendimento del gilt britannico a 10 anni** ha raggiunto il **3%**, il suo **livello più alto dal 2014**.

Negli **ultimi due mesi**, tuttavia, la narrativa sull'inflazione è cambiata e i **mercati** si sono **concentrati maggiormente** sul

rischio di una **recessione globale**. La **curva dei Treasury** si è **profondamente invertita**, indicando che i **mercati obbligazionari** stanno iniziando a guardare oltre l'attuale ciclo di rialzo dei tassi e a **prezzare** la **probabilità** che la **Fed** debba iniziare a **tagliare i tassi** nel **2023** per **compensare** il **rallentamento della crescita**.

L'**Europa** è probabilmente quella che corre il **rischio maggiore** di un **rallentamento economico**, viste le **incertezze** sulle **forniture di gas**, che potrebbero avere un impatto notevole sulla crescita tedesca in particolare. Tuttavia, visti i **livelli di inflazione** quasi a due cifre in Europa, riteniamo che per il momento la **BCE** dovrà **continuare ad aumentare i tassi** per mantenere la propria credibilità: deve mostrare di darsi da fare. Al momento non è chiaro a quale livello dovrà scendere l'inflazione prima che la banca centrale sia disposta a ricominciare ad allentare la propria politica monetaria. Nel frattempo, potremmo assistere ad altre **azioni** per **rilanciare la crescita europea**, come un **nuovo stimolo fiscale**.

Nel **Regno Unito**, l'**inflazione** è **molto elevata**, associata a un **forte rallentamento della crescita**. La **Banca d'Inghilterra** appare anche un po' **più accomodante** rispetto alle sue omologhe, persino rispetto alla BCE. Inoltre, la **sterlina** continua a **crollare** e la **valuta** ha recentemente **registrato il più forte calo mensile** rispetto al dollaro USA dal referendum sulla Brexit nel 2016. Ciò creerà ulteriori **pressioni sui costi**, dato che le **importazioni** costituiscono una parte decisamente importante dell'**economia britannica**. Per questi motivi, l'**inflazione** nel **Regno Unito** potrebbe rimanere **più elevata più a lungo** rispetto ad altre regioni. Restiamo **cauti** sulle **prospettive** per la **sterlina** e gli **asset britannici** in generale.

Quale futuro per l'inflazione?

Nonostante il permanere di **forti incertezze**, ci sono **segnali** che l'**inflazione statunitense** abbia raggiunto il **picco** e che potrebbe **iniziare a rallentare** negli **ultimi mesi dell'anno**. Le **filiere produttive** stanno gradualmente tornando alla **normalità**, e stiamo assistendo a un **allentamento** dei **prezzi** di alcune **materie prime**, come il **rame** e il **petrolio**. Da un punto di vista della **domanda**, i **tassi di interesse più elevati** e la **contrazione fiscale** dovrebbero iniziare a **frenare la crescita economica**, elemento che a sua volta dovrebbe esercitare una **pressione al ribasso sull'inflazione**. Prendendo inoltre in considerazione potenti effetti di base, crediamo che l'inflazione statunitense possa calare al di sotto del 4% entro l'anno prossimo, anche se chiaramente numerose sono le variabili che potrebbero condurre a una rapida inversione di rotta.

Tuttavia, **guardando oltre il 2023**, crediamo che la **Fed** possa avere più **difficoltà** che in passato a **contenere l'inflazione al di sotto del 2%**. Questo perché molti dei fattori che l'avevano finora contenuta per diversi anni

potrebbero iniziare a giocare un ruolo meno importante. Nel dettaglio, è probabile che in futuro la **globalizzazione** abbia **meno rilievo**, come dimostrano questioni quali l'**onshoring** delle catene di fornitura e un più frequente uso di tariffe e di altre misure commerciali restrittive.

Un **contesto** di **graduale calo dell'inflazione** e di **rallentamento della crescita** potrebbe **favorire** i **mercati obbligazionari** globali. Dopo aver **iniziato l'anno** con una posizione di **duration fortemente sottopesata**, ne abbiamo **gradualmente aggiunta** ai nostri **portafogli** nel corso del **2022** e attualmente **privilegiamo** una **posizione di duration neutrale**.

Opportunità nel credito e altrove

Anche i **mercati del credito** hanno subito **pressioni** nel corso del 2022: l'**atteggiamento aggressivo** della **Fed** ha rappresentato ancora una volta un **fattore chiave** alla base del **deterioramento dell'umore di mercato**. I **rendimenti delle obbligazioni societarie investment grade statunitensi** sono a **livelli più elevati** che all'apice della crisi da COVID. La differenza principale è che questa volta l'**impennata dei rendimenti** è stata determinata principalmente da un **aumento del tasso privo di rischio**, mentre gli **spread del credito** si sono comportati relativamente bene.

I **mercati del credito** sembrano attualmente **prezzare** una **flessione**, ma **non una vera e propria recessione**. Riteniamo quindi sia un **buon momento** per **aggiungere rischio di credito**, anche se restiamo **altamente selettivi**, concentrandoci su **nomi di qualità elevata e più difensivi**, che dovrebbero mostrare una **migliore tenuta** in caso di uno **scenario più recessivo**.

L'altro **aspetto positivo** è che ci aspettiamo che i **default rimangano contenuti** nella maggior parte del mercato, dato che molte **società** hanno colto l'**opportunità di rifinanziare il proprio debito** per diversi anni. Nel complesso, riteniamo che gli **investitori** siano ben **ricompensati** per l'assunzione del **rischio di credito** nel segmento **high yield**. Restiamo comunque **prudenti** in **alcuni segmenti**, come quello dei **titoli ad alto rendimento con rating CCC**, dove riteniamo che le insolvenze possano aumentare considerevolmente. Ci sono inoltre alcuni **settori** che a nostro avviso potrebbero essere sottoposti a **stress**, in particolare i **negozi al dettaglio** e le **società immobiliari europee**.

Un'altra **area** che, a nostro avviso, appare storicamente **interessante** è quella del **debito dei mercati emergenti**. Quest'asset class ha registrato quest'anno significativi drawdown, con **rendimenti ora molto elevati**. Nonostante l'attuale vigore del dollaro USA e le difficoltà per l'economia globale, riteniamo che oggi siano disponibili alcune **aree del mercato a prezzi molto interessanti**. Le performance di regioni come l'America Latina, ad esempio,

sono rimaste relativamente ben isolate dagli effetti della guerra in Ucraina e molti Paesi continuano a beneficiare degli elevati prezzi delle materie prime.

Il rimbalzo del dollaro USA proseguirà?

Il **dollaro statunitense** ha registrato il **risultato migliore nel 2022**, guadagnando terreno praticamente rispetto a tutte le altre valute principali. Questa **performance brillante** è stata determinata sia dalle sue caratteristiche di **“titolo rifugio”** che dai suoi allettanti **differenziali di tassi di interesse** rispetto ad altri Paesi, quali l'eurozona e il Giappone. Tuttavia, se la Fed riuscisse a progettare un atterraggio morbido (cioè ad aumentare i tassi di interesse senza provocare una grave recessione economica), il dollaro USA potrebbe a nostro avviso indebolirsi a partire da questo punto. Se invece l'atterraggio fosse duro e il rallentamento economico più marcato, probabilmente assisteremmo a un ulteriore rafforzamento del dollaro. All'estremo opposto, lo **yen giapponese** ha registrato un **andamento decisamente negativo negli ultimi due anni**. Anche in questo caso, il fattore chiave è stato il **differenziale dei tassi di interesse**, con la **Banca del Giappone** che ha mantenuto i **tassi a zero**.

Il reddito fisso nel nuovo contesto

Con un'**inflazione** che per il momento rimane molto **elevata**, gli investitori potrebbero avere la sensazione di dover far fronte a una lista sempre più ristretta di aree in cui poter stanziare la propria liquidità. Tuttavia, con i forti **ribassi di mercato** dell'ultimo anno ormai alle spalle, riteniamo che gli **investitori** abbiano ora molte **opportunità a lungo termine** da prendere in considerazione nel settore del **reddito fisso**.

Sebbene molti **investitori obbligazionari** che hanno **evitato di esporsi eccessivamente alla duration** siano stati **premiati** su base relativa durante la correzione di quest'anno, **riteniamo sia giunto il momento di invertire alcune di queste posizioni**. Gli effetti base dovrebbero far sì che i ben pubblicizzati **dati sull'inflazione annuale scendano** nel corso del **2023**, il che dovrebbe rappresentare una **notizia positiva** per i **mercati obbligazionari**, soprattutto perché un ciclo di rialzi trainato dagli Stati Uniti ci sembra ormai prossimo a essere pienamente prezzato.

È comunque probabile che l'**inflazione** resti il **tema dominante** nel determinare l'**andamento dei mercati** per il resto dell'anno e valuteremo attentamente una serie di parametri per prevederne la probabile direzione nel 2023. Nei **prossimi mesi**, i **mercati** dovranno fare i conti anche con diversi **eventi politici chiave**, tra cui le **elezioni di metà mandato negli Stati Uniti**, mentre la situazione in **Ucraina** e le sue **implicazioni per la fornitura di gas in Europa** rimarranno un **punto centrale**.

In un **ambiente incerto**, è importante mantenere un **approccio flessibile e diversificato**. Da un punto di vista **obbligazionario**, questo significa avere la **capacità di adeguare la duration**, il **rischio di credito** e l'**esposizione valutaria** in risposta a una **situazione macro in rapida evoluzione**. Vorremmo mettere in luce quanto sia **importante** essere in grado di **investire** su una **gamma diversificata di asset obbligazionari**.

Assieme a **obbligazioni governative e societarie più tradizionali**, stiamo anche mantenendo **esposizione a strumenti** che dovrebbero essere **meglio posizionati** per far fronte a un **ambiente** maggiormente **inflazionistico**, come **obbligazioni indicizzate all'inflazione** e **titoli a tasso variabile**.