

Prospettive obbligazionarie: un punto di partenza diverso nel 2023

Public Fixed Income di M&G

Gennaio 2023

- Il **2022** è stato contraddistinto da una delle più **marcate correzioni** mai **registrate** sui **mercati obbligazionari**: l'**inflazione** ostinatamente **elevata** e una serie di **aumenti** dei **tassi di interesse** hanno infatti spinto i **rendimenti** dei **titoli di Stato** ai **livelli più elevati di oltre un decennio**.
- A nostro parere, in seguito a questi movimenti senza precedenti, gli **investitori obbligazionari** si affacciano al **2023** partendo da un **punto di gran lunga migliore** e siamo convinti che gli **attuali rendimenti** risulteranno **allettanti** con l'**attenuarsi** dell'**inflazione**.
- Individuiamo un buon livello di **valore** in particolare nel **credito investment grade**, che a nostro avviso offre **qualità di diversificazione naturali** e una fonte di **protezione** durante **condizioni di mercato incerte**.

Il valore degli investimenti nel fondo è destinato ad oscillare. Questo determina il movimento al rialzo o al ribasso degli investimenti e la possibilità che non si riesca a recuperare l'ammontare inizialmente investito. Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri. Le opinioni espresse in questo documento non sono da intendersi come raccomandazioni, consigli o previsioni.

Un diverso punto di partenza per le obbligazioni

Il **2022** è stato contraddistinto da una delle più marcate **correzioni** mai registrate sui **mercati obbligazionari**: i **timori** relativi all'**inflazione ostinatamente elevata** hanno determinato **misure aggressive** in termini di **contrazione monetaria**, con l'adozione di una serie di **rialzi dei tassi** da parte delle banche mondiali su scala globale. L'**inflazione** è stata ulteriormente alimentata dall'**invasione dell'Ucraina** da parte della **Russia**, che ha determinato un'**impennata** dei **prezzi energetici e alimentari**, oltre a un aumento delle pressioni su molte economie dei Paesi emergenti.

Il **reddito fisso** non è riuscito a offrire grandi opportunità di riparo, in quanto i **rendimenti** dei **titoli di Stato** sono balzati ai **livelli più alti di oltre un decennio**. Anche le **valutazioni** del **credito** hanno subito **forti pressioni**, poiché i mercati hanno iniziato a considerare l'impatto del rallentamento della crescita economica e dell'aumento dei costi di finanziamento sugli utili societari. Le **obbligazioni societarie investment grade** sono pertanto state colpite da una combinazione di **spread di credito più ampi** e un **tasso "esente da rischio" più elevato**, in quanto i **rendimenti** hanno raggiunto i **livelli più alti dell'ultimo decennio** ([Grafico 1](#)).

Tuttavia, data l'entità di questi movimenti, crediamo che gli **investitori obbligazionari** si affaccino al **nuovo anno partendo da un punto molto migliore**. Pur consapevoli delle sfide per l'economia globale, siamo convinti che i **fondamentali societari** restino **solidi** e che i **rendimenti attuali** rappresentino un **valore** fortemente **allettante** nel medio termine. Grazie a una combinazione di fattori quali **rallentamento della crescita**, **prezzi dei beni meno elevati**

ed **effetti base favorevoli**, prevediamo inoltre un **attenuarsi** dell'**inflazione** nel corso del **2023**. Dopo un pessimo anno per il reddito fisso, riteniamo che ciò consentirà alle **banche centrali** di **rallentare il ritmo** dei **rialzi dei tassi**, il che potrebbe rappresentare un **elemento estremamente vantaggioso** per i **mercati obbligazionari**.

Grafico 1 | I rendimenti obbligazionari nel tempo: rendimento a scadenza investment grade a 5 anni in USD



Fonte: Bloomberg, 28 novembre 2022

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

È tornato il momento di guardare al credito

A nostro avviso, il **credito** presenta attualmente un **valore allettante** e gli **investitori** ci sembrano **ben remunerati** per l'**assunzione** del **rischio**. Sebbene nel breve termine assisteremo probabilmente a ulteriore volatilità, in una prospettiva di **lungo periodo** riteniamo che il **credito offra dinamiche di rischio/rendimento molto interessanti**. Le insolvenze dovrebbero rimanere contenute grazie ai solidi fondamentali delle società e ai bilanci robusti. Al contempo, molte imprese hanno colto l'opportunità per

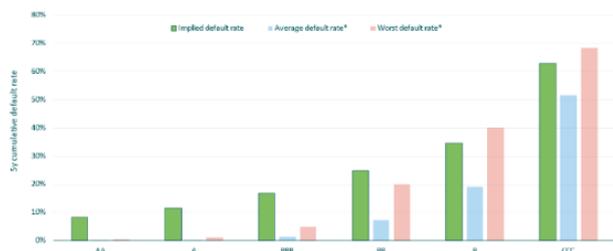
rifinanziare il proprio debito per diversi anni a livelli economici.

Siamo convinti che i mercati stiano prezzando buona parte delle cattive notizie a livello economico, con gli **spread creditizi** che riflettono un **tasso di default implicito ben superiore** non solo ai **tassi di default medi**, ma anche ai **tassi di default peggiori** (Grafico 2). Ad esempio, le obbligazioni societarie con rating BBB stanno prezzando un tasso di default cumulativo a cinque anni del 16,9%, a fronte di un tasso di default medio dell'1,5% e di un tasso di default peggiore del 5,1% (al 31 ottobre 2022).

Riteniamo che le **valutazioni attuali** riflettano una **prospettiva eccessivamente cupa** sui tassi di **insolvenza** e abbiamo pertanto colto **l'opportunità di aggiungere rischio di credito in molti dei nostri portafogli**. Tuttavia, data **l'incertezza del contesto economico**, è importante mantenersi **selettivi** e in generale **privilegiamo nomi di qualità superiore** e più **difensivi**, in **settori** che dovrebbero mostrare una **migliore tenuta** in caso di uno scenario più **recessivo**. Al contrario, rimaniamo invece molto più **cauti** nei **settori maggiormente speculativi**, come le obbligazioni high yield con rating CCC, dove riteniamo che i default potrebbero aumentare in modo considerevole.

Un'altra tendenza degna di nota è rappresentata inoltre dalla **forte dispersione** degli **spread** sui **mercati obbligazionari societari**. Ciò avviene quando le obbligazioni con lo stesso rating creditizio vengono scambiate con uno spread creditizio diverso rispetto ai mercati dei titoli di Stato. Riteniamo che la **dispersione** degli **spread** possa **aumentare ulteriormente** con l'approssimarsi di un cambio di rotta della Fed e che ciò possa costituire una ricca fonte di **opportunità** per i **gestori attivi** in grado di individuare i titoli prezzati in maniera scorretta attraverso un'analisi del credito approfondita.

Grafico 2 | Tassi di default impliciti del mercato e tassi di default storici a confronto



Fonte: Bloomberg, Deutsche Bank, indici ICE, S&P, 31 ottobre 2022.

Investment grade: qualità di diversificazione naturali

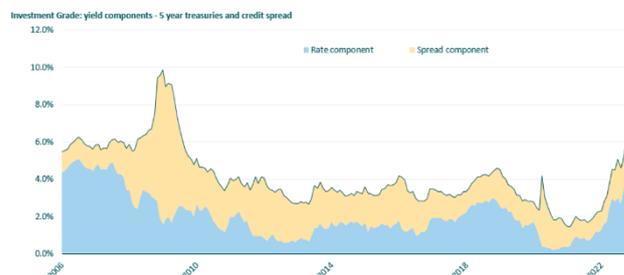
Grazie all'esposizione sia ai tassi di interesse che al credito, riteniamo che le **obbligazioni societarie** possano offrire **qualità di diversificazione naturali** e rappresentare una

fonte di resilienza in condizioni di mercato incerte. Sebbene il 2022 abbia rappresentato un'eccezione, gli spread creditizi e i tassi di interesse si muovono tipicamente in direzioni opposte gli uni dagli altri, e a nostro parere questa correlazione inversa potrebbe contribuire a fornire una preziosa protezione da movimenti di mercato avversi.

Ad esempio, se da una parte ci si aspetta un **ampliamento** degli **spread creditizi** durante un periodo di **recessione** a causa del deterioramento dei fondamentali societari, ciò potrebbe essere potenzialmente compensato da un **calo** dei **rendimenti dei titoli di Stato**, in quanto i mercati prevedono un taglio dei tassi di interesse per stimolare la crescita. Riteniamo che queste componenti separate di **tassi e spread** possano fornire una **fonte di rendimento più diversificata** nel corso del ciclo economico (Grafico 3).

Inoltre, a differenza del periodo successivo alla pandemia del 2020 (quando gli spread creditizi avevano subito un'impennata, mentre i rendimenti dei titoli di Stato erano crollati) oggi le obbligazioni investment grade offrono un mix equilibrato di esposizione al credito e ai tassi di interesse, che a nostro avviso dovrebbe garantire una buona dose di resilienza in un periodo di rallentamento della crescita globale come quello imminente.

Grafico 3 | Investment grade: componenti di rendimento - Treasury a 5 anni e spread di credito



Fonte: Bloomberg, 22 dicembre 2022

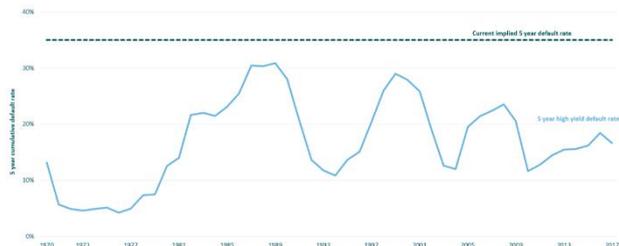
High yield, reddito allettante per contribuire ad attutire i rischi di ribasso

A fine novembre, gli spread high yield globali avevano toccato il livello di 508 punti base, che a nostro avviso prezza molte delle cattive notizie economiche e offre un punto di ingresso piuttosto interessante per l'asset class. Sebbene una recessione globale potrebbe rivelarsi inevitabile, siamo convinti che essa sarebbe meno grave di quella attualmente indicata dagli spread high yield.

Gli attuali livelli di spread si traducono in un tasso di default implicito a cinque anni del 30% circa, molto più elevato delle nostre aspettative e più estremo della peggiore esperienza di default di sempre (Grafico 4). Riteniamo che i **fondamentali societari** siano generalmente in **buono**

stato di salute e ci aspettiamo che gli **utili aziendali** si dimostrino complessivamente **abbastanza solidi**. La **leva finanziaria** in tutta l'asset class rimane relativamente **modesta** e molte società hanno colto l'**opportunità di ridurre il proprio debito** o di **estenderne la scadenza** in seguito alla pandemia, il che dovrebbe **ridurre** significativamente il **rischio di rifinanziamento**.

Grafico 4 | Tassi di default high yield cumulativi a 5 anni



Fonte: Deutsche Bank, ricerca Moody's, 30 settembre 2022 (ultimi dati disponibili). Calcolati utilizzando l'indice HY CDX con un tasso di recupero presunto del 30%

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri

Da un punto di vista settoriale, le **banche** sono attualmente una delle nostre **aree preferite**, in quanto riteniamo che il settore offra **fondamentali solidi** e **valutazioni attraenti**. Riteniamo che oggi le banche siano in una situazione molto migliore rispetto al 2008, essendo fortemente capitalizzate e ben posizionate per far fronte a un contesto di recessione. Inoltre, le banche beneficiano in genere di tassi di interesse più elevati, in quanto sono in grado di cogliere uno spread più ampio tra i tassi di prestito e di deposito. Nonostante questi fattori positivi, le banche attualmente scambiano con uno sconto significativo rispetto ad altri settori, avendo registrato brusche correzioni nel 2022.

Opportunità selezionate nei Paesi emergenti

Anche i **mercati emergenti** costituiscono a nostro parere un'altra **area di valore allettante** nel medio termine, pur

necessitando di un **approccio** altamente **selettivo** in termini di investimenti. Le **obbligazioni dei mercati emergenti** hanno registrato quest'anno significativi **drawdown**, con **rendimenti** ora **molto elevati**. L'inarrestabile rialzo del dollaro USA rispetto alle altre valute ha chiaramente rappresentato un notevole svantaggio per l'asset class, anche se riteniamo che il grosso di questo rally sia ormai alle nostre spalle e ci aspettiamo un'ulteriore frenata da qui in poi a causa del peggioramento del deficit commerciale statunitense.

Alcuni dei principali **Paesi emergenti**, in particolare, presentano **fondamentali migliori rispetto al 2013**, con avanzi delle partite correnti, deficit di bilancio più contenuti, maggiori riserve valutarie e valute più convenienti. Inoltre, a differenza dei precedenti cicli di rialzo, molte **banche centrali dei mercati emergenti** hanno anticipato la Fed e si sono mosse per **alzare i tassi** in modo aggressivo dal 2021, contribuendo ad **aumentare il potenziale di rendimenti** molto **interessanti** a disposizione degli **investitori**.

Sebbene i vari partecipanti alle dinamiche dell'asset class tendano a essere considerati come un'unica entità, esiste una grande dispersione tra gli emittenti dei mercati emergenti, sia in termini di valutazioni che di traiettorie di crescita dei singoli Paesi. Ad esempio, molti Paesi dell'America Latina sono rimasti relativamente ben isolati dagli effetti della guerra in Ucraina e molti hanno beneficiato degli elevati prezzi delle materie prime.

Un'**area** in cui stiamo esaminando attentamente le **opportunità di rischio/rendimento** è quella delle **obbligazioni sovrane dell'Asia centrale e del Caucaso**. Questa regione è stata l'unico punto di forza in una prospettiva di crescita globale del PIL altrimenti cupa, pubblicata dal FMI in ottobre. In netto contrasto con la maggior parte delle altre regioni, le previsioni di crescita per il 2022 sono state considerevolmente riviste al rialzo. Inoltre, per alcuni Paesi di questa regione, le nuove previsioni superano in modo significativo anche quelle formulate dal FMI un anno fa, quando l'economia globale era in uno stato decisamente migliore.

Gli investimenti in obbligazioni sono influenzati da tassi d'interesse, inflazione e rating di credito. È possibile che gli emittenti delle obbligazioni non paghino gli interessi o non rimborsino il capitale. Tutte queste eventualità possono ridurre il valore delle obbligazioni detenute dal fondo. Le obbligazioni ad alto rendimento comportano solitamente un rischio maggiore che gli emittenti delle obbligazioni non siano in grado di pagare gli interessi o rimborsare il capitale.

M&G, gennaio 2023