

I potenziali vantaggi della gestione attiva nel reddito fisso



Scopriamo i potenziali vantaggi della gestione attiva nel reddito fisso

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.

Anche se negli ultimi anni gli investimenti passivi hanno visto una rapida crescita, siamo convinti che una gestione attiva nell'ambito del reddito fisso offra agli investitori diversi vantaggi importanti. Ciò vale in particolare nel contesto attuale, dato che l'incertezza rispetto al futuro andamento dei tassi di interesse e all'inflazione continua a determinare l'elevata volatilità su tutta l'asset class.

Un universo investibile profondo, diversificato e in crescita

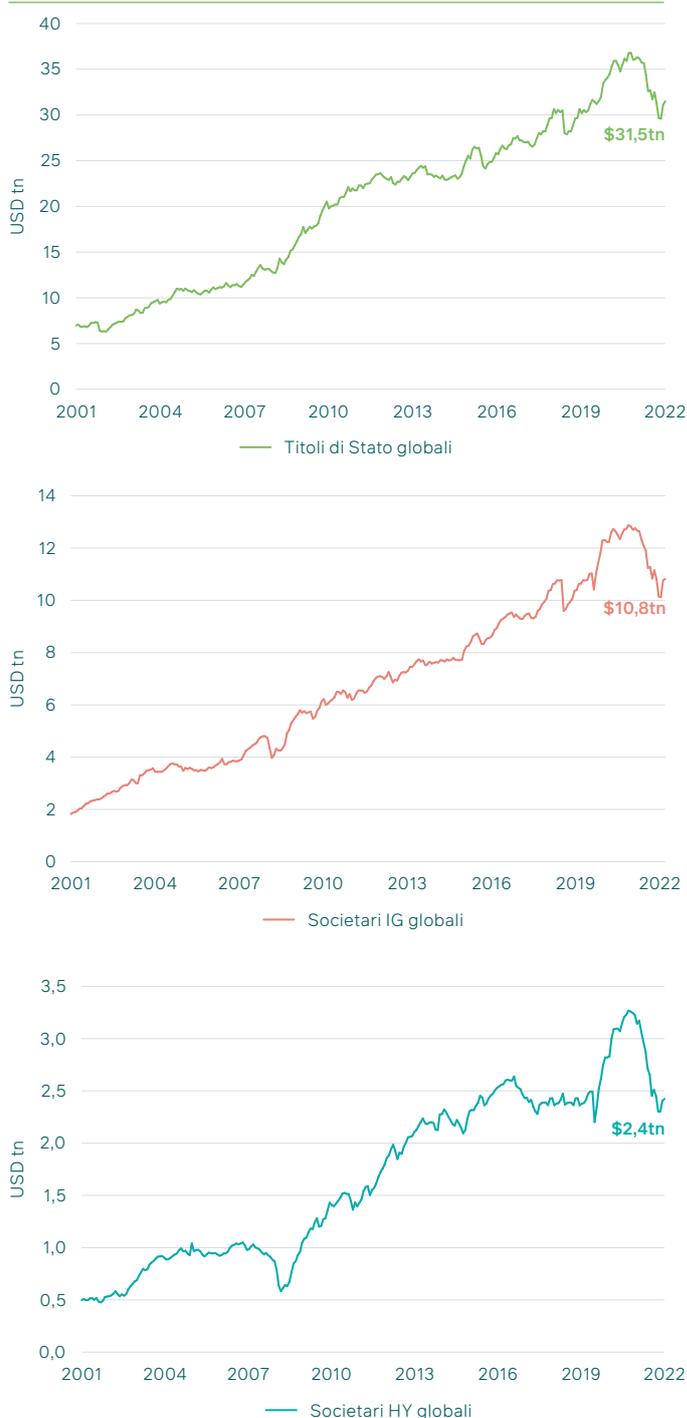
Il valore aggiunto, o alfa, che i gestori di un fondo possono generare dipende sia dalle loro competenze che dal ventaglio di opportunità a loro disposizione. Tanto più elevato il numero di inefficienze di mercato, tanto maggiori le opportunità per i gestori competenti di generare rendimenti superiori a quelli dell'indice, o a uno strumento passivo che punta a replicare l'indice in questione.

È pertanto incoraggiante confermare che il mercato obbligazionario globale continui a registrare una forte crescita e sia oggi valutato a circa 127 mila miliardi di dollari statunitensi.¹ Per contestualizzare il dato, questo corrisponde a tre volte le dimensioni del mercato azionario globale. Negli ultimi 40 anni, il mercato obbligazionario è stato fucina di innovazione, con lo sviluppo di molte nuove asset class, come titoli protetti dall'inflazione, titoli garantiti da asset (ABS) e obbligazioni high yield, per menzionarne solo alcuni. Con ogni probabilità assisteremo a ulteriori progressi che creeranno, per i gestori di fondi attivi, sempre maggiori opportunità di generare alfa utilizzando la più ampia gamma di strumenti mai vista.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

¹ <https://www.sifma.org/resources/research/research-quarterly-fixed-income-outstanding/>

Gráfico 1 | Mercati del credito: un universo investibile profondo, diversificato e in crescita



Fonte: M&G, Bloomberg, 22 dicembre 2022.

Sebbene l'attuale contesto di aumento dell'inflazione e dei tassi di interesse rappresenti indubbiamente una sfida per gli investitori obbligazionari, riteniamo che abbia anche creato un numero significativo di opportunità per i gestori attivi dotati di buone risorse. La volatilità tende a creare dislocazioni nei pricing di mercato e attualmente stiamo assistendo a una notevole dispersione degli spread sui mercati globali del credito. Questo è vero sia per i singoli titoli, che per i diversi settori dell'economia.

Al contempo, l'incertezza del contesto economico e l'aumento del costo dei prestiti fanno sì che nei prossimi due anni alcuni settori del mercato del credito potrebbero registrare un aumento delle insolvenze. Questa situazione potrebbe essere esacerbata dalle condizioni di prestito più rigide che si sono verificate in seguito alle recenti turbolenze del settore bancario statunitense, che negli ultimi mesi ha visto il fallimento di una serie di istituti di credito statunitensi di medio livello.

Per tutti questi motivi, riteniamo che la necessità di un processo decisionale di investimento adeguato nel reddito fisso non sia mai stata così forte. Con l'avanzare della fase finale del ciclo economico, sarà più importante che mai garantire una valutazione approfondita del rischio di credito: è solo attraverso questo processo che gli investitori potranno determinare l'importo da corrispondere come remunerazione.



Un punto di partenza migliore per le valutazioni obbligazionarie

Gli ultimi anni sono stati decisamente piuttosto impegnativi per gli investitori obbligazionari, con l'inflazione in impennata e una rapida serie di aumenti dei tassi di interesse a esercitare pressione su quasi tutte le aree del mercato dei bond. Nel 2022 non sono state rare le perdite a due cifre, con molte obbligazioni governative e titoli indicizzati a più lunga scadenza che hanno segnato perdite superiori al 20%. Questa volatilità è proseguita per tutta la prima metà del 2023, per via delle reazioni dei mercati agli ultimi dati relativi all'inflazione e alle dichiarazioni delle banche centrali.

Sebbene questo adeguamento sia stato doloroso, la buona notizia è che le valutazioni del reddito fisso sono state ricondotte a livelli molto più interessanti. Forse per la prima volta nell'ultimo decennio, gli investitori obbligazionari sono ben remunerati, a nostro avviso, per assumere sia rischio di credito che di tasso di interesse. Possiamo notarlo un po' ovunque: dalle obbligazioni

emergenti alle obbligazioni societarie europee individuiamo valore allettante a 360 gradi. Sebbene nel breve termine assisteremo con ogni probabilità a ulteriori ondate di volatilità, le performance nel lungo periodo sono in gran parte funzione dei rendimenti attuali. Su questa base, riteniamo che gli investitori obbligazionari siano entrati nella seconda metà del 2023 con un punto di partenza decisamente migliore.

Questo cambiamento nelle valutazioni offre agli investitori attivi numerose opportunità di ottenere rendimenti a livelli che riteniamo molto interessanti. Dal punto di vista dei fondamentali, siamo convinti che la maggior parte delle società sia ancora in buone condizioni di salute: molte di esse hanno colto l'opportunità di rifinanziare il proprio debito per un periodo prolungato già nel 2020 e nel 2021, quando i costi di finanziamento erano scesi quasi ai minimi storici. Con requisiti di rifinanziamento limitati nei prossimi anni, riteniamo che gli investitori siano ben compensati per qualsiasi ragionevole aspettativa di default, soprattutto nel settore investment grade.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Grafico 2 | Un punto di partenza migliore per le obbligazioni – rendimento reale dei Treasury trentennali nel corso del tempo



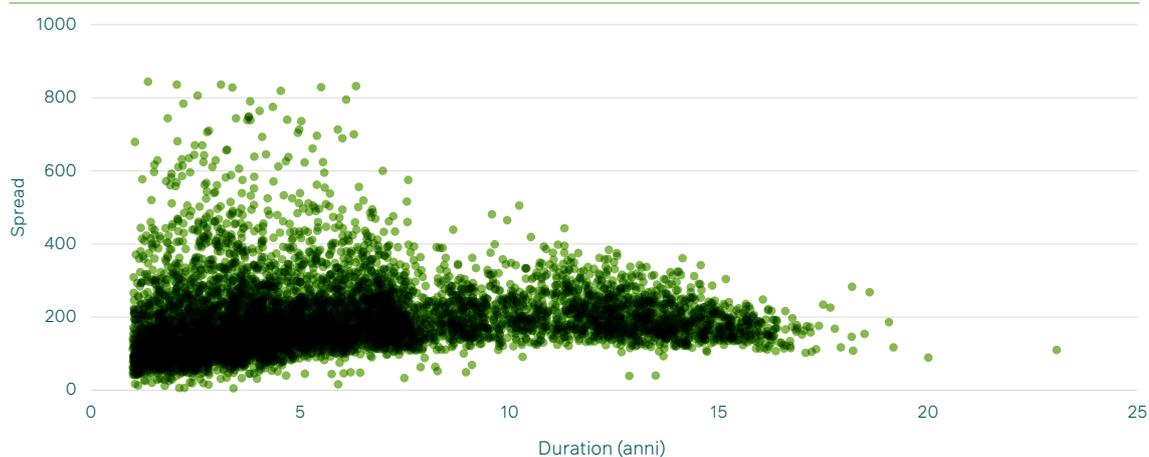
Fonte: Bloomberg, 2 giugno 2023.

La dispersione degli spread crea opportunità per i gestori attivi

Stiamo notando inoltre una forte dispersione 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. Livelli elevati di dispersione si verificano spesso durante periodi di volatilità di mercato. Questo tipo di contesto dovrebbe offrire ai gestori attivi numerose opportunità di individuare titoli prezzati in maniera scorretta attraverso un'analisi del credito approfondita.

Il grafico seguente mostra il livello di dispersione nell'ambito delle obbligazioni di rating BBB. Anche se questi titoli presentano tutti lo stesso rating, offrono livelli molto diversi di spread di credito agli investitori. Attraverso un'attenta valutazione dei rischi, riteniamo sia possibile scoprire opportunità di valore all'interno di specifici settori di mercato e ottenere uno spread di credito più elevato a parità di rischio di credito. Inoltre, un fondo obbligazionario attivo può offrire ulteriore valore grazie alle sue relazioni con i broker e alla scala su cui operano, che possono potenzialmente portare a prezzi più favorevoli al momento dell'esecuzione delle operazioni.

Grafico 3 | La dispersione dello spread creditizio resta elevata – obbligazioni societarie globali BBB



Fonte: Bloomberg, 2 giugno 2023.

Come possono aggiungere valore i gestori obbligazionari attivi

A nostro avviso, un gestore obbligazionario attivo con le risorse adeguate offre numerosi vantaggi importanti rispetto alle strategie obbligazionarie passive, in particolare durante periodi di volatilità di mercato e di notevole dispersione di spread creditizi come descritto.

Analisi fondamentale del credito

L'analisi fondamentale del credito è un fattore cruciale della performance relativa, nella misura in cui assicura una comprensione approfondita della situazione finanziaria e del modello di business di ogni società. Disponendo di un team di analisti del credito fra i più numerosi d'Europa, riteniamo che M&G sia in una posizione particolarmente favorevole per individuare le società e i settori meglio equipaggiati per sopportare un rallentamento protratto dell'economia.

Nell'ambito delle loro valutazioni, i nostri analisti del credito prendono in considerazione tutti i fattori che potrebbero avere un impatto sulla performance finanziaria di una società, coprendo aree quali il rischio d'impresa (gestione, posizione di mercato e strategia di prodotto, ad esempio), il rischio finanziario (come i flussi di cassa, il debito e i margini di profitto) e la struttura e i covenant delle obbligazioni. Inoltre, i nostri analisti effettuano una valutazione dettagliata dei fattori ambientali, sociali e di governance (ESG).

Un approccio flessibile

I gestori attivi in genere operano con maggiore flessibilità e possono quindi ritoccare il posizionamento del portafoglio in base all'evoluzione del contesto economico. La facoltà di adeguare liberamente l'esposizione ai settori e alle singole società, effettuare un'attenta selezione dei titoli bottom-up e posizionare i portafogli in modo da ridurre al minimo l'impatto dei tassi di interesse in ascesa, permette ai gestori attivi di cogliere le opportunità di investimento, un'opzione non disponibile per le strategie passive.

Operazioni di valore relativo

I gestori attivi possono vantare la flessibilità di cogliere un'ampia gamma di opportunità di valore relativo spesso presenti nei mercati del reddito fisso. Uno dei modi in cui cerchiamo di farlo è confrontando obbligazioni diverse dello stesso emittente (come quelle emesse in valute o scadenze diverse) al fine di trarre vantaggio dai disallineamenti dei prezzi, che spesso possono verificarsi durante i periodi di volatilità del mercato. Possiamo anche essere in grado di individuare casi in cui società simili (dello stesso settore e con metriche di credito simili) scambiano a valutazioni diverse. Un altro esempio è quello in cui gli spread offerti dalle obbligazioni societarie fisiche possono talvolta differire da quelli disponibili sul mercato dei credit default swap ("CDS").

Cogliere premi per le nuove emissioni

I gestori attivi si trovano inoltre in una posizione privilegiata per capitalizzare l'ulteriore incremento di rendimento che gli emittenti tipicamente offrono quando prezzano le nuove emissioni rispetto al loro debito esistente. Riteniamo che questa sia un'area chiave in cui i gestori attivi possono aggiungere valore rispetto alle loro controparti passive. Ad esempio, nel periodo post-Covid del 2020, abbiamo assistito a una serie di società con rating elevato che hanno emesso nuovo debito a premi molto interessanti rispetto al debito esistente. In qualità di gestori attivi, siamo stati in grado di partecipare a molte di queste nuove operazioni.



I punti deboli del reddito fisso passivo

I fondi obbligazionari passivi hanno registrato una crescita costante negli ultimi anni, ma riteniamo che vi siano diversi motivi per cui il reddito fisso non sia sempre adatto a un approccio passivo.

Orientamento a favore delle società più indebitate

Mentre un fondo replicante azionario in genere darà preferenza alle società più grandi e più redditizie del mercato, un prodotto analogo di tipo obbligazionario offrirà esposizione ai governi e alle società più indebitate, i cosiddetti “peccatori, non vincitori”. Per esempio, ad avere il peso maggiore in un indice di obbligazioni corporate tipico di solito sono le società con l'ammontare più alto di debito in essere, quindi non proprio il tipo di emittente a cui gli investitori sceglierebbero di esporsi in misura significativa.

Una scarsa diversificazione

È inoltre un errore comune credere che gli indici di credito siano, per definizione, ben diversificati. In realtà, per fare qualche esempio, l'indice ICE BofAML Global High Yield ha un'esposizione di circa l'80% ad asset denominati in dollari USA, pertanto dipende in misura massiccia dall'andamento dell'economia statunitense e dei prezzi del petrolio, mentre l'ICE BofAML European Investment Grade Credit è esposto per circa il 40% ai finanziari. Ciò mette in luce le ragioni per cui gli investitori dovrebbero osservare attentamente gli asset sottostanti, al fine di assicurarsi che l'esposizione acquisita sia in linea con la loro propensione al rischio, ma anche adeguatamente diversificata.

Esposizione alla volatilità di mercato

La recente volatilità di mercato ha di nuovo portato alla luce le distorsioni che possono crearsi fra i prezzi degli ETF a reddito fisso e il NAV degli asset sottostanti. Durante le brusche correzioni di mercato, si sono verificati casi in cui gli ETF hanno arrancato rispetto ai loro benchmark sottostanti, poiché il mercato non è in grado di assorbire grandi quantità di vendite. In occasione di forti correzioni, si sono persino verificati casi in cui i prezzi degli ETF sono scesi al di sotto dei loro NAV. Inoltre, contrariamente ai gestori attivi, i fondi a replica sono pienamente investiti e quindi non possono detenere cash o altri strumenti liquidi che facciano da cuscinetto in caso di crollo dei mercati.

Mancanza di flessibilità

In varia misura, i gestori obbligazionari attivi hanno la possibilità di modificare il posizionamento del portafoglio in base alle loro prospettive macro e alla loro view sulle valutazioni. Ad esempio, possono scegliere di ridurre il rischio di tasso di interesse per mitigare il rischio di aumento dei tassi, o di spostarsi su crediti di qualità superiore in caso di timori per il contesto economico. Le strategie obbligazionarie passive non sono in grado di adeguare l'esposizione allo stesso modo; cercheranno invece di adeguarsi al rischio di tasso e di credito di uno specifico indice obbligazionario.

Capacità limitata di cogliere opportunità di valore

Come già osservato, la volatilità del mercato ha creato una notevole dispersione degli spread nell'universo del credito. Questo tipo di contesto può creare per i gestori attivi enormi opportunità di cogliere valore, ma non è certo sfruttabile dai veicoli obbligazionari passivi. Al contempo, i gestori passivi non dispongono di solito della flessibilità di vendere una posizione sia in caso di un deterioramento del suo profilo creditizio sia semplicemente per motivi di valutazione.

Quella che abbiamo appena fornito non è certamente una descrizione esaustiva delle differenze tra investimenti attivi e passivi nei mercati obbligazionari, ma riteniamo di aver messo in evidenza gli aspetti particolarmente rilevanti nel contesto economico variabile di oggi: la costruzione dell'indice, l'esposizione alla duration e le inefficienze di mercato pronunciate. Dal nostro punto di vista, in questo momento l'opportunità è resa ancora più attraente dal fatto che gli investitori creditizi possono ottenere un'extra-remunerazione notevole per il rischio assunto nel credito visto il recente repricing sui rendimenti obbligazionari.

Credito investment grade: il fiore all'occhiello del reddito fisso

Oltre ad avere la possibilità di concentrarsi sui singoli crediti più interessanti, i gestori attivi hanno in genere anche una certa flessibilità (che può variare a seconda della strategia) per adattare l'asset allocation verso le aree che a loro avviso offrono i migliori rendimenti corretti per il rischio. Anche se attualmente individuiamo valore in molti settori dei mercati del reddito fisso, riteniamo che le obbligazioni societarie investment grade rappresentino il fiore all'occhiello del segmento dal punto di vista del rischio/rendimento.

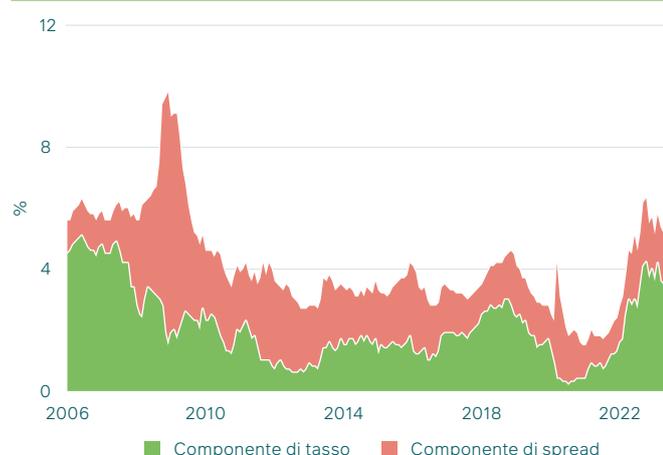
Date le prospettive economiche sempre più incerte, riteniamo che le obbligazioni societarie investment grade siano in grado di far fronte a un rallentamento economico più prolungato. Oltre a offrire solidi fondamentali di credito, le obbligazioni investment grade forniscono anche una naturale diversificazione grazie alle loro componenti distinte di tassi di interesse e spread di credito.



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. Siamo convinti che queste componenti separate di tassi di interesse e spread possano fornire una fonte di rendimento più diversificata nel corso del ciclo economico.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Grafico 4 | Diversificazione naturale – Le componenti di tassi e spread forniscono driver distinti nel corso del ciclo economico



Fonte: Bloomberg, 31 maggio 2023.

Conclusione

Per la seconda metà del 2023, manteniamo un outlook positivo sui mercati obbligazionari. Con una probabile frenata dell'inflazione e con la fine del ciclo di rialzo dei tassi di interesse ormai in vista, riteniamo che il reddito fisso continui a offrire un punto d'ingresso interessante per gli investitori. Detto questo, lo scenario macroeconomico rimane incerto e riteniamo che un approccio flessibile all'asset allocation sarà sempre più importante per trarre vantaggio dalle opportunità di rischio/rendimento più interessanti sui mercati obbligazionari globali.

La dinamicità dei mercati obbligazionari negli ultimi due anni è stata senza precedenti. Disporre della flessibilità necessaria per adeguare l'esposizione ai tassi di interesse e al credito in risposta a condizioni macro in rapida evoluzione è stata la chiave per mitigare le perdite in un contesto di rendimenti in crescita. Dal nostro punto di vista, questi elementi sottolineano l'importanza del ruolo svolto dai gestori attivi nel proteggere il capitale degli investitori durante i periodi di debolezza dei mercati e selezionare obbligazioni quotate a livelli attraenti, potenzialmente in grado di sovraperformare nella fase di ripresa che alla fine arriverà.

Gli investimenti in obbligazioni sono influenzati dai tassi di interesse, dall'inflazione e dai rafting del credito. Può capitare che gli emittenti obbligazionari non siano in grado di corrispondere gli interessi o di rimborsare il capitale. Tutti questi eventi possono ridurre il valore delle obbligazioni detenute dal portafoglio. Le obbligazioni high yield comportano normalmente un rischio maggiore che gli emittenti dei titoli non siano in grado di corrispondere gli interessi o di rimborsare il capitale.



**Bond
Vigilantes**

Bond Vigilantes

Il blog del Team Obbligazionario di M&G

www.bondvigilantes.com/italiano

