

Focus sul credito

Reflazione: è la fine della "grande moderazione" dell'inflazione?

Richard Ryan e Miles Tym, gestori

Marzo 2021

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.

Una ripresa asincrona fra Europa e Stati Uniti

Sembra che negli Stati Uniti la ripresa sia più avanti di vari mesi rispetto a quella europea. Il relativo rafforzamento dei dati economici USA ha trovato riflesso in un ampliamento del divario fra i rendimenti dei Treasury e quelli dei bund, oltre che nell'ascesa costante dei tassi di inflazione di breakeven negli Stati Uniti (la differenza tra i rendimenti nominali dei Treasury USA e quelli legati all'inflazione).

USA - Germania: spread sui titoli di Stato a 20 anni



Fonte: M&G, Bloomberg, al 18 febbraio 2021.

Tasso d'inflazione di breakeven sui Treasury a 30 anni



Fonte: M&G, Bloomberg, al 18 febbraio 2021.

La curva dei rendimenti statunitense si è inclinata anche perché il mercato si aspetta una reflazione, che potrebbe spingere verso l'alto l'inflazione in futuro. Il differenziale di rendimento fra i Treasury a 5 e a 20 anni non era così ampio da luglio 2015.

La curva dei rendimenti statunitense (20-5 anni) sta diventando più ripida



Fonte: M&G, Bloomberg, al 18 febbraio 2021.

Una contrazione della politica monetaria USA non è ancora scontata

Tuttavia, il mercato sembra piuttosto rilassato riguardo all'ipotesi che la Federal Reserve (Fed) cominci a contrarre la politica monetaria: non sono attesi movimenti dei tassi ufficiali ancora per diversi anni.

Per noi, la prova di questo atteggiamento è il rendimento sui Treasury a 3 anni, rimasto sostanzialmente invariato negli ultimi 12 mesi, mentre le scadenze a 5 anni non hanno ancora accumulato un premio significativo rispetto al tasso storicamente basso offerto dai Fed fund.

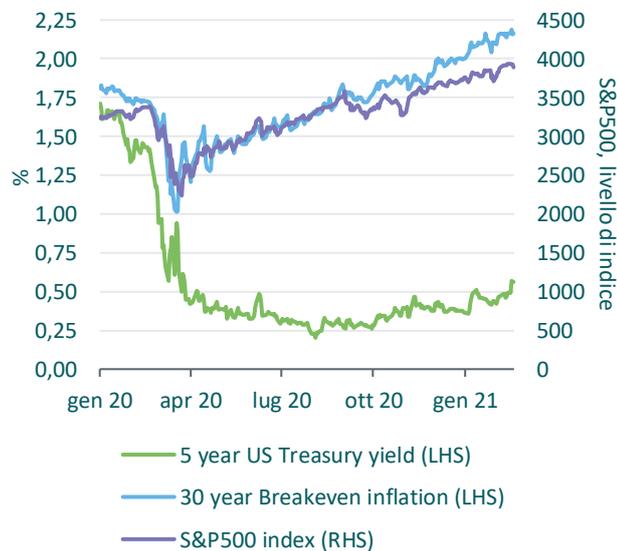
I rendimenti dei Treasury USA a breve scadenza restano bassi



Fonte: M&G, Bloomberg, al 18 febbraio 2021.

È possibile che la situazione attuale sia la quiete prima di una tempesta inflazionistica imminente? La Fed adesso si è data un certo margine per consentire all'inflazione di risalire oltre l'obiettivo, dopo un periodo protratto di livelli inferiori al target, ma è bene chiedersi quanta reflazione dovremo osservare nei prezzi degli asset rischiosi prima di cominciare a dubitare dell'assunto che la Fed non alzerà i tassi ancora per qualche tempo.

Il mercato sta scontando la reflazione, senza contrazione monetaria



Fonte: M&G, Bloomberg, al 18 febbraio 2021.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Il rendimento del credito è rimasto un punto focale

Nei mercati del credito, le strategie di investimento sembrano analogamente ancorate nella convinzione che la politica monetaria attuale, di grande sostegno per il

mercato, sia destinata a durare. In effetti, questa certezza è talmente radicata che la tesi a favore dell'investimento nel credito si è meritata un suo acronimo, "TINA", dall'espressione "there is no alternative" ossia "non c'è alternativa". Il risultato è che gli investitori hanno spinto gli spread ancora una volta verso il basso.

Credito investment grade: spread dell'indice rispetto ai titoli di Stato

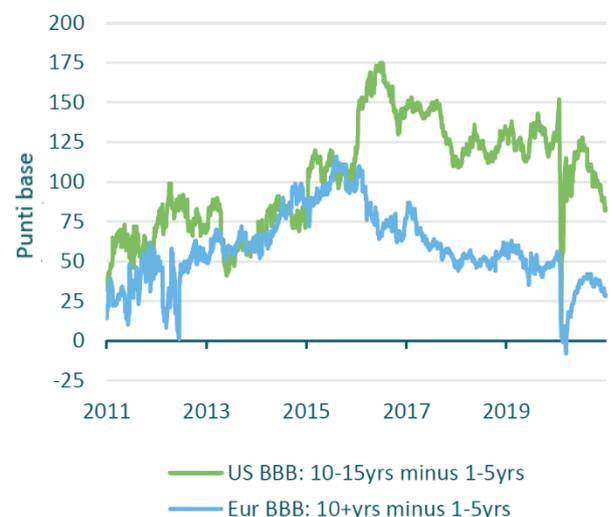


Fonte: M&G, indici ICE BofA (rif. COA0, ER00), spread OAS titoli governativi, al 31 dicembre 2020.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Sempre a caccia di rendimento, gli investitori continuano a muoversi verso il segmento delle scadenze più lunghe nel tentativo di ottenere remunerazioni maggiori e questo, a sua volta, sta rendendo le curve del credito sempre più piatte.

Le curve del credito si sono appiattite



Fonte: M&G, indici ICE BofA (rif. BBB USA 10-15 anni, C7A4; BBB USA 1-5 anni, CVA4, EUR 10+ anni, ER49; BBB EUR 1-5 anni, ER4V), a febbraio 2021.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Si stanno creando dei rischi per gli investitori nel credito?

Tutto questo coincide con un momento in cui sia la duration dei tassi d'interesse che quella dello spread sui mercati investment grade stanno registrando un incremento mentre la leva societaria è in ascesa, nonostante la contrazione degli spread del credito. Dal nostro punto di vista, i rischi connessi all'asset class si stanno intensificando, mentre le prospettive di remunerazione (insite nei rendimenti) continuano a deteriorarsi.

Credito investment grade: rendimenti giù, duration su



Fonte: M&G, indici ICE BofA (rif. COA0), al 31 dicembre 2020.



Fonte: M&G, indici ICE BofA (rif. ER00), al 31 dicembre 2020.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Ora che gli attivi sono associati a un interesse minore, ossia offrono un rendimento inferiore (spesso indicato come "carry") per attutire l'impatto di eventuali flessioni dei prezzi, gli investitori nel credito sono ancora più esposti alle variazioni dei rendimenti e degli spread. Questo effetto potrebbe essere mitigato da duration più estese, che aumentano la sensibilità del prezzo a quei movimenti.

In termini assoluti, prendendo come esempio i mercati investment grade europei, una piccola variazione dei rendimenti su un orizzonte di 12 mesi potrebbe tradursi in una perdita di capitale percepita come rilevante da un investitore.

Analogamente, in termini relativi, gli spread di breakeven (ossia la misura in cui gli spread del credito si possono ampliare prima che un investitore sia più remunerato detenendo un titolo di Stato equivalente) sono scesi di nuovo ai livelli vigenti prima dell'inizio della pandemia.

Gli spread di breakeven del credito rispetto ai titoli governativi sono bassi



Fonte: M&G, indici ICE BofA (rif. COA0, ER00), dati aggiornati al 31 gennaio 2021.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

La fede nel credito sarà messa alla prova

Crediamo che la strada verso un extra rendimento positivo dal credito sia diventata più stretta: si è assottigliato il cuscinetto di rendimento che attutisce l'impatto di un eventuale calo dei prezzi obbligazionari. Il rischio al riguardo si sta accumulando a prescindere da come si evolverà la situazione macro.

- Una delle ipotesi è che il tema della reflazione potrebbe continuare ad avanzare, con le banche centrali che usano la politica monetaria spingendo i tassi d'interesse verso l'alto o ritirando gli interventi

diretti sui mercati. In questo caso, la tesi alla base della strategia "TINA" sarebbe smentita se si presentasse un'alternativa valida per saziare la fame di rendimento degli investitori.

- Nello scenario alternativo, una reflazione vacillante provocherebbe una performance più fiacca dell'economia, oltre a un ciclo di deterioramento degli utili societari che metterebbe ancora di più sotto pressione i bilanci. Per estensione, questo potrebbe creare la percezione che gli spread siano troppo contratti in rapporto al rischio di credito sottostante e potenzialmente in ascesa.

È ragionevole argomentare che gli investitori concentrati sulla situazione "TINA" stiano facendo affidamento sulla prospettiva di un contesto mondiale stabile. Gli eventi del 2020, durante il quale i drawdown iniziali sono stati seguiti da un rimbalzo vigoroso nel pieno della pandemia, indicano che le aspettative di condizioni stabili all'orizzonte potrebbero non trovare conferma.

Dato che entrambi gli esiti sono possibili, a nostro avviso è meglio concentrarsi sulla selezione degli emittenti e delle emissioni che si presentano come opportunità di valore interessanti, piuttosto che mantenere la fiducia nel credito in generale.