

Credito europeo sotto la lente



La speranza non è una strategia

Gaurav Chatley, gestore

Febbraio 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, laddove riportate, non sono indicative dei risultati futuri.

- La Banca centrale europea continua a puntellare la domanda sui mercati del credito, ma questo potrebbe dare agli investitori un falso senso di sicurezza.
- Il Covid-19 ha avuto un impatto notevole sulle economie e le società di tutto il mondo l'anno scorso ed è probabile che l'influenza della pandemia continui a dominare le prospettive degli investitori ancora per qualche tempo.
- C'è da aspettarsi che il contesto societario in evoluzione crei opportunità a livello di singole imprese nei prossimi mesi e siamo convinti che la nostra analisi del credito mirata a individuare situazioni di valore interessanti resti lo strumento migliore per aspirare a conseguire performance robuste.

Un mondo indebitato con un acquirente volenteroso... per adesso

Il mondo si sta indebitando sempre di più: questo fenomeno evidente già da molti anni è stato accentuato dalla pandemia di Covid-19 e dai problemi finanziari ed economici che ne sono derivati. La Banca Centrale Europea (BCE) ha iniziato a investire nei mercati obbligazionari europei durante la crisi finanziaria del 2008 e, dopo più di dieci anni, era ancora attiva su questo fronte quando è scoppiata la crisi sanitaria tuttora in corso. Negli ultimi tempi, la BCE ha rafforzato l'**iniziativa di sostegno** più recente, nota come PEPP (programma di acquisti per l'emergenza pandemica), aggiungendo altri 500 miliardi di euro.

Le attività condotte finora hanno convinto gli investitori nel credito europeo che la presenza della BCE come acquirente, con una potenza enorme e zero sensibilità ai prezzi, renda molto improbabile un **ampliamento** incontrollato degli **spread**. Qualcuno potrebbe suggerire che una scorciatoia per generare rendimenti interessanti sia acquistare obbligazioni nei segmenti più rischiosi del credito e attendere che la domanda della BCE comprimi ancora gli spread, a prescindere che questi movimenti siano giustificati dai fondamentali oppure no. È però una **strategia che non ci convince**. La capacità della BCE di offrire sostegno finanziario ai mercati prima o poi potrebbe esaurirsi. Per il momento, questo supporto resta un aspetto favorevole per i **mercati del credito** e gli **spread ridotti**, in particolare nell'area dei corporate non finanziari in cui si sono concentrati gli acquisti di Francoforte. Nel contempo, le dimensioni del mercato hanno continuato a espandersi poiché le società stanno facendo ricorso al debito per stabilizzare i bilanci. L'**indebitamento crescente** delle imprese ha avuto anche altre conseguenze: per esempio, il rating medio dei titoli inclusi nell'indice ICE

BofA Euro Corporate (ER00) è sceso da A2 ad A3 nell'arco del decennio scorso, e il debito emesso dalle società in euro ha superato ampiamente il valore dei titoli corporate acquistati dalla BCE negli ultimi cinque anni.

Gli effetti del Covid-19

Uno degli effetti più evidenti della crisi da Covid-19 è stato lo **sconvolgimento del mondo imprenditoriale**, che ha cambiato completamente connotati. Da marzo scorso, governi, aziende e banche centrali sono stati costretti a reagire a condizioni e circostanze mai viste prima e ancora oggi è difficile quantificare con precisione le proporzioni e l'impatto di questa crisi.

Di sicuro c'è stato un effetto significativo sul **rischio di credito**, per via dei danni spesso irreversibili che hanno subito i modelli di business di molte società attive in una vasta gamma di settori, molti dei quali, a cominciare da turismo, trasporti e tempo libero, impiegheranno anni a riprendersi. Le **aziende altamente indebitate**, e quelle che storicamente hanno sempre avuto margini risicati, per esempio nelle aree del commercio al dettaglio e delle costruzioni, potrebbero non recuperare mai del tutto. Sopra ogni cosa, è impossibile stimare il **costo sociale** dei lockdown prolungati imposti in molti Paesi, ma si può ipotizzare che il benessere di un gran numero di persone ne risentirà a lungo.

L'**intervento dei governi** e delle **banche centrali** sui mercati dallo scoppio della pandemia ha avuto proporzioni storiche ed è riuscito ad attutire l'impatto del virus offrendo alle economie una boccata d'ossigeno per metterle in condizioni di ripartire, ma non è una soluzione in sé. I deficit pubblici ingenti probabilmente limiteranno la capacità di spesa futura e i mercati del credito, soprattutto europei, sembrano destinati a rimanere fortemente dipendenti dal coinvolgimento della BCE. Ci aspettiamo

che questo determini una **maggiore volatilità di mercato** nei periodi in cui la BCE valuterà il prosieguo della sua attività sul mercato e/o i programmi di espansione del bilancio, come il quantitative easing (QE).

Aree di possibile interesse per gli investitori se il Covid-19 dovesse continuare

Secondo la Banca Mondiale, l'economia globale dovrebbe crescere del 4% nel 2021, mentre nell'Eurozona l'espansione attesa è del 3,6%. Di norma, questa sarebbe una buona notizia per gli asset rischiosi, ma la scoperta di nuove varianti del virus sta tenendo il mondo col fiato sospeso e creando **incertezza sui mercati**. Non esiste una risposta semplice per superare la crisi e ogni settore presenta sfumature specifiche che determinano reazioni diverse agli sviluppi mai lineari della situazione. Anche le società sono diverse fra loro, motivo per cui è essenziale **valutare caso per caso** i rischi che ognuna comporta, e lo stesso vale per le obbligazioni, il cui prezzo va esaminato per stabilire se rifletta adeguatamente il rischio connesso. Gli investitori devono essere consapevoli di questo aspetto, ora che le società si stanno accalcando sui mercati azionari e obbligazionari in cerca dei finanziamenti necessari per sopravvivere alla crisi. Questo modo di determinare il **valore** è l'approccio che adottiamo da molto tempo in quanto investitori istituzionali.

A seguito della crisi Covid-19, ci aspettiamo che emergano **opportunità specifiche** per rafforzare le posizioni esistenti o aprirne di nuove nei casi in cui il prezzo assegnato dal mercato al **debito societario** risulta conveniente in rapporto ai rischi fondamentali sottostanti dell'emittente. Rientrano in questa categoria diversi soggetti attivi nei settori colpiti più duramente dalla pandemia, come quello dei trasporti e le industrie di base (per esempio, le materie prime e la chimica), tutte società che spesso hanno solide prospettive di **cashflow**, quote di mercato consistenti e alte barriere all'entrata. Per identificare emittenti di questo tipo e altri nelle aree del mercato penalizzate dal Covid, in genere serve un' **analisi approfondita del credito**, che consideriamo l'elemento cardine di una ricerca di qualità.

A nostro avviso i cosiddetti "*fallen angel*", ovvero le aziende che hanno già subito o sembrano candidate a subire un **declassamento** da investment grade a high yield, risultano piuttosto attraenti. A livello globale, il valore del debito in essere di queste società, pari a 209 miliardi di dollari al 31 gennaio 2020, a fine anno era salito a 509 miliardi di dollari (fonte: indice ICE BofA Global Fallen Angel High Yield, HWFA). L'aspetto positivo per gli investitori è che le maggiori dimensioni dei bilanci e dei debiti di queste società, rispetto a quelle tradizionalmente inserite nella categoria high yield, incentivano i "*fallen angel*" a impegnarsi per recuperare lo status di IG.

In passato, il debito degli emittenti declassati da IG a high yield si è deprezzato alla vigilia dell'abbassamento del rating, ma subito dopo l'ingresso nel segmento high yield, il peso di mercato maggiore all'interno di quest'area ha iniziato ad attrarre compratori, in virtù della presenza generalmente significativa negli indici delle obbligazioni HY. In ogni modo, la vera opportunità per gli investitori è identificare, attraverso la ricerca fondamentale, quei "*fallen angel*" che al momento sono prezzati a **livelli attraenti** in rapporto al rischio, ma hanno alte probabilità di recuperare il rating di investment grade in un orizzonte di medio-lungo periodo. Si tratta infatti di società che spesso hanno bilanci più robusti degli emittenti high yield tipici e un profilo di debito più ricco e, data l'entità del debito generalmente significativa, sono incentivate a fare il possibile per tornare nella categoria investment grade e ridurre così i costi di finanziamento.

Mantenere l'analisi rigorosa del valore al centro del processo di investimento

Crediamo fermamente che una ricerca dettagliata aiuti a **individuare le opportunità** e a **mitigare i rischi**, anche se il problema principale per gli investitori nel 2021 sarà la fiducia assoluta nel prosieguo dell'attività delle banche centrali. L'ipotesi di un risveglio delle pressioni inflazionistiche e il rischio concomitante di un rialzo dei tassi d'interesse sono un'altra fonte di preoccupazione.

Il **debito** si può ancora considerare conveniente, visti i bassi tassi d'interesse fissati dalle banche centrali, e questo potrebbe indurre molte società a eccedere con l'indebitamento. La BCE ha agito con l'intenzione di assicurare il funzionamento dei mercati, non per salvare aziende in cattive acque, ma separare le due cose non è semplice. Il QE doveva essere una misura temporanea e quello che succederà alle obbligazioni nel momento in cui la BCE deciderà di rallentare o interrompere gli acquisti è forse il rischio maggiore gravante sugli investitori obbligazionari nei prossimi anni. Se sui mercati le valutazioni già alte continuano a salire, è probabile che l'esigenza di ridurre il rischio diventi più urgente.

Dal nostro punto di vista, gli investitori stanno facendo troppo affidamento sulla disponibilità della BCE a intervenire in risposta all'aggravamento di ogni crisi: una strategia come questa, basata sulla speranza, appare tutt'altro che saggia in un mondo fortemente analitico. Mostrarsi pazienti mantenendo un **atteggiamento cauto** sarebbe la scelta migliore per gli investitori. Da parte nostra, continuiamo a farci guidare dall' **analisi del credito** dettagliata e ad ampio raggio, unita alla **ricerca di valore**, e restiamo convinti che chi investe nel credito debba selezionare esclusivamente asset che offrono una **remunerazione sufficiente** per compensare il rischio assunto.

www.mandgitalia.it/publicdebt



Il presente documento è concepito a uso esclusivo di investitori qualificati. Non destinato alla distribuzione ad altri soggetti o entità, che non devono basarsi sulle informazioni in esso contenute. Questa attività di Promozione Finanziaria è pubblicata da M&G International Investments S.A. Sede legale: 16, boulevard Royal, L.2449, Luxembourg.