

Credito investment grade: è giunto il momento di un ritorno?

Ben Lord e Matthew Russell

Febbraio 2023

Dopo le considerevoli ridefinizioni dei prezzi dello scorso anno sui rendimenti obbligazionari, stiamo cominciando a individuare valore interessante nel credito investment grade. Forse per la prima volta in oltre un decennio, gli investitori obbligazionari sono ben remunerati, a nostro avviso, per assumere sia rischio di credito che di tasso di interesse. Offrendo esposizione sia agli spread di credito che ai tassi di interesse, le obbligazioni societarie dovrebbero a nostro avviso anche essere in grado di far fronte a diverse condizioni di mercato, che variano da un esteso periodo di rallentamento economico a un ritorno alla crescita più rapido del previsto.

Di nuovo in territorio positivo

L'attuale finestra di opportunità è forse evidenziata nel migliore dei modi dal fatto che i rendimenti delle obbligazioni corporate si trovano oggi in territorio positivo: l'era dei bond societari con rendimenti negativi è finalmente giunta al capolinea (Grafico 1).

Grafico 1 | La fine di un'era: rendimenti delle obbligazioni societarie tutti in territorio positivo

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Bloomberg, debito aggregato a rendimento negativo in trilioni di dollari USA



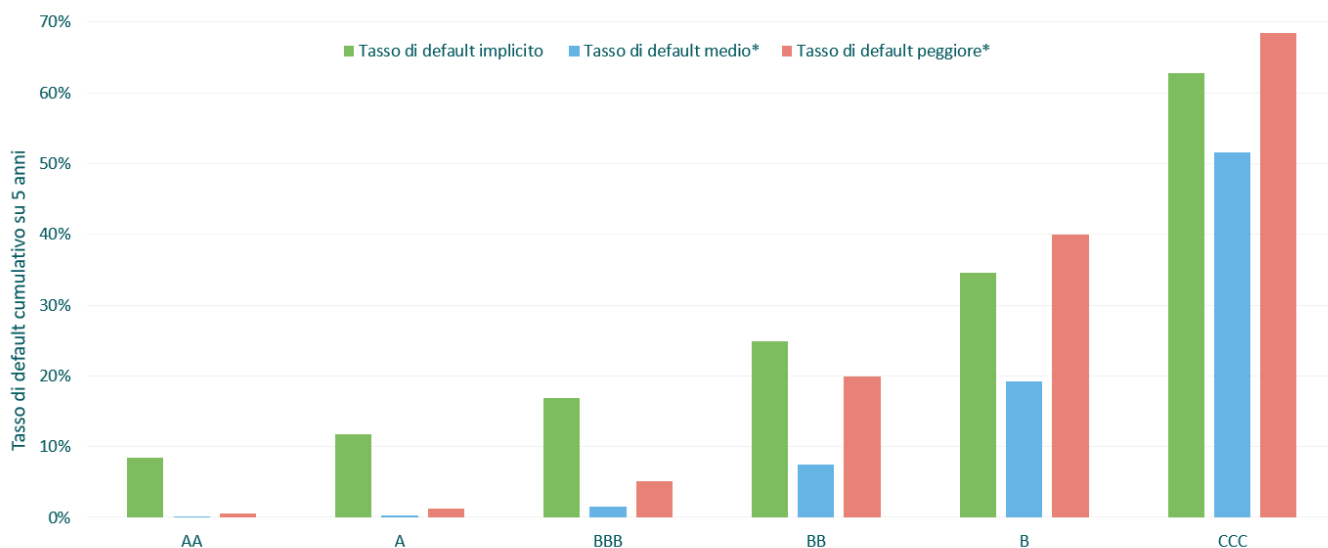
Fonte: M&G, Bloomberg, 4 gennaio 2023.

Tassi di default attesi contenuti

Le obbligazioni societarie investment grade sembrano inoltre ben posizionate per riuscire a tollerare un contesto più recessivo: nonostante le prospettive economiche incerte, i fondamentali societari restano solidi e a nostro avviso i tassi di default dovrebbero mantenersi a livelli contenuti. Anche se gli spread si sono leggermente contratti nelle ultime settimane, i tassi di default impliciti restano di gran lunga superiori alla peggiore esperienza di insolvenza (Grafico 2). Questo vale soprattutto per il segmento BBB, dove crediamo che gli investitori continuino a essere ben remunerati per il rischio di default.

Grafico 2 | Temendo il peggio: il livello implicito di default societari è più elevato dei livelli storici

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.



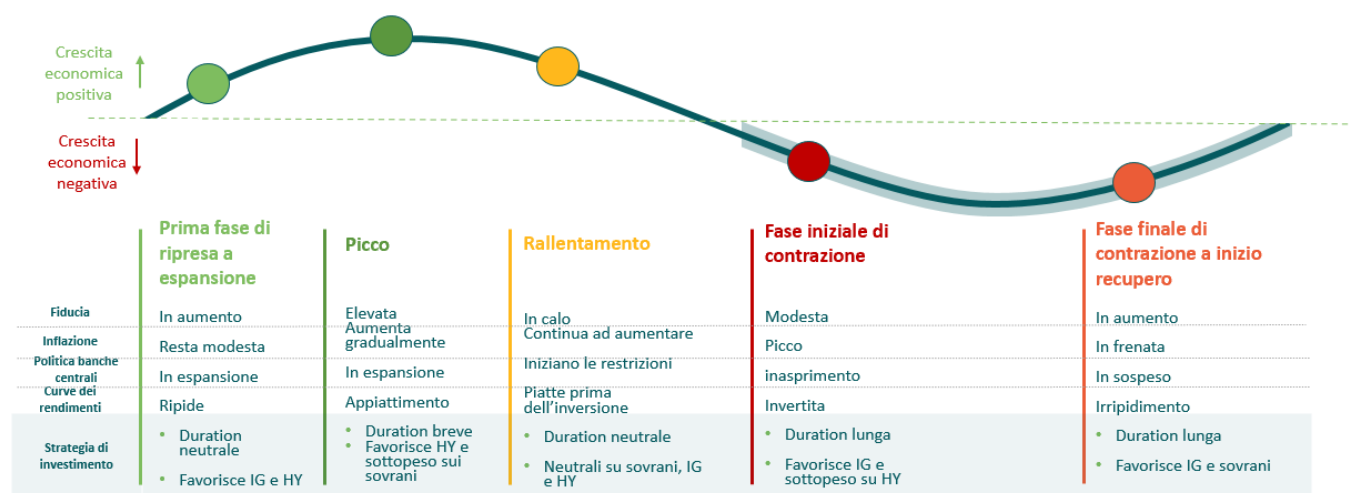
*Ipotizzando un tasso di recupero del 40% per l'IG e un tasso di recupero del 30% per l'HY

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

Ben posizionati in un ambiente da ciclo maturo

Anche se gli investitori avranno indubbiamente le proprie opinioni circa la fase di ciclo economico in cui ci troviamo, la direzione di marcia sembra evidente e quasi tutti si aspettano di assistere a un periodo di rallentamento della crescita globale nei prossimi mesi. In questo contesto, riteniamo sia opportuno iniziare a risalire i vari segmenti del credito passando dall'high yield all'investment grade. Gli investitori possono anche prendere in considerazione l'idea di aggiungere duration, dato che stiamo entrando nella fase iniziale della contrazione, il periodo in cui l'inflazione raggiunge il suo picco e la fiducia degli investitori inizia a perdere slancio. (Grafico 3).

Grafico 3 | Cavalcare il ciclo economico



Fonte: M&G, 2022

Qualità di diversificazione naturali

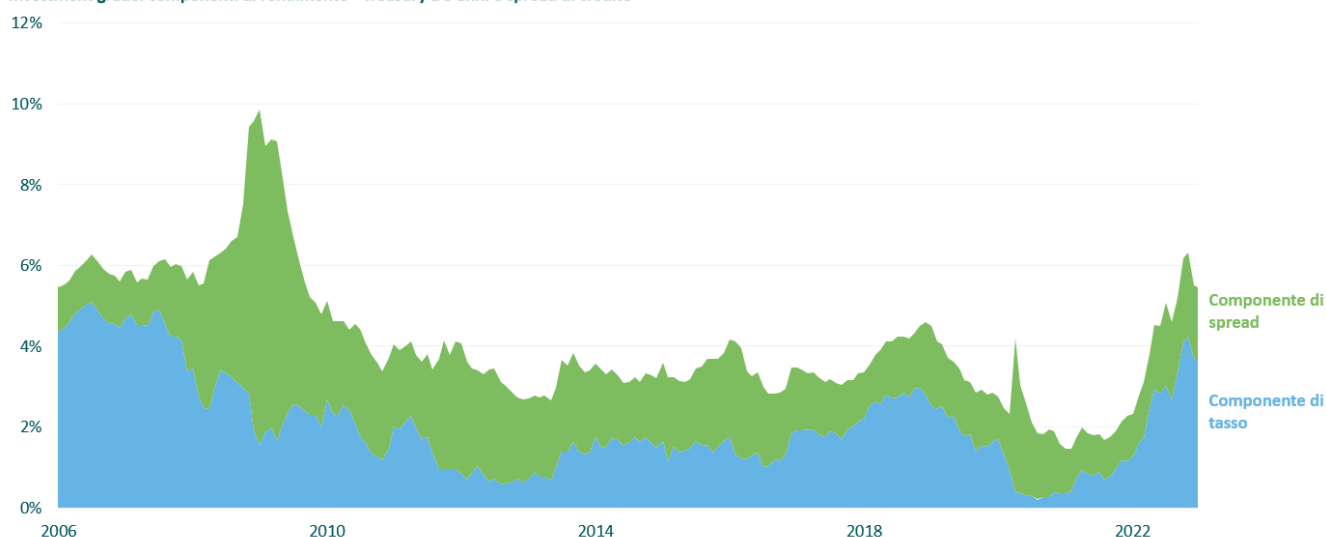
Una delle caratteristiche più interessanti delle obbligazioni societarie è che offrono un'esposizione sia al tasso privo di rischio (i rendimenti dei titoli di Stato) sia a un premio di rischio (lo spread tra i rendimenti dei titoli di Stato e quelli delle obbligazioni societarie). Questi due elementi si muovono tipicamente, anche se non sempre, in direzioni opposte l'uno all'altro, fornendo quasi una copertura intrinseca contro condizioni di mercato avverse.

Nel 2020, il tasso privo di rischio era in gran parte scomparso e, di conseguenza, abbiamo mantenuto un posizionamento molto prudente in quel periodo (Grafico 4). La buona notizia è che oggi il tasso privo di rischio è tornato e questo ci rende molto più positivi sulla classe di attivi. Nel caso in cui il rallentamento dell'economia si rivelasse più grave del previsto, ci aspetteremmo un calo del tasso privo di rischio, che dovrebbe compensare almeno in parte l'eventuale debolezza dei mercati del credito.

Grafico 4 | Elementi di diversificazione naturale delle obbligazioni societarie: le componenti di tasso e spread forniscono driver distinti

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

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



Fonte: Bloomberg, 22 dicembre 2022.

Valore allettante nei titoli finanziari

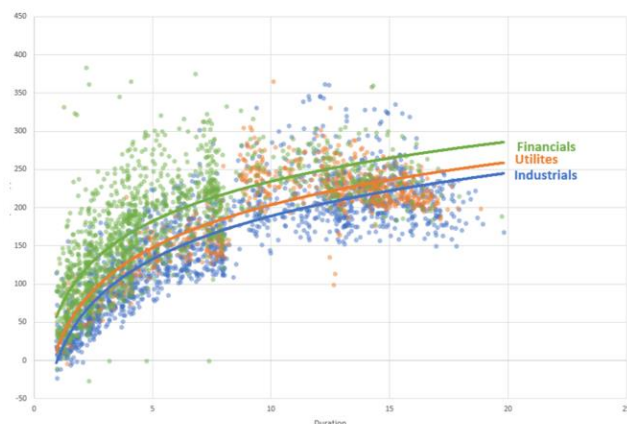
Oggi l'universo investment grade è ampio e variegato. La recente volatilità ha generato una notevole dispersione in termini di valutazioni sia a livello settoriale che di singole società. Di conseguenza, abbiamo al momento a disposizione numerose opportunità per individuare titoli prezzati in maniera scorretta attraverso un'analisi del credito approfondita.

Un'area a nostro avviso attualmente interessante è quella dei titoli finanziari, in particolare le banche. Riteniamo che oggi queste versino 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 d'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 (Grafico 5).

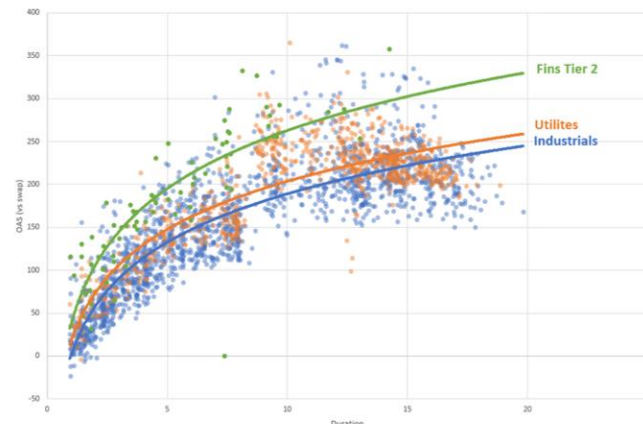
Grafico 5 | Valore relativo allettante nel settore finanziario

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Obbligazioni in dollari
statunitensi con rating A



Obbligazioni in dollari
statunitensi con rating A



Fonte: Bloomberg, 22 dicembre 2022

È di nuovo tempo di credito

A nostro avviso, l'investment grade presenta attualmente un valore interessante e gli investitori ci sembrano ben remunerati per l'assunzione del rischio. Offrendo esposizione sia agli spread di credito che ai tassi di interesse, le obbligazioni societarie dovrebbero a nostro avviso anche essere in grado di far fronte a diverse condizioni di mercato, che variano da un esteso periodo di rallentamento economico a un ritorno alla crescita più rapido del previsto.

Pur non potendo escludere ulteriore volatilità nel breve termine, in una prospettiva di lungo periodo riteniamo che le obbligazioni societarie offrano dinamiche di rischio/rendimento molto interessanti in un ambiente da ciclo maturo. Dato l'universo di investimento profondo e variegato, stiamo attualmente assistendo a una considerevole dispersione di spread nel mercato investment grade e crediamo pertanto che gestori attivi dotati delle risorse adeguate possano essere ben posizionati per cogliere queste opportunità di valore.

Gli investimenti in obbligazioni sono influenzati da tassi di 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.

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. Si noti che le performance passate non sono indicative dei risultati futuri. Le opinioni espresse in questo documento non devono essere intese come raccomandazioni, consigli o previsioni.