

Scenari obbligazionari

Giugno 2022



Il valore e il reddito degli asset del fondo potrebbero diminuire così come aumentare, determinando movimenti al rialzo o al ribasso del valore dell'investimento. Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo del fondo verrà realizzato ed è possibile che non si riesca a recuperare l'importo iniziale investito. Le performance passate eventualmente citate non sono indicative dei risultati futuri. Le opinioni espresse in questo documento non sono da intendersi come raccomandazioni, consigli o previsioni.

Tra dicembre 2021 e aprile 2022, i **rendimenti obbligazionari** hanno registrato un'**impennata** su quasi tutti i mercati del reddito fisso, mentre i prezzi sono scesi in picchiata come non si vedeva da decenni. Il mese di maggio è stato ancora volatile, ma senza una chiara direzione, per via di **due fattori opposti**: da una parte le **pressioni di inflazione elevata** e dall'altra gli **accresciuti rischi di rallentamento macroeconomico**. Gli investitori stanno prezzando rapidi **aumenti dei tassi di sconto ufficiali** per i prossimi 12 mesi, fino a raggiungere il **3%** negli Stati Uniti, **2,5%** nel Regno Unito e circa **1,5%** in Eurozona. Successivamente, i rendimenti obbligazionari iniziano a prezzare un certo **allentamento monetario** dovuto ai **rischi economici**. Dopo uno shock così forte, gli investitori potrebbero faticare a guardare ai mercati del reddito fisso in modo neutrale, ma è più importante che mai essere obiettivi e **analizzare tutti i rischi e le opportunità**.

Abbiamo provato a fare un'**analisi what if** (cosa succederebbe se...), qui esemplificata in **4 scenari ipotetici**, calcolando quale potrebbe essere il **rendimento totale** per gli investitori che adottano la strategia di **buy and hold** su 1 e 3 anni. L'idea è quella di prendere in considerazione sia i rendimenti composti che il rendimento dei prezzi dovuti a tassi esenti da rischio e movimenti degli spread. Teniamo anche conto delle perdite potenziali dovute ai default del mercato high yield.

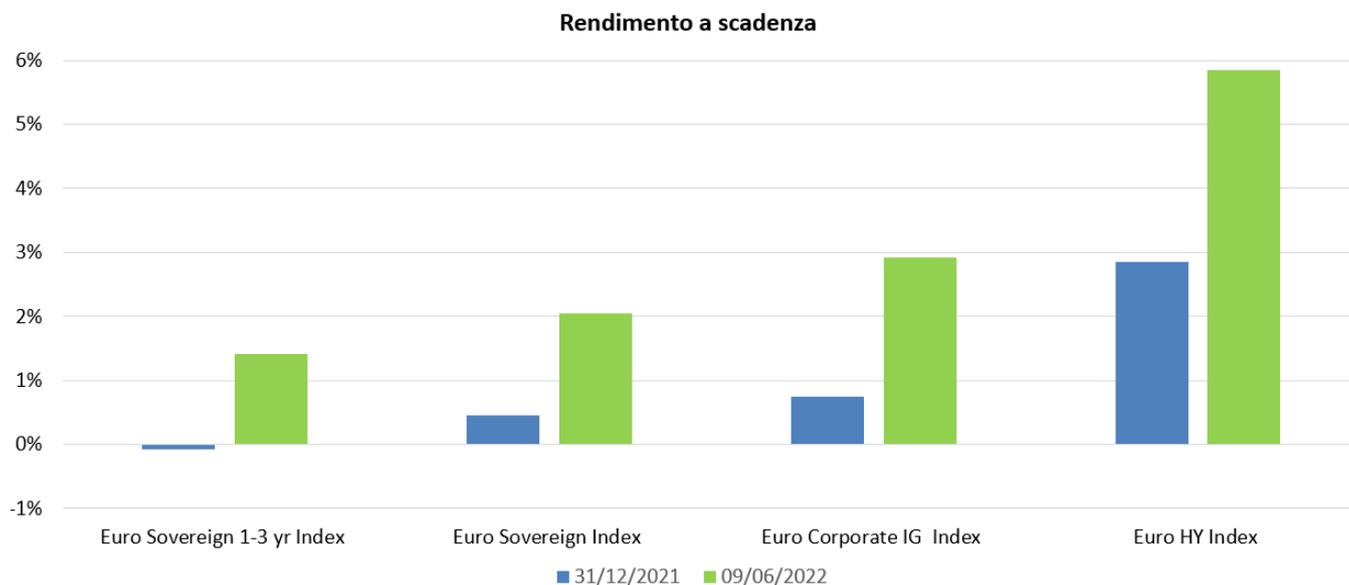
Per semplicità e praticità, abbiamo utilizzato solo **indici obbligazionari denominati in euro**, altrimenti avremmo dovuto fare ulteriori ipotesi sui costi di copertura o sui movimenti valutari.

Partiamo da un indice a rischio meno elevato come quello di **obbligazioni sovrane in euro a breve termine**, che a fine maggio presentava un rendimento di circa l'1%, mentre all'inizio dell'anno era negativo. Questo indice ha una **duration di 1,8 anni**, pertanto è **meno sensibile** ai **movimenti dei tassi risk free** rispetto all'indice delle obbligazioni sovrane in euro, che ha una **duration molto più elevata**, di circa **8,4 anni**, con un rendimento di circa l'1,7%.

Iniziamo poi a considerare i **mercati dei corporate bond**: l'**indice Euro Investment Grade Corporate** presenta un rendimento di circa il **2,6%**, quasi 4 volte superiore a quello di inizio anno. La duration di queste **obbligazioni societarie di qualità superiore** è in media di **5,3 anni**, mentre il **rating medio** è compreso tra **A e BBB**. Scendendo nella classifica della qualità del credito, l'**indice Euro High Yield** offre un **rendimento più elevato**, pari a circa il **5,6%**, con un rischio di duration inferiore, pari a **3,6 anni**, e un **rating medio di BB-**. In questo caso il **rischio principale** è ovviamente l'**insolvenza dell'emittente** ([Grafico 1](#)).

Grafico 1 | Rendimenti offerti dalle obbligazioni denominate in euro sono notevolmente aumentati

Il profilo di rischio/rendimento dei mercati obbligazionari potrebbe essere migliorato



Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

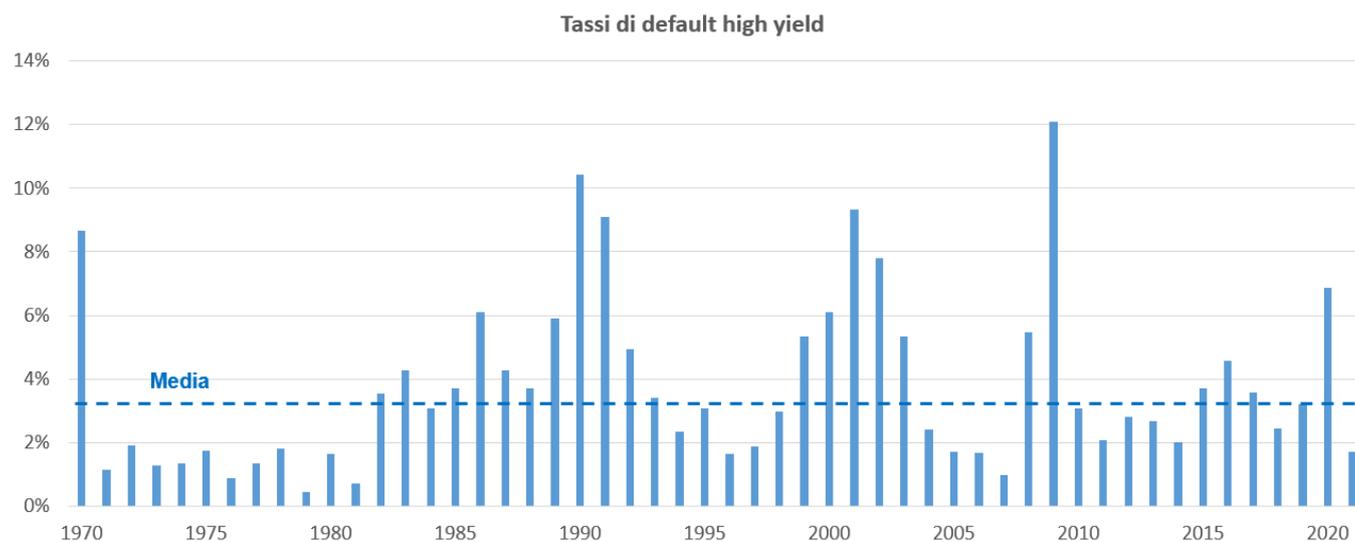
Fonte: Bloomberg, M&G, al 9 giugno 2022.

A proposito di default, ecco un grafico che mostra i **tassi di default annuali** a partire dagli anni '70. I default tendono a rimanere in un intervallo tra il **2%** e il **6%**, a parte durante le grandi crisi, quando i default restano più elevati per uno o due anni. Questo grafico si riferisce all'analisi di Moody's, incentrata sul mercato statunitense.

Il mercato high yield in euro è più recente e storicamente ha registrato meno default. Non è mai capitato di assistere a oltre il **34% di default in periodi di 5 anni** su base mobile. Questo significa che il livello medio di default del **5%** o **7%** l'anno sarebbe un'ipotesi piuttosto elevata per un'analisi di **3 o 5 anni**. Il **tasso medio di recupero** (la percentuale del prestito effettivamente recuperata dai finanziatori) è variato nel tempo, passando dal **20 al 50%** ([Grafico 2](#)). Diamo uno sguardo ai quattro scenari ([Grafico 3](#)).

Grafico 2 | Cicli di default high yield

I tassi di default tendono a rimanere contenuti, a parte per alcuni anni di picco durante grosse crisi



Fonte: Moody's Investors Service, 2021.

Grafico 3 | Quattro ipotetici scenari economici e di mercato

Con le relative ipotesi di rendimenti, spread, tassi di default e di recupero

	SCENARIO 1 RESILIENZA E AUMENTI DEI TASSI		SCENARIO 2 CRESCITA E TASSI ELEVATI		SCENARIO 3 STAGLAZIONE E TASSE		SCENARIO 4 RECESSIONE E ALLENTAMENTO MONETARIO	
Rendimenti dei titoli di Stato	Media di lungo periodo	2,5%	Alto	4,0%	Neutrale	2,0%	Uguale al 2021	0,5%
Spread corporate IG	Normale	1,0%	Basso	0,9%	Alto	2,0%	Molto alto	2,5%
Spread corporate HY	Normale	4,0%	Basso	3,0%	Alto	5,0%	Molto alto	7,0%
Tassi di default	Normale	3,0%	Basso	1,5%	Alto	5,0%	Molto alto	8,0%
Tassi di recupero	Normale	30%	Alto	50,0%	Basso	20%	Basso	20%

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Fonte: Bloomberg, M&G, al 9 giugno 2022.

Scenario 1

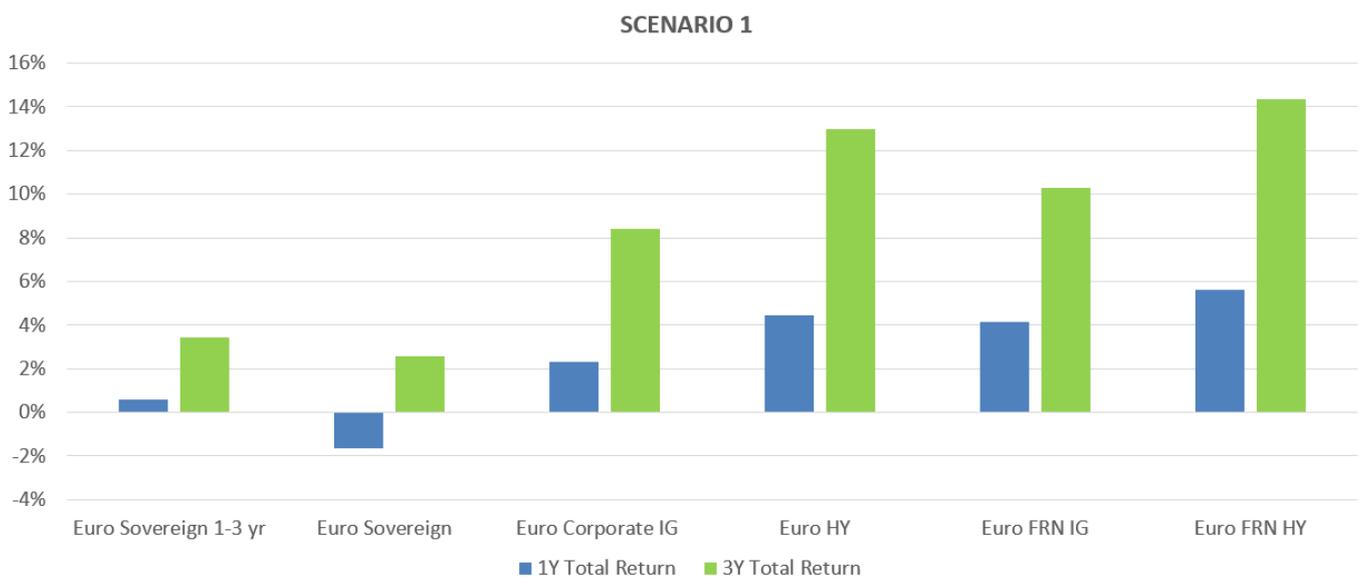
Partiamo da uno scenario secondo noi **plausibile**, dove l'economia riesce a dare prova di **buona tenuta** nonostante l'**inflazione**, i **tassi più elevati** e i **rischi legati alla guerra**, in linea con le **proiezioni** del Fondo Monetario Internazionale, FMI, una crescita

normale del PIL quest'anno dopo un forte 2021 e forse un'ulteriore decelerazione l'anno prossimo in Europa. In questo caso la **BCE** potrebbe **aumentare i tassi** e i **rendimenti dei titoli di Stato potrebbero salire**. In questo esempio abbiamo ipotizzato un **rendimento del 2,5%**, che è la media dell'Indice Euro Sovereign Bond dal 2000. I **tassi di default** dovrebbero rimanere a **livelli normali** e lo **spread di credito** potrebbe tornare a **livelli normali**.

In questo caso la **duration rimarrebbe un freno** e i **titoli di Stato puri arrancherebbero ulteriormente**. Il **mercato dei corporate bond**, invece, registrerebbe una **buona performance**, poiché i **rendimenti sono relativamente elevati** e nel corso degli anni si avrebbe un effetto di interesse composto, soprattutto per i titoli high yield. Come si può notare, calcoliamo anche il possibile rendimento totale per i mercati del credito a tasso variabile, sulla base degli spread odierni e della struttura per scadenza dei tassi di interesse ([Grafico 4](#)).

Grafico 4 | Scenario 1: resilienza e aumento dei tassi

I titoli di Stato arrancherebbero ulteriormente, mentre il credito registrerebbe una buona performance



Le performance stimate non sono indicative delle performance future. Solo a scopo illustrativo.

Fonte: Bloomberg, M&G, al 9 giugno 2022.

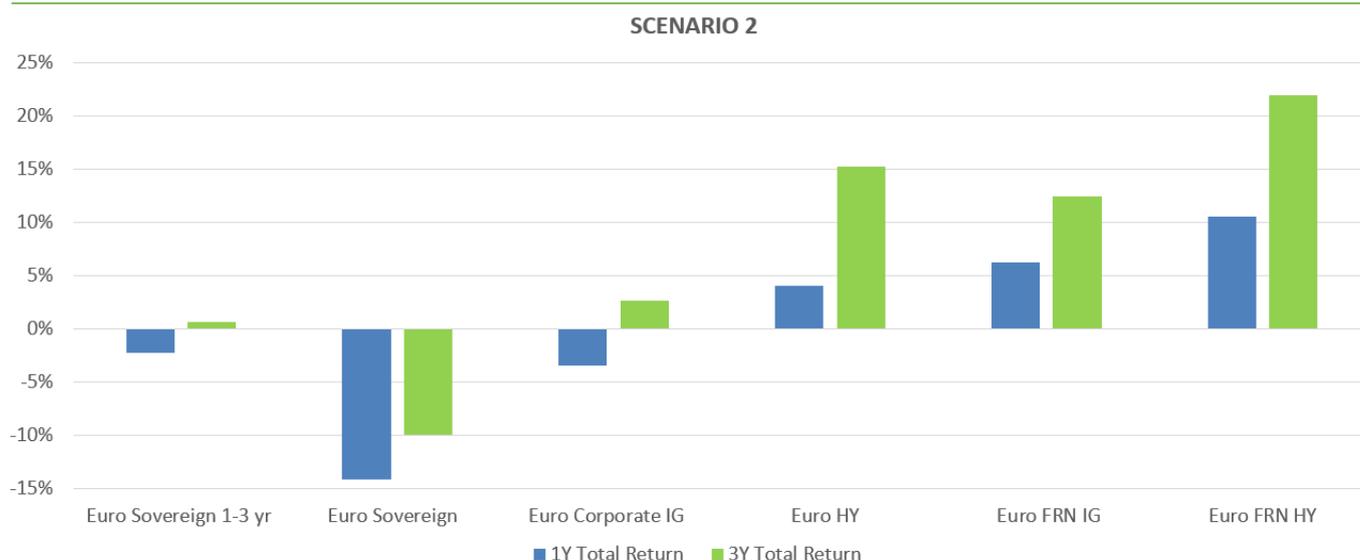
Scenario 2

Nel secondo scenario, cerchiamo di immaginare una situazione in cui la **crescita economica acceleri** e le **banche centrali** possano **aumentare i tassi** a livelli più alti di quelli previsti dagli investitori oggi, diciamo livelli più vicini a quelli dei **primi anni 2000**.

A nostro avviso, questo **potrebbe non essere molto plausibile oggi**, poiché i **governi europei** e **statunitensi** hanno un **debito molto più elevato rispetto a 20 anni fa** e tassi più elevati limiterebbero la spesa fiscale. Inoltre, un tale **aumento dei rendimenti** potrebbe avere un rilevante effetto frenante sull'economia e potrebbe determinare una **temporanea recessione**. Ma dobbiamo pensare con mente aperta e guardare a tutti gli scenari possibili. Se l'economia è abbastanza forte da tollerare questi tassi elevati, qui ipotizzati al 4% per i titoli di Stato in euro, i **tassi di default** e gli **spread dovrebbero scendere a livelli modesti**. In questa ipotesi, i **titoli di Stato a più lunga duration soffrirebbero** almeno quanto hanno già fatto finora quest'anno. A nostro avviso, sarebbe preferibile **utilizzare strumenti a tasso variabile** o a **duration zero**, ma in generale i **corporate bond** darebbero prova di una **tenuta relativamente discreta**, soprattutto l'high yield ([Grafico 5](#)).

Grafico 5 | Scenario 2: crescita e tassi elevati

Difficoltà per le obbligazioni a lungo termine, bene per HY e titoli a tasso variabile



Le performance stimate non sono indicative delle performance future. Solo a scopo illustrativo.

Fonte: Bloomberg, M&G, al 9 giugno 2022.

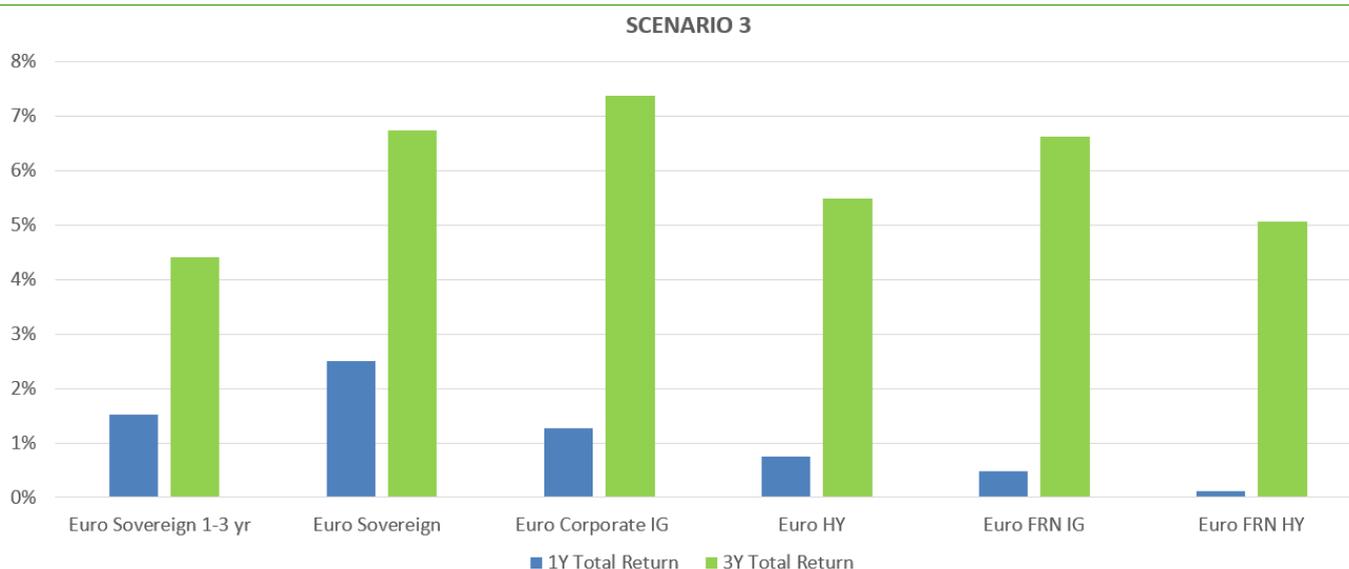
Scenario 3

Il terzo scenario sembra essere più in linea con i recenti commenti degli investitori e dei media: una **decelerazione sostanziale dell'economia**, dovuta a un'**inflazione elevata** che **erode il potere d'acquisto**: ciò spingerebbe le **banche centrali a proseguire** con i loro piani di **rialzo dei tassi di interesse** per **fermare l'inflazione**. Questo scenario potrebbe essere già scontato e quindi, a nostro avviso, i **rendimenti dei titoli di Stato dovrebbero stabilizzarsi**. Dato che l'economia avrebbe qualche difficoltà, abbiamo immaginato spread creditizi e tassi di default più alti del normale, con tassi di recupero inferiori al normale, per rimanere sul lato "prudente" di tali proiezioni.

In questo scenario, la **maggior parte dei mercati del reddito fisso in euro farebbe bene**, poiché la duration non sarebbe più un freno, dato che gli aumenti dei tassi di interesse avverrebbero nel breve periodo. Gli spread sono già abbastanza elevati e il reddito sul credito compenserebbe le inadempienze sull'high yield. Diciamo che in una situazione del genere il **reddito fisso** offrirebbe almeno un **vantaggio di diversificazione**, se non un **rendimento interessante** (Grafico 6).

Grafico 6 | Scenario 3: stagflazione e aumenti dei tassi

Potenzialmente una situazione soddisfacente per quasi tutti i mercati obbligazionari dai livelli attuali



Le performance stimate non sono indicative delle performance future. Solo a scopo illustrativo.

Fonte: Bloomberg, M&G, al 9 giugno 2022.

Scenario 4

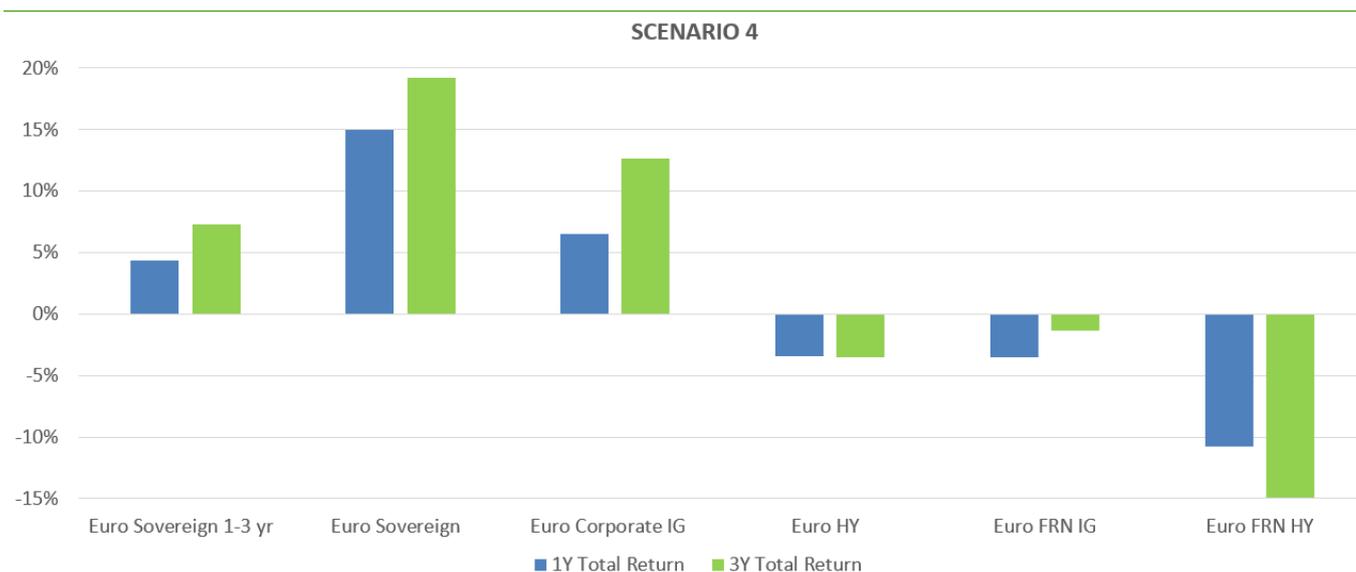
Nell'ultimo scenario, immaginiamo una **grave recessione**, che porterebbe le **banche centrali** a rivedere la loro posizione e possibilmente a **ridurre i tassi**. I **rendimenti dei titoli di Stato** potrebbero tornare **ai livelli dell'anno scorso**, mentre lo **spread del credito salirebbe** notevolmente e i **tassi di default potrebbero essere elevati**, poiché le finanze delle aziende sarebbero state colpite dalla recessione.

Sarebbe molto probabile vedere uno **spread del credito ancora più alto** per qualche settimana o mese, ma dopo un certo stress di mercato, non sarebbe credibile avere uno spread molto più alto per un periodo più lungo: abbiamo basato queste ipotesi sui movimenti storici degli spread nel corso del tempo.

In uno **scenario economico così negativo**, ovviamente gli investitori non dovrebbero investire in attività più rischiose e dovrebbero preferire obbligazioni a più lunga duration/esenti da rischio. Anche in una situazione del genere, il **credito di qualità più elevata** potrebbe offrire una **certa protezione su un orizzonte di 3 anni**, grazie alla duration e al reddito ([Grafico 7](#)).

Grafico 7 | Scenario 4: recessione e allentamento monetario

Mantenere il focus sulla duration lunga, preferire la qualità



Le performance stimate non sono indicative delle performance future. Solo a scopo illustrativo.

Fonte: Bloomberg, M&G, al 9 giugno 2022.

Conclusioni

Come abbiamo visto, la maggior parte degli **scenari è piuttosto positiva** per i **mercati del credito** a partire dai livelli attuali. A nostro avviso, il **credito al giusto prezzo è spesso una buona scelta** per gli investitori in grado di **far fronte alla volatilità** sul breve termine.

I **titoli di Stato**, invece, potrebbero offrire qualche **vantaggio di diversificazione** in caso di forte rallentamento o recessione, ma gli investitori non pensano a un riprezzamento completo della curva dei rendimenti: nessuno sta prezzando tassi privi di rischio del 4% nell'Eurozona o del 5% negli Stati Uniti, ma vista la rapidità con cui sta cambiando il panorama economico e geopolitico, potrebbe essere opportuno **costruire un portafoglio ben diversificato**, mettendo insieme **strategie flessibili** o a **lunga duration**, insieme a **strategie a tasso variabile** o a **duration zero**.

