

Prospettive dei mercati obbligazionari globali per il 2022

Jim Leaviss, Gestore

Dicembre 2021

Dopo un anno tumultuoso per i mercati obbligazionari, il gestore Jim Leaviss espone le sue prospettive per il 2022. Jim delinea le prospettive per l'inflazione e le relative implicazioni per le politiche delle banche centrali e per i mercati finanziari. Analizza inoltre alcuni degli ultimi sviluppi macro, quali l'emergere della variante Omicron, una svolta aggressiva da parte della Federal Reserve e un aumento dei tassi da parte della Banca d'Inghilterra.

Il valore del fondo e il reddito degli investimenti nel capitale del fondo sono destinati 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.

Inflazione, il tema dominante del 2021

Se all'inizio dell'anno mi avessero chiesto dove si sarebbero trovati i rendimenti qualora l'inflazione statunitense avesse toccato il 6,8% (il livello più alto dal 1982) non avrei creduto che i Treasury decennali avrebbero reso solo l'1,4%. Nel Regno Unito, l'indice dei prezzi al dettaglio (RPI) ha raggiunto il 7,1%, eppure i rendimenti dei gilt decennali restano fermi a circa lo 0,8%. I rendimenti reali si trovano pertanto in territorio profondamente negativo.

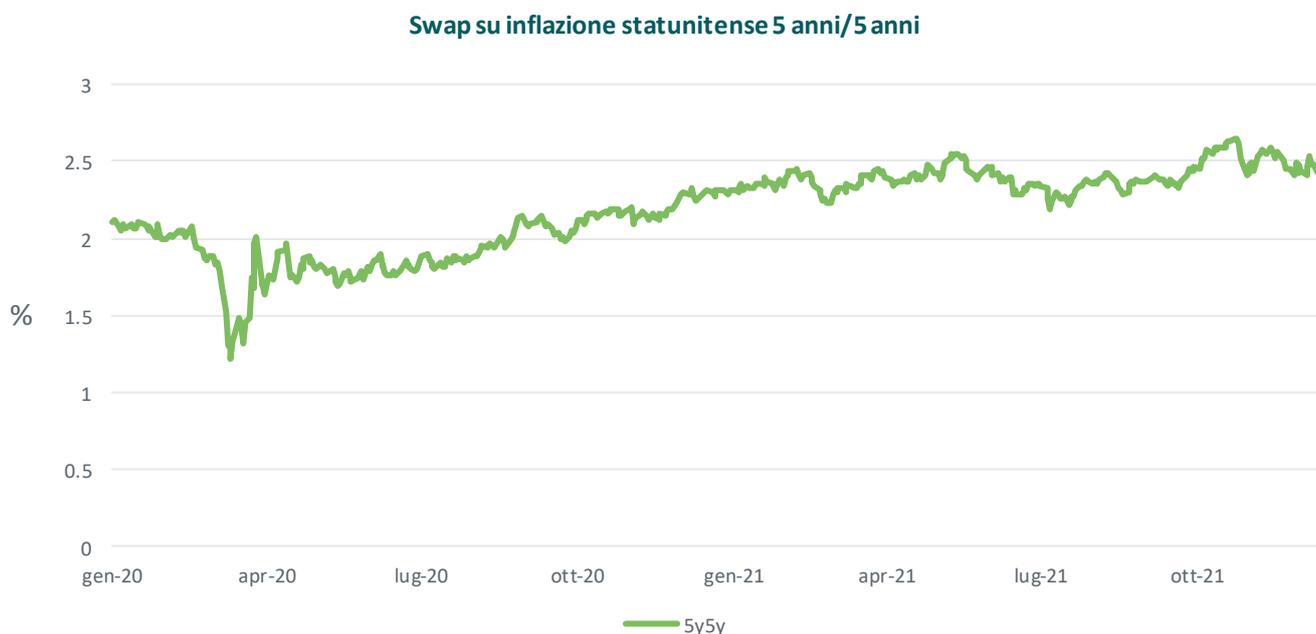
La situazione è simile nel mercato dei titoli del Tesoro USA protetti dall'inflazione (TIPS), con breakeven di inflazione che hanno registrato solo aumenti modesti quest'anno. Mentre i breakeven statunitensi a 5 anni sono saliti a circa il 3,2% nei mesi precedenti dell'anno a causa dell'aumento

dei prezzi petroliferi, da allora si sono ridotti intorno al 2,7%, rispetto al 2% circa all'inizio dell'anno.

Guardando ai tassi di breakeven 5 anni/5 anni (che ci mostrano quali dovrebbero essere i breakeven d'inflazione fra cinque anni, eliminando tutti gli elementi di disturbo relativi al COVID), osserviamo che essi sono solo leggermente più elevati nel corso dell'anno, dal 2% a gennaio a circa il 2,5% attuale ([Grafico 1](#)). Tutti questi elementi suggeriscono chiaramente che secondo il mercato l'inflazione è una questione transitoria.

In un certo senso, questa traiettoria discendente dell'inflazione è inevitabile, con l'inflazione che probabilmente si modererà dai suoi elevati livelli attuali. Per esempio, a meno che i prezzi del petrolio non raddoppino nuovamente, gli effetti di base cominceranno a perdere la loro rilevanza nei prossimi mesi.

Grafico 1 | Swap su inflazione 5 anni/5 anni: aspettativa del mercato dell'inflazione a 5 anni, in 5 anni



Fonte: Bloomberg, 18 dicembre 2021.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri

Nel frattempo, la nuova capacità produttiva in arrivo dovrebbe contribuire a una riduzione dei costi dei prodotti (dopotutto, i semiconduttori non possono essere bloccati sulle navi per sempre) e questo servirà a moderare i prezzi di prodotti come le nuove automobili.

I salari sono un fattore chiave dell'inflazione nel più lungo termine, ma, finora, vediamo poche prove di una spirale dei prezzi salariali stile anni '70. Se da una parte l'aumento del salario minimo negli Stati Uniti potrebbe avere un certo impatto, la rappresentanza sindacale rimane molto modesta, e l'aumento della gig economy quasi sicuramente continuerà a sopprimere le retribuzioni.

L'inflazione sarà probabilmente anche una questione sempre più dominante dal punto di vista politico. In effetti, negli anni '80 l'inflazione era la questione elettorale principale, e a mio avviso potrebbe diventare ancora una volta un elemento scottante in prossimità delle elezioni di metà mandato nel 2022.

Occhi puntati sulle banche centrali

US Federal Reserve (Fed): il vertice di dicembre ha visto una svolta aggressiva da parte della Fed, con il tema inflazione a fare da padrone. I "grafici a punti" della Fed indicano ora tre aumenti dei tassi da 0,25% nel 2022, seguiti da altri tre nel 2023 e altri due nel 2024. Ciò equivale a una contrazione del 2% nei prossimi tre anni, leggermente più elevata di quanto anticipato.

La Fed ha inoltre aumentato di 30 miliardi di dollari statunitensi il tapering dei suoi acquisti di obbligazioni, con il progressivo ridimensionamento destinato a concludersi

del tutto entro marzo 2022. Finora, la reazione del mercato obbligazionario è stata molto contenuta e certamente non paragonabile alla correzione cui abbiamo assistito durante il "taper tantrum" del 2013.

Dal punto di vista delle valutazioni, riteniamo che i Treasury statunitensi siano attualmente prezzati equamente, con rendimenti prospettici ora ampiamente in linea con le aspettative a lungo termine della Fed per i tassi ([Grafico 2](#)).

Banca centrale europea (Bce): all'ultima riunione abbiamo notato una risposta leggermente più aggressiva anche qui, con l'annuncio da parte della Bce di un taglio ai suoi acquisti obbligazionari nell'ambito del suo programma di acquisti per l'emergenza pandemica (PEPP). Detto ciò, la banca europea mantiene la flessibilità di adeguare il suo programma in caso di peggioramento delle prospettive. Vale la pena notare che il contesto inflazionistico dell'Eurozona è molto diverso da quello degli Stati Uniti e del Regno Unito: nel primo caso infatti i livelli di inflazione sono stati finora molto più contenuti.

Banca d'Inghilterra (BoE): la banca ha di recente aumentato i tassi allo 0,25% in risposta ai dati elevati dell'indice IPC. Tuttavia, questo sembra non tenere conto del fatto che il Regno Unito sia in procinto di chiudere la sua economia, mentre i dati PIL recenti mostravano già un rallentamento dell'economia britannica. Secondo alcuni commentatori potrebbe trattarsi di un possibile errore di politica monetaria, e non è chiaro perché la Banca d'Inghilterra non abbia atteso di ottenere maggiore chiarezza sugli impatti della variante Omicron prima di prendere tale decisione.

Grafico 2 | Rendimento forward a 10 anni dei Treasury USA a 10 anni

Rendimenti attesi a confronto con le aspettative di lungo termine della Fed



Fonte: Bloomberg, Federal Reserve, 17 dicembre 2021.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri

Omicron: l'impatto economico potrebbe essere sottovalutato

L'emergere della nuova variante Omicron di COVID-19 ha messo in subbuglio i mercati finanziari nelle ultime settimane del 2021, determinando una correzione su alcuni segmenti del mercato creditizio. Il nuovo ceppo sembra altamente virulento e determinerà quasi sicuramente un aumento dei ricoveri ospedalieri, guardando al numero di nuovi casi. Tuttavia, rispetto a questo stesso periodo dello scorso anno, ci sono ragioni per un certo ottimismo, dato l'alto livello di vaccinazioni e le nuove cure.

Detto questo, potremmo rischiare di sottovalutare il danno economico che la nuova variante causerà, soprattutto alla luce dei recenti dati economici deludenti nel Regno Unito. Il PIL è ancora ben al di sotto del suo trend pre-COVID e questa situazione potrebbe essere esacerbata da un calo salariale volto a tenere il passo con l'inflazione.

La situazione è simile negli Stati Uniti, dove abbiamo visto un recente calo della fiducia dei consumatori e vendite al dettaglio deboli. Si tratta di indicatori tradizionalmente affidabili e non dovremmo escludere del tutto il rischio di una recessione nel 2022. Anche un appiattimento della curva dei rendimenti è un altro segnale ribassista che deve essere considerato.

Cosa succede dopo l'inizio di un ciclo di rialzo dei tassi?

Una ricerca della Deutsche Bank analizza ciò che è successo in passato negli anni successivi all'inizio di un nuovo ciclo di rialzo dei tassi. Stando alla ricerca, ci vogliono generalmente tre anni dopo il primo rialzo prima che si giunga a una recessione.

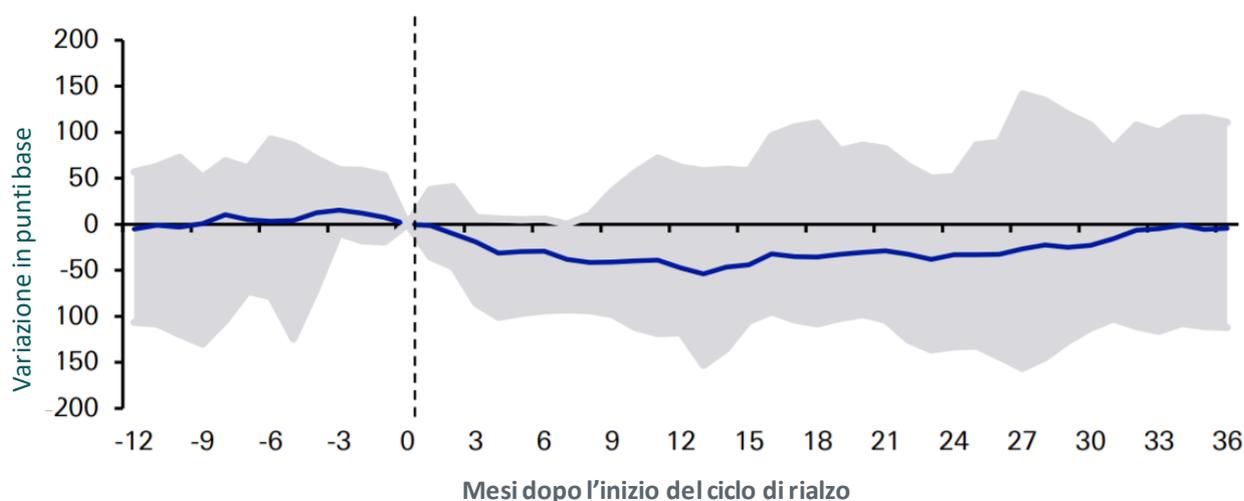
Nel frattempo, i rendimenti dei titoli di Stato tendono a salire in media di 111 punti base nel primo anno seguente al rialzo, prima di ricadere nei due anni successivi ([Grafico 3](#)).

Le azioni registrano al contempo un rally in media del 7,7% nei 250 giorni successivi al primo rialzo, prima di restituire questi guadagni nel resto dell'anno. Il credito di solito segue il percorso delle azioni, con gli spread che inizialmente si contraggono, prima di ampliarsi nuovamente al punto di partenza nel giro di tre anni.

Naturalmente, va sottolineato che il punto di partenza per il credito è già molto contratto, quindi gli spread forse non vedranno la contrazione iniziale di 49bps storicamente registrata.

Grafico 3 | L'anno dopo i rialzi della Fed

Performance media degli **spread di credito BBB** nei cicli di contrazione della Fed dal 1955, per mese.



Fonte: Deutsche Bank Research (Jim Reid et al.), GFC, Haver Analytics - "When the Fed hikes", dicembre 2021. Le aree evidenziate in grigio rappresentano i vari esiti nei cicli di rialzo analizzati.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

Le banche centrali possono veramente influenzare l'inflazione?

Ci sono numerosi dibattiti circa l'eventuale capacità dei rialzi dei tassi di smorzare efficacemente le pressioni inflazionistiche. Tassi più elevati non avranno chiaramente un impatto diretto sui prezzi del petrolio o sulle strozzature della catena di fornitura, i due principali elementi determinanti l'inflazione quest'anno. Quasi tutti i mutui sono ora a tasso fisso, sia negli Stati Uniti che nel Regno Unito, quindi non ci sarà un impatto immediato attraverso quel meccanismo.

Le banche centrali si sono attribuite buona parte del merito per il calo dell'inflazione dagli anni '80, ma in realtà questo calo è stato in gran parte determinato da altri fattori, quali la globalizzazione e la tecnologia. Il fatto è che non è chiaro fino a che punto i tassi influenzino realmente l'inflazione, e quanto le banche centrali saranno realmente in grado di fare se l'inflazione dovesse andare fuori controllo.

Credito: un mondo di astri nascenti

Ci troviamo attualmente in un mondo di "astri nascenti", contrariamente al contesto degli "angeli caduti" del 2020. Attualmente vediamo circa 20 miliardi di dollari al mese di società che vengono promosse da "spazzatura" a investment grade, e la Bank of America prevede ulteriori innalzamenti, pari a 70 miliardi di dollari, per il prossimo anno.

Un'altra tendenza chiave nel 2021 è stata dettata dal ritorno della dispersione. I mesi successivi alla pandemia hanno visto una stretta indiscriminata su tutto il credito, ma ora stiamo assistendo a una maggiore diffusione tra singoli crediti e settori. Questo è particolarmente evidente nello spazio high yield, dove stiamo assistendo al chiaro emergere di crediti buoni e crediti cattivi.

Guardando ai fondamentali, la leva finanziaria è scesa leggermente dopo il 2021 rispetto all'anno scorso. Tuttavia, si tratta di una base molto elevata, e il debito rispetto agli utili è ancora il doppio di quello che era nel 2010. I default rimangono molto contenuti, con tassi inferiori all'1% nello spazio high yield. Da una prospettiva regionale, il credito statunitense continua a offrire un significativo aumento degli spread rispetto ad altre regioni, anche dopo aver tenuto conto dei costi di copertura della valuta.

Le tematiche ambientali, sociali e di governance (ESG) continuano a rappresentare una tendenza crescente e importante nei mercati obbligazionari globali. Nel 2022, ci aspettiamo di vedere ulteriori emissioni degne di nota nello spazio obbligazionario ESG, in particolare obbligazioni legate alla sostenibilità e obbligazioni verdi. Anche se l'Europa ha tradizionalmente fatto da apripista

nell'area degli investimenti sostenibili, stiamo assistendo a un crescente interesse negli Stati Uniti.

Guardando al nuovo anno, vorremmo anche sottolineare il cosiddetto "effetto gennaio". In genere, i fattori tecnici hanno spesso determinato una sovraperformance del credito all'inizio dell'anno. Ciò potrebbe essere dovuto a una serie di fattori, come gli investitori macro con posizioni corte sul credito rispetto alle azioni e che cercano di riequilibrare i loro portafogli all'inizio dell'anno.

Paesi emergenti e valute

Il 2021 è stato un anno difficile per i mercati emergenti, dominato da temi come la crisi del debito di Evergrande in Cina, i timori dettati dal COVID tra i bassi tassi di vaccinazione e l'inflazione in rialzo. La Turchia è stata sotto i riflettori, per via di un crollo di oltre il 50% della lira.

Numerose valute locali EM sono state duramente colpite, molte delle quali con fondamentali discretamente solidi, come il peso messicano: come produttore di petrolio, il Messico avrebbe dovuto beneficiare del recente aumento dei prezzi energetici. Se si è disposti a far fronte alla volatilità, pensiamo che fra gli EM figurino molte aree in grado di offrire rendimenti reali positivi allettanti.

È stato anche l'anno del dollaro USA, in rialzo rispetto a quasi tutto il resto. Questo ha anticipato la probabilità di futuri rialzi dei tassi della Fed, anche se il rialzo del dollaro sta iniziando ad apparire come un consenso e la valuta sembra costosa in base ad alcune metriche di valutazione, come i tassi di cambio effettivi reali (REER).

Analizzando la misura della parità di potere d'acquisto (PPP) dell'OCSE, l'euro è sottovalutato di circa il 26%, mentre lo yen giapponese, la sterlina e il peso messicano appaiono anch'essi un po' a buon mercato. Come di consueto, il franco svizzero è caro, insieme alla corona norvegese e al dollaro australiano ([Grafico 4](#)).

Anche il renminbi cinese sembra poggiare su solide basi. Un potenziale intervento della Banca popolare cinese (PBOC) per indebolire la valuta potrebbe essere un elemento cui prestare attenzione nel 2022.

Un momento straordinario per gli investitori obbligazionari

Stiamo attraversando un'era straordinaria sui mercati obbligazionari. Nonostante l'inflazione statunitense sia diretta al di sopra del 6%, i rendimenti delle obbligazioni trentennali restano inferiori al 2%, con spread creditizi prossimi ai livelli più contratti di tutti i tempi. In apparenza, le valutazioni obbligazionarie non sembrano molto appetibili, anche se crediamo che sia possibile individuare sacche di valore.

In termini di asset a reddito fisso che potrebbero generare buoni risultati in un ambiente inflazionistico e di tassi in aumento, continuiamo a puntare sull'attrattiva di obbligazioni indicizzate, quali per esempio i TIPS statunitensi. A mio avviso, anche le obbligazioni dei mercati emergenti potrebbero mettere a segno risultati brillanti. Rispetto ai rendimenti reali negativi delle obbligazioni tradizionali dei mercati sviluppati, le obbligazioni dei mercati emergenti possono offrire rendimenti reali positivi di circa il 2-3%. Come sempre quando si investe nel reddito fisso dei mercati emergenti, rischio e volatilità abbonderanno, ma in termini di valutazioni la regione emergente sembra comunque

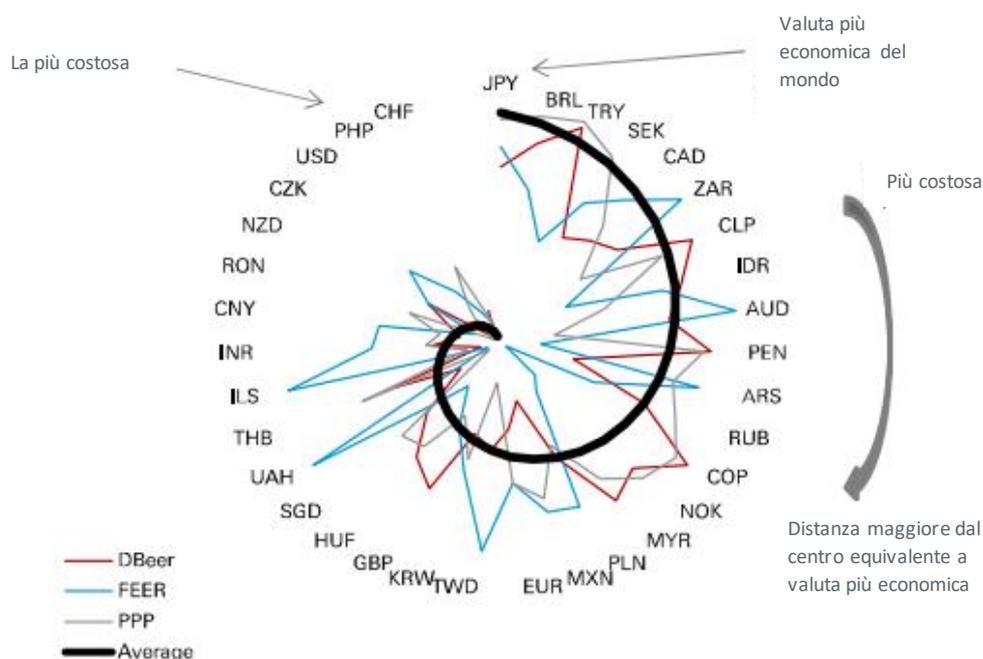
attualmente la più vantaggiosa nel segmento obbligazionario.

Probabilmente il 2022 sarà l'anno in cui scopriremo se l'inflazione sarà transitoria o assumerà un ruolo più permanente, e tale elemento rappresenterà un motore chiave per i mercati obbligazionari. Sarà anche interessante scoprire se le valutazioni elevate sugli asset di rischio, quali azioni e obbligazioni high yield, potranno essere sostenute man mano che gli enormi livelli di stimolo monetario inizieranno la loro frenata.

M&G
Dicembre 2021

Grafico 4 | Valutazioni delle divise su scala globale

Valutazioni su base commerciale



Una combinazione di tre parametri valutativi

Fonte: Bloomberg, 17 dicembre 2021.

Leggenda dei modelli di valutazione delle divise: DBBeer=tasso di cambio di equilibrio comportamentale (Deutsche Bank); FEER = tasso di cambio di equilibrio fondamentale; PPP = parità prezzo di acquisto.

Le opinioni espresse nel presente documento non sono da intendersi come raccomandazioni, consigli o previsioni.