

Dopo la tempesta: alla ricerca di opportunità nei mercati obbligazionari

Public Fixed Income di M&G

Novembre 2022

- In seguito all'intensa **ridefinizione dei prezzi** cui abbiamo assistito quest'anno sui mercati obbligazionari, i **rendimenti delle obbligazioni societarie** sono scambiati attualmente a **massimi pluridecennali** e gli **spread di credito** stanno prezzando una **dura recessione**. Crediamo che questo quadro rifletta prospettive eccessivamente cupe e che buona parte delle società disponga delle risorse per far fronte anche a un rallentamento economico prolungato.
- Forse per la prima volta nell'ultimo decennio, **gli investitori obbligazionari sono ben remunerati**, a nostro avviso, per assumere sia **rischio di credito** che **di tasso di interesse**. La prospettiva di un'inflazione in frenata e di un rallentamento della crescita dovrebbe permettere alle banche centrali di moderare il ritmo della contrazione monetaria, cosa che a sua volta potrebbe tradursi in un **vantaggio** per i **mercati del reddito fisso** per il prossimo anno.
- La recente volatilità dei mercati ha creato una notevole dislocazione dei prezzi delle obbligazioni societarie. Siamo convinti che questo offra una ricca fonte di **opportunità per i gestori attivi**, che possono attingere alle loro competenze in ambito creditizio per individuare interessanti sacche di valore.

Il valore e il reddito degli asset del fondo potrebbe 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 non sono indicative dei risultati futuri.

Un'intensa ridefinizione dei prezzi sui mercati obbligazionari

Il 2022 è stato contraddistinto da una delle più marcate correzioni obbligazionarie mai registrate: i timori relativi all'**inflazione** ostinatamente elevata e le **misure aggressive** in ambito di **restrizione monetaria** hanno infatti spinto i rendimenti dei titoli di Stato ai livelli più elevati di oltre un decennio. Anche le **valutazioni del credito** hanno subito forti pressioni, poiché i mercati hanno iniziato a considerare l'impatto del rallentamento della crescita economica e dell'aumento dei costi di finanziamento sugli utili societari.

Ciò ha portato a una notevole **ridefinizione dei prezzi** sia degli spread creditizi che del tasso "privo di rischio" (rappresentato dai rendimenti dei titoli di Stato). I rendimenti delle **obbligazioni investment grade** sono ora ai **massimi pluriennali**, con le obbligazioni societarie investment grade statunitensi a cinque anni che rendono il **6,2%** ([Grafico 1](#)).

Nonostante le sfide che l'economia globale sta affrontando, riteniamo che questi livelli rappresentino un **valore molto interessante** per gli **investitori obbligazionari**, sia in termini assoluti che rispetto ad altre asset class.

Grafico 1 | I rendimenti obbligazionari nel tempo: rendimento a scadenza investment grade a 5 anni in USD

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.



Fonte: Bloomberg, 20 settembre 2022. Le informazioni sono soggette a modifica e non sono garanzia di risultati futuri.

Gli spread del credito stanno prezzando una profonda crisi

Gli **spread del credito investment grade** su scala globale stanno già **prezzando** una **profonda recessione** e un sostanziale aumento di default societari. Pur prevedendo un ulteriore rallentamento dell'economia globale nel corso del prossimo anno, riteniamo che la contrazione non sarà grave come quella attualmente prevista dai mercati. In particolare, riteniamo che i **livelli molto bassi di disoccupazione**, i **bilanci sani dei consumatori** e i **pacchetti di sostegno governativo** dovrebbero arginare la portata di un'eventuale flessione economica.

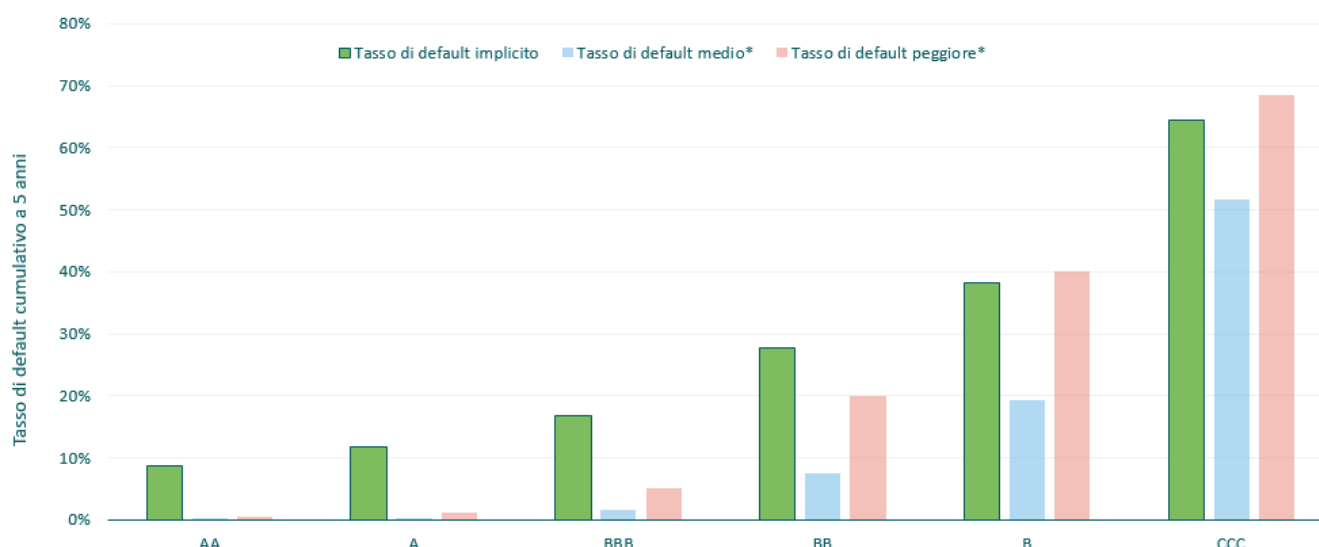
Inoltre, a nostro avviso, i **bilanci aziendali sono generalmente in buone condizioni** e molte imprese hanno limitate esigenze di rifinanziamento nel breve termine. Sebbene un'**approfondita analisi del credito** e l'**attenzione ai fondamentali** restino **essenziali**, riteniamo che la **maggior parte delle società sia in grado di far fronte anche a un rallentamento economico più prolungato**.

Crediamo pertanto che i **mercati stiano prezzando in modo forse eccessivo le cattive notizie** e che gli **investitori siano ben remunerati per l'assunzione del rischio di credito**. Ciò è particolarmente evidente nel segmento **investment grade**, dove gli spread del credito riflettono un tasso di default implicito ben superiore non solo ai tassi di default medi, ma anche a quelli peggiori. Ad esempio, le **obbligazioni societarie con rating BBB** prevedono un **tasso di default cumulativo a cinque anni del 17%**, a fronte di un tasso di default medio dell'1,5% e di un tasso di default peggiore del 5,1% ([Grafico 2](#)).

Riteniamo che ciò rifletta una prospettiva eccessivamente cupa sui tassi di insolvenza e abbiamo pertanto colto l'opportunità di aggiungere rischio di credito nei nostri portafogli. Tuttavia, data l'incertezza del contesto economico, è **importante mantenersi selettivi** e in generale privilegiamo nomi di qualità superiore e più difensivi, che dovrebbero mostrare una migliore tenuta in caso di uno scenario più recessivo.

Rimaniamo invece molto **più cauti nei settori più speculativi**, come le obbligazioni high yield con rating CCC, dove riteniamo che i default potrebbero aumentare in modo significativo.

Grafico 2 | Tassi di default impliciti del mercato e tassi di default storici a confronto



Fonte: Bloomberg, Deutsche Bank, indici ICE, S&P, 30 settembre 2022.

Investitori remunerati per il rischio tasso di interesse

Grazie alla crescita dei rendimenti globali, **gli investitori obbligazionari ci appaiono ben remunerati per la prima volta negli ultimi dieci anni**, non solo per l'assunzione del rischio di credito, ma anche per l'assunzione del rischio di tasso. Riteniamo che questo renda le obbligazioni societarie una proposta di investimento particolarmente interessante e abbiamo colto l'**opportunità di aggiungere sia il rischio di credito che quello di duration** (tasso di interesse) in molti dei nostri portafogli a reddito fisso.

Il ritorno dell'inflazione è stata la causa principale del tracollo dei mercati obbligazionari di quest'anno, anche se, con la parziale normalizzazione¹ delle filiere produttive e con l'affermarsi di condizioni monetarie più restrittive, **ci aspettiamo che le pressioni inflazionistiche si attenuino gradualmente nei prossimi mesi**. Ciò a sua volta dovrebbe consentire alla Federal Reserve e alle altre banche centrali di allentare la morsa, il che potrebbe potenzialmente fornire un vantaggio ai mercati obbligazionari il prossimo anno.

Una misura chiave che utilizziamo per stabilire il **valore nei mercati del reddito fisso** è il **tasso forward a 10 anni sui Treasury USA a 10 anni**, che indica quale sarà il rendimento del Treasury a 10 anni previsto dal mercato tra 10 anni ([Grafico 3](#)). Confrontiamo questo dato con le aspettative a lungo termine della Federal Reserve sui tassi di interesse. Il tasso forward a 10 anni è attualmente ben superiore alle aspettative a lungo termine della Fed per i tassi, **il che tradizionalmente rappresenta un forte segnale per iniziare ad aggiungere gradualmente duration**.

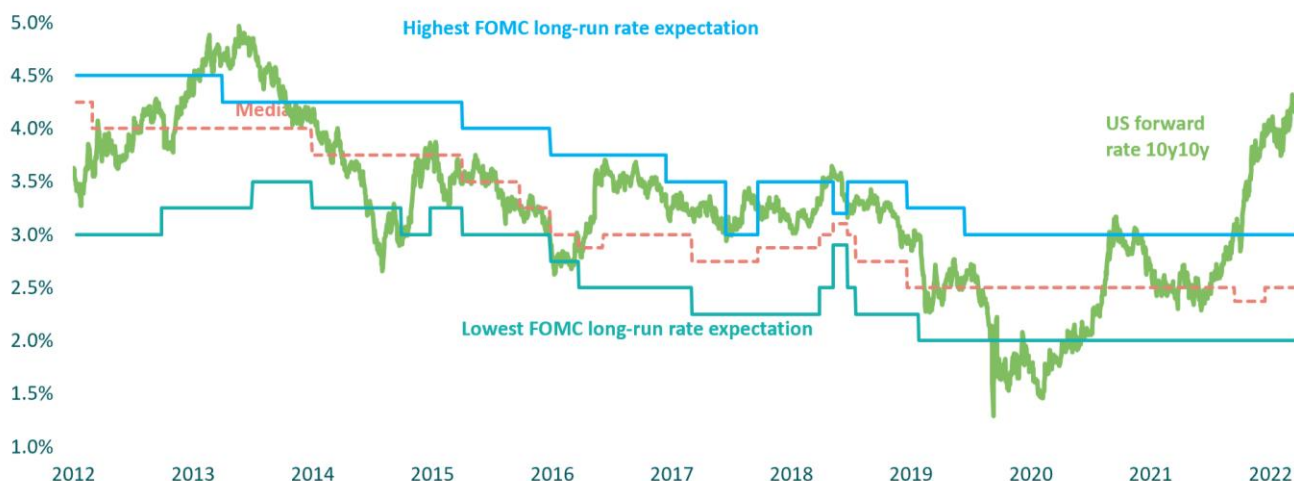
La volatilità genera occasioni per i gestori attivi

La volatilità tende a creare dislocazione nei mercati del credito e, in seguito alle recenti turbolenze di mercato, stiamo assistendo a **livelli elevati di dispersione degli spread nei mercati delle obbligazioni societarie**: ciò significa che le obbligazioni con lo stesso rating creditizio scambiano con spread diversi rispetto ai mercati dei titoli di Stato ([Grafico 4](#)).

Questo tipo di contesto può rappresentare una **ricca fonte di opportunità per i gestori attivi**, che possono attingere alle loro competenze nel settore del credito per individuare le inefficienze del mercato e scoprire interessanti sacche di valore. L'accesso a una **capacità di ricerca globale senza pari** negli Stati Uniti, in Europa e in Asia ci consente di esaminare a fondo i mercati globali del credito, concentrandoci su tutti gli aspetti del profilo creditizio di una società e valutando se gli investitori obbligazionari sono adeguatamente compensati per i rischi potenziali.

¹ Indice Global Supply Chain Pressure (GSCPI) - FEDERAL RESERVE BANK of NEW YORK (newyorkfed.org)

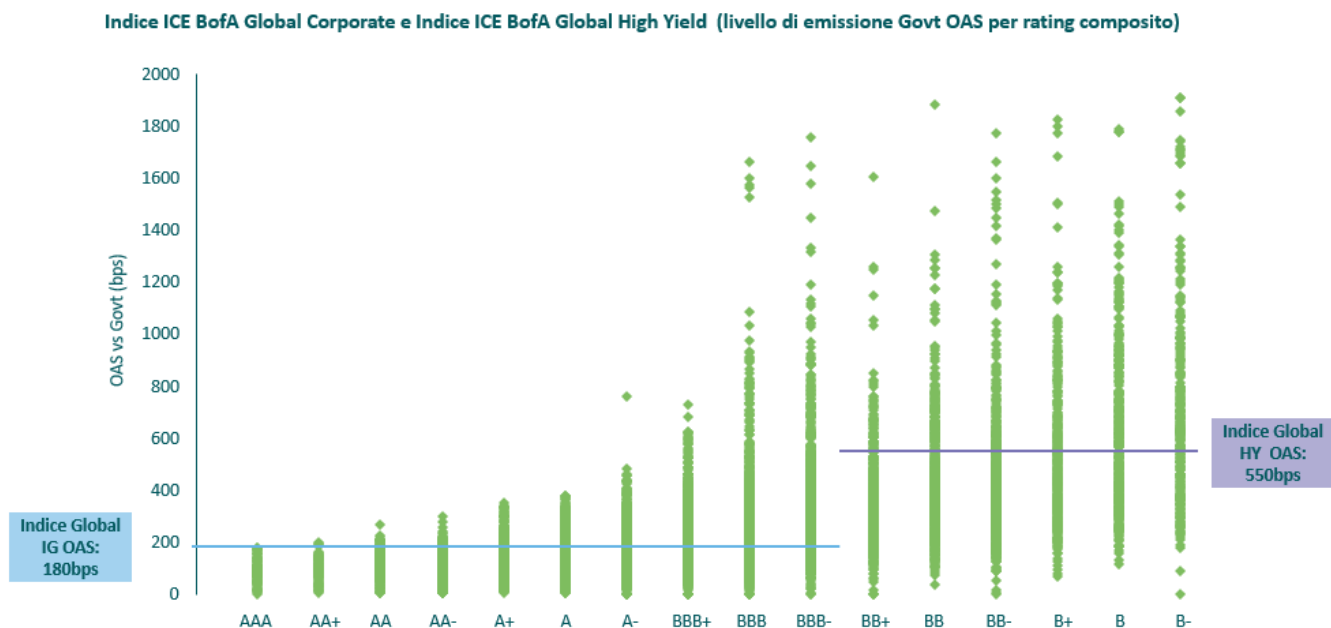
Grafico 3 | Rendimenti attesi sui Treasury a confronto con le aspettative di lungo termine della Fed



Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri. Le informazioni sono soggette a modifiche e non costituiscono una garanzia di risultati futuri.

Fonte: Bloomberg, Federal Reserve, 19 settembre 2022.

Grafico 4 | Dispersione degli spread per categoria di rating di credito



Fonte: M&G, Indici BofA ML, Bloomberg, 31 ottobre 2022.

Investment grade globale, una fonte di protezione in condizioni di mercato incerte

A differenza delle correzioni durante la pandemia del 2020, quasi interamente determinate da un'impennata degli spread creditizi, **il sell-off di quest'anno delle obbligazioni societarie investment grade è stato il risultato di un repricing sia degli spread che dei rendimenti dei titoli di Stato**. Per gli investitori, ciò rappresenta un **mix più equilibrato di esposizione al credito e ai tassi di interesse**, che a nostro avviso dovrebbe offrire una maggiore tenuta in diversi contesti economici.

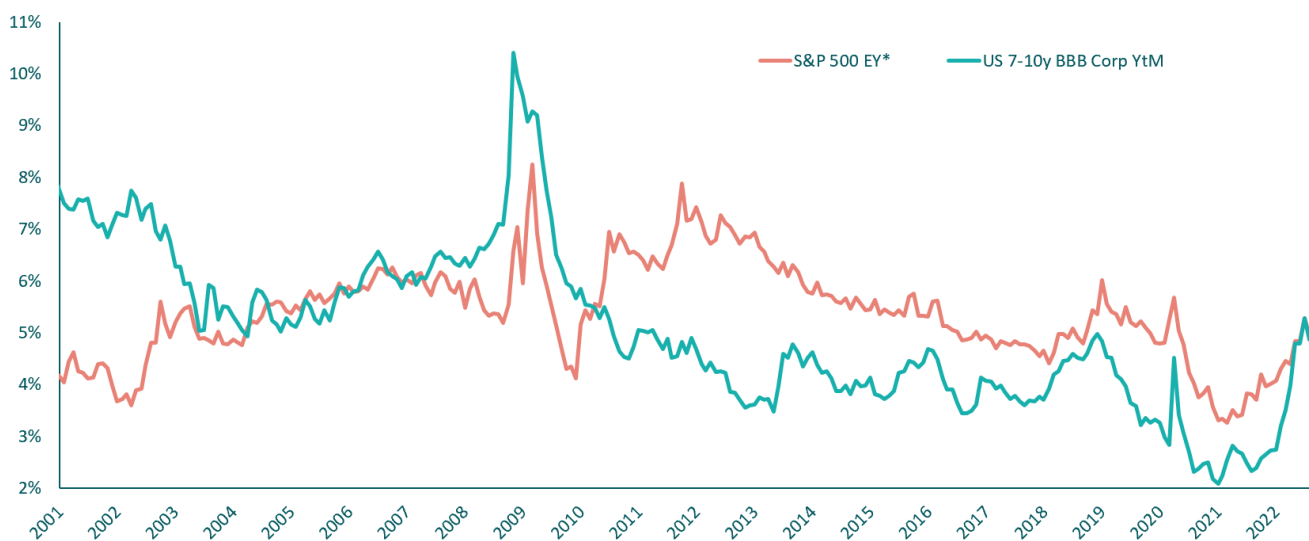
In un'ottica di medio termine, riteniamo che le **obbligazioni investment grade offrano un valore molto interessante** e che gli investitori siano ben remunerati per assumere sia il rischio di credito che quello di tasso. I fondamentali del credito rimangono solidi e vediamo un rischio limitato di default, anche in caso di recessione più grave. Inoltre, **gli attuali rendimenti elevati dovrebbero fornire una buona protezione contro un ulteriore aumento dei rendimenti nel breve termine**. Di conseguenza,

manteniamo un atteggiamento estremamente positivo nei confronti di questa classe di investimento, le cui prospettive di rischio/rendimento ci sembrano attualmente molto favorevoli.

Oltre a offrire un valore interessante in termini assoluti, **riteniamo che le obbligazioni societarie siano vantaggiose anche rispetto ad altre classi di attività, come le azioni**. Un modo comune per stabilire il valore relativo di obbligazioni e azioni consiste nel confrontare il rendimento a scadenza delle obbligazioni con il rendimento degli utili delle azioni (l'inversione del rapporto prezzo/utili). Confrontando le obbligazioni societarie con rating BBB in USD con l'S&P 500, si nota che per la prima volta dalla crisi finanziaria le obbligazioni societarie offrono un rendimento superiore a quello delle azioni, il che indica un potenziale valore delle prime (Grafico 5).

Grafico 5 | Valutazioni obbligazionarie e azionarie a confronto: rendimento utili S&P 500 vs BBB societari in USD, rendimento a scadenza

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.



Fonte: Bloomberg, 30 settembre 2022. *Rendimento utili ultimi 12 mesi.

Titoli finanziari ben posizionati per trarre vantaggio dai rendimenti più elevati

Un'area in cui i nostri analisti del credito individuano attualmente **valore interessante** è quella dei **titoli finanziari**. Le **banche**, in particolare, sembrano **ben posizionate per beneficiare di un contesto di tassi in aumento** grazie ai margini di prestito più elevati. Al contempo le loro solide posizioni patrimoniali dovrebbero fornire una **protezione** consistente in caso di perdite più marcate del previsto. Le **valutazioni attuali suggeriscono che i mercati si aspettano forti perdite nel settore bancario a causa del rallentamento dell'economia globale**, anche se riteniamo che la **percezione del mercato sia piuttosto distante** dal quadro fondamentale.

Anche se è chiaro che si verificheranno delle perdite, **crediamo che la grande maggioranza delle banche principali sarà in grado di far fronte a tali tempeste, mentre l'aumento dei tassi di interesse dovrebbe decisamente migliorare la loro redditività**. Inoltre, le obbligazioni bancarie non sono state direttamente colpite dall'allentamento quantitativo, dato che le banche centrali hanno concentrato i loro acquisti di asset su obbligazioni non finanziarie. A parità di condizioni, a nostro avviso le banche non dovrebbero risentire dell'inasprimento quantitativo attualmente messo in atto da parte delle banche centrali.

High yield globale, reddito allettante per contribuire ad attutire i rischi di ribasso

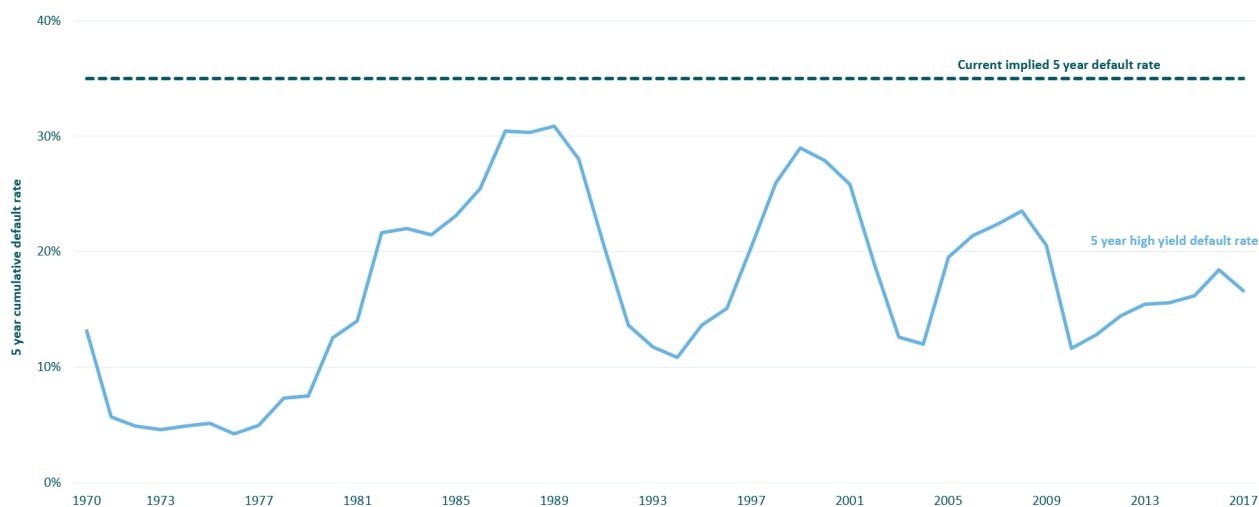
Gli **spread high yield globali** hanno recentemente toccato il **livello di 600 punti base**, che a nostro avviso prezza molte delle cattive notizie e offre un punto di ingresso piuttosto interessante per l'asset class. Sebbene una recessione globale potrebbe rivelarsi inevitabile, riteniamo che essa sarebbe meno grave di quella che i mercati high yield stanno attualmente prezzando.

Gli **attuali livelli di spread** si traducono in un **tasso di default implicito a cinque anni del 32%**, molto più alto delle nostre aspettative e più estremo della peggiore esperienza di default di sempre (Grafico 6). Riteniamo che i fondamentali societari siano generalmente in buono stato di salute e ci aspettiamo che gli **utili aziendali si dimostrino complessivamente abbastanza**

solidi. La leva finanziaria in tutta l'asset class rimane relativamente modesta e molte società hanno colto l'opportunità di ridurre il proprio debito o di estenderne la scadenza in seguito alla pandemia, il che dovrebbe **ridurre significativamente il rischio di rifinanziamento.** Di conseguenza, riteniamo che gli **indici high yield rappresentino un universo di qualità superiore rispetto a prima della pandemia.** Pur prevedendo un aumento dei tassi di default rispetto agli attuali livelli decisamente modesti, non ci aspettiamo un'impennata di insolvenze. Con rendimenti complessivi appena inferiori al 10%, riteniamo che l'**asset class** offra un **flusso di reddito interessante,** che dovrebbe fornire un **cuscinetto significativo contro un ulteriore ampliamento degli spread o un aumento delle insolvenze.**

Sebbene nel breve termine assisteremo probabilmente a ulteriori ondate di volatilità, in un'ottica di due-tre anni crediamo che gli investitori abbiano l'opportunità di assicurarsi un interessante livello di reddito, con un potenziale di rialzo da eventuali futuri cali dei rendimenti. Ciò detto, un'attenta selezione del credito e un'attenzione ai fondamentali del credito rimangono fondamentali per investire in questo settore del mercato. Ciò è ancora più evidente nelle fasi più avanzate del ciclo economico.

Grafico 6 | Tassi di default high yield cumulativi a 5 anni



Fonte: Deutsche Bank, Moody's Research, 30 settembre 2022 (ultimi dati disponibili). Calcolati utilizzando l'indice HY CDX con un tasso di recupero presunto del 30%.

Gli investimenti in obbligazioni sono influenzati da tassi d'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.

M&G
Novembre 2022

