

Obbligazioni sotto i riflettori

Cinque domande chiave per gli investitori

Autore



Pilar Gomez-Bravo, CFA
Co-CIO Fixed Income

In breve

- La recessione è il nostro scenario di base e prevediamo che alcune società risentiranno dell'aumento dei costi di finanziamento, tuttavia i rischi a breve termine sono mitigati dall'allungamento delle scadenze del debito detenuto dalle aziende.
- La Cina va incontro a sfide economiche a breve termine e a problemi strutturali nel lungo termine, con implicazioni per l'economia globale.
- Con le distorsioni venutesi a creare quando i tassi sono aumentati di colpo dopo più di un decennio in cui, all'indomani della crisi finanziaria globale, i rendimenti della liquidità sono rimasti vicini allo zero, l'attuale tasso sulla liquidità, superiore al 5%, segna un cambiamento che avrà un ampio impatto sui mercati e sulla gestione di portafoglio.
- Stiamo gradualmente incrementando la duration nei nostri portafogli obbligazionari multisettoriali globali, in gran parte individuando opportunità di valore relativo nelle curve e nei paesi, dato che alcune economie non riusciranno ad attuare i tagli dei tassi scontati dai mercati.

Negli incontri con clienti attuali e potenziali e nelle discussioni con i colleghi emergono spesso cinque domande relative alle obbligazioni. A seguire sono elencate le domande e le mie risposte.

Che aspetto avrebbe una recessione e cosa implicherebbe?

Il nostro scenario di base contempla da un po' di tempo una recessione. Alcuni leading indicator si sono deteriorati, l'offerta di moneta si è significativamente contratta sia in Europa che negli Stati Uniti e, naturalmente, le condizioni finanziarie si sono inasprite in ragione degli elevati tassi reali. La Figura 1 mostra l'indicatore di recessione della Federal Reserve Bank di New York, che misura la probabilità di recessione tra 12 mesi. L'ultima rilevazione è elevata, attestandosi al 71%. Abbiamo tracciato il grafico degli spread high yield insieme a questo indicatore come parametro rappresentativo degli asset rischiosi, e l'attuale livello degli spread indica che gli asset rischiosi stanno ora inglobando nei prezzi un atterraggio morbido.

Tuttavia, dato il lungo ritardo con cui l'impatto dei costi di finanziamento si ripercuote sui bilanci di consumatori e imprese e visto che sia i dirigenti sia i consumatori hanno abbondantemente previsto una recessione, per ora la nostra ipotesi di base rimane quella di una recessione, benché lieve.

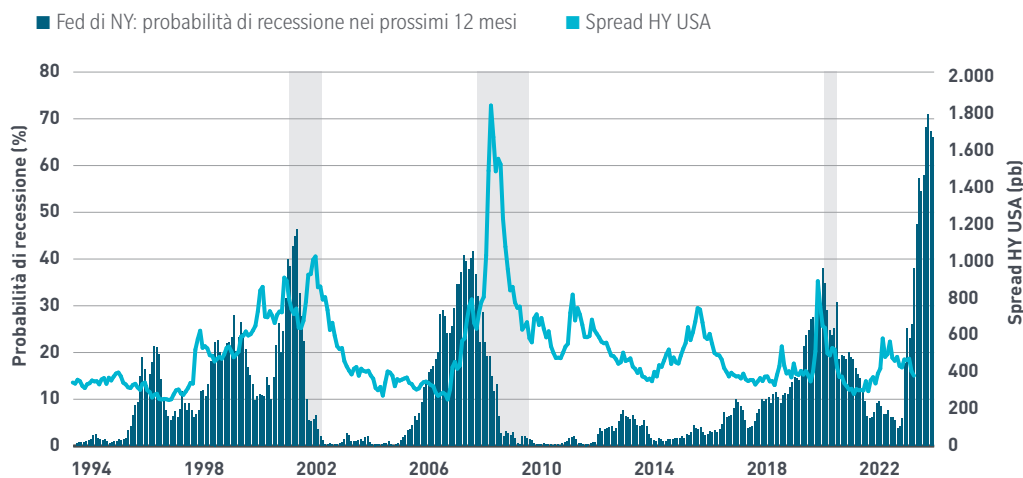
Peraltro, quanto più la Fed e le altre banche centrali continuano ad aumentare i tassi senza incidere visibilmente sull'economia reale o sull'inflazione, tanto maggiore è il rischio che qualcosa vada storto e che si verifichi una recessione più grave.

Una crisi di questo tipo potrebbe essere innescata da un evento di rischio sistemico inaspettato. I rapidi movimenti dei tassi e l'indebitamento nei bilanci, sia pubblici che privati, hanno reso fragile il mercato, come dimostrano la crisi delle banche regionali statunitensi di marzo e l'acquisizione di Crédit Suisse da parte di UBS.

In prospettiva, al di là di un'eventuale recessione a breve termine, ci aspettiamo una crescita leggermente più alta e un'inflazione leggermente più elevata rispetto alla situazione pre-pandemica.



Figura 1: Recessioni e spread high yield



Fonte: SX: Bloomberg, Federal Reserve di New York. Fed di NY: probabilità di recessione nei prossimi 12 mesi = probabilità di recessione nei prossimi 12 mesi prevista dalle serie degli spread dei Treasury della Federal Reserve Bank di New York. Dati mensili da gennaio 1994 a luglio 2024. Spread HY USA = Bloomberg US Corporate High Yield Index Average OAS (Option-Adjusted Spread). Dati mensili sugli spread dal 31 gennaio 1994 al 31 luglio 2023. Le colonne con sfondo grigio ombreggiate verticalmente indicano le recessioni secondo la definizione del NBER.

I bilanci sono vulnerabili?

Il settore privato ha beneficiato dei bassi costi di finanziamento che hanno accompagnato le politiche di quantitative easing delle banche centrali all'indomani della crisi finanziaria globale. Un altro supporto è giunto dalla spesa pubblica durante la pandemia. Ciò ha condotto a un periodo in cui il settore privato si è cimentato in un'allocazione di capitale non sostenibile e ha operato sotto strutture di finanziamento altrettanto insostenibili. Solo una porzione esigua della liquidità così generata è stata utilizzata per effettuare investimenti produttivi nell'economia. Una grossa fetta ha finito per ricompensare gli azionisti tramite buyback azionari o operazioni di fusione e acquisizione.

Ci preoccupa la traiettoria dei margini in questa fase del ciclo, in particolare nel caso di società indebitate con modelli di business deboli e scarso potere di determinazione dei prezzi e di imprese con team dirigenti poco realistici circa gli ostacoli da affrontare. Ci affidiamo alla forza della nostra piattaforma di ricerca globale per individuare vincitori e vinti.

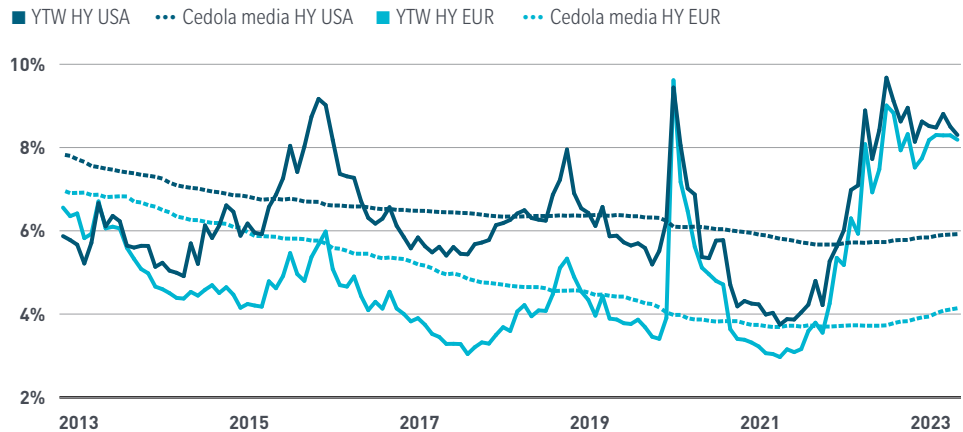
Uno dei fattori su cui ci concentriamo è il rischio di rifinanziamento. La Figura 2 mostra l'aumento dei rendimenti nei mercati high yield in euro e in dollari rispetto alla cedola media. La Figura 3 mostra il profilo delle scadenze delle società ad alto rendimento per regione. Negli ultimi anni, le società high yield e investment grade sono riuscite ad allungare le loro scadenze, il che è fondamentale quando c'è bisogno di rifinanziarsi e di ottimizzare i costi di finanziamento. Come indica la Figura 3, le società dovranno affrontare il muro delle scadenze tra circa dodici-diciotto mesi, pertanto ci vorrà un po' più di tempo prima che i bilanci in difficoltà abbiano un impatto percettibile sul mercato.

Anche le società investment grade ad alta capitalizzazione hanno allungato il profilo delle scadenze del loro debito. Inoltre, negli ultimi anni i consumatori statunitensi hanno rifinanziato i mutui, prorogando e incrementando i costi di finanziamento aggregati.

In sintesi, prevediamo che alcune società saranno danneggiate dall'aumento dei costi di finanziamento, ma è difficile affermare che si tratta di un rischio imminente visti i profili delle scadenze del debito societario.

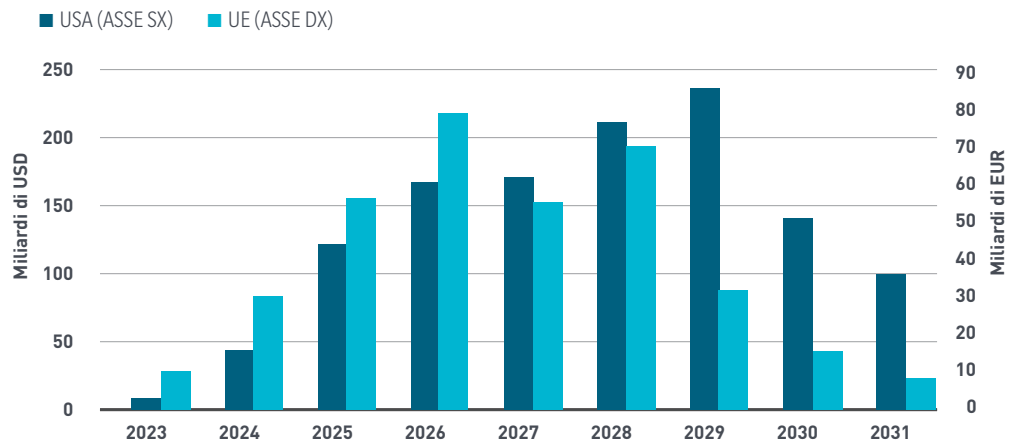


Figura 2: High yield USA ed euro, cedola media e yield-to-worst



Fonte: Bloomberg. Dati mensili dal 31 gennaio 2013 al 31 luglio 2023. YTW = yield-to-worst. HY USA = Bloomberg US Corporate High Yield Index. HY EUR = Bloomberg Pan European Corporate High Yield Index.

Figura 3: Profilo delle scadenze high yield per regione



Bloomberg. Dati al 26 giugno 2023. Profilo delle scadenze generato per tutte le obbligazioni societarie non investment grade domiciliate rispettivamente negli Stati Uniti e nell'Eurozona. I risultati relativi agli Stati Uniti sono presentati in dollari, quelli dell'Eurozona in euro; entrambi sono espressi in miliardi.

Che impatto hanno gli sviluppi macro in Cina sul resto del mondo?

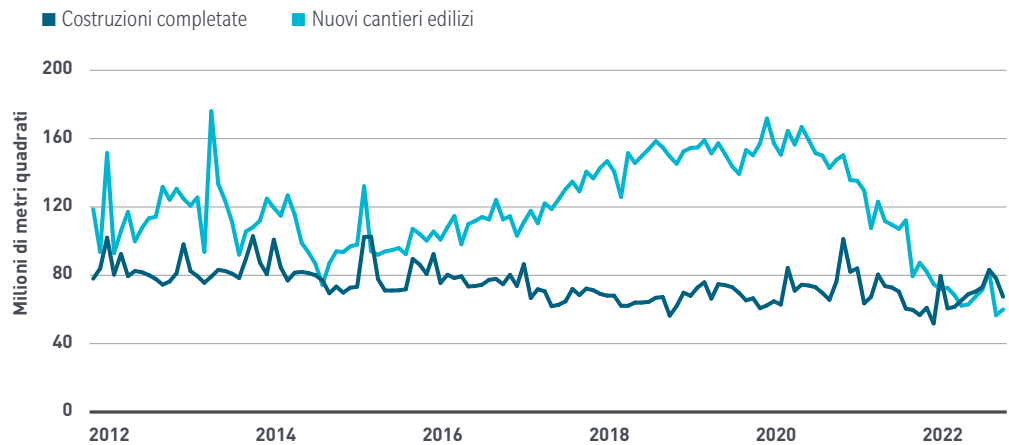
I dati sull'attività in Cina restano anemici, e i problemi strutturali aggravano il quadro, con una crisi di fiducia in gran parte del settore privato. Il rischio di default dei veicoli di finanziamento degli enti locali rimane elevato. La Figura 4 esamina l'edilizia residenziale, mostrando la durata delle preoccupazioni relative al settore immobiliare. Più problematico per il governo cinese è il forte aumento della disoccupazione giovanile e i problemi sociali che potrebbero conseguirne (Figura 5).

I mercati globali sono rimasti in attesa di un allentamento e di misure di stimolo, ma per ora le iniziative sono state a dir poco deludenti. Ci auspicheremmo di vedere interventi in grado di ripristinare in maniera significativa la fiducia nell'economia. Ci aspettiamo ulteriori misure di allentamento, simili a quelle recentemente varate, che proroghino di un anno i prestiti al settore immobiliare per consentire il rifinanziamento del debito a breve termine. Tuttavia, il margine di manovra fiscale è limitato e vi sono anche vincoli politici significativi. È probabile che questi piccoli interventi a sostegno del travagliato mercato immobiliare continuino, così come le misure atte a sostenere i veicoli di finanziamento degli enti locali.



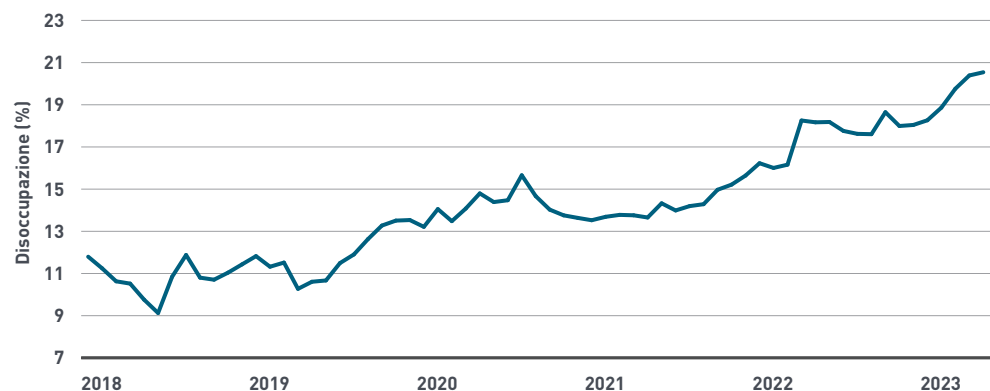
L'impatto maggiore per l'economia e i mercati cinesi proverrà verosimilmente dalla gestione valutaria. Nonostante il tentativo di mantenere il renminbi leggermente più forte per evitare un improvviso deprezzamento, al governo cinese conviene avere una valuta lievemente più debole. La tendenza al deprezzamento dovrebbe proseguire, e ciò fa aumentare anche la probabilità che, con l'aumento delle pressioni deflazionistiche interne, la Cina cominci a esportare la deflazione nel resto del mondo. Monitoreremo questo aspetto delle politiche cinesi nei prossimi trimestri.

Figura 4: Edilizia residenziale in Cina



Fonte: Haver Analytics, National Bureau of Statistics. Dati mensili dal 31 gennaio 2018 al 31 maggio 2023.

Figura 5: Disoccupazione giovanile (età compresa tra 16 e 24 anni)



Fonte: Haver Analytics, National Bureau of Statistics. Dati mensili dal 30 giugno 2012 al 31 maggio 2023.

Che impatto ha la distorsione del mercato legata alla forte inversione nel tratto a breve della curva statunitense?

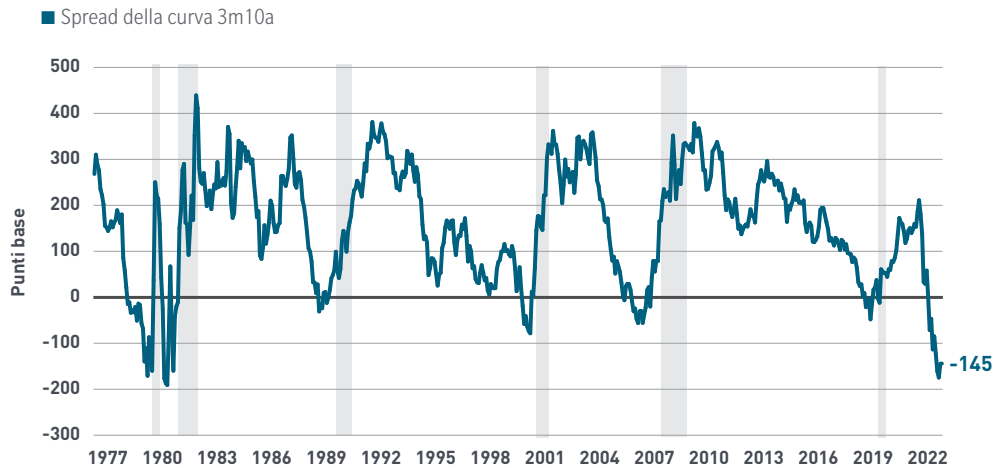
Questa domanda richiede una risposta articolata. Riteniamo che, dopo più di un decennio in cui la liquidità ha reso quasi zero, possano essersi venute a creare delle zone d'ombra. Il passaggio a un tasso sulla liquidità superiore al 5% avrà un ampio impatto sui mercati e sulla gestione di portafoglio. Diversi elementi della gestione di portafoglio sono cambiati di colpo.

L'inversione più pronunciata nella porzione a breve della curva dei rendimenti potrebbe comportare distorsioni nei mercati dei finanziamenti e nei costi di finanziamento per i portafogli, con ripercussioni sul carry in tutti i futures sui tassi. Inoltre, influirà sulle operazioni basate sul carry, sulla gestione della liquidità, sulla gestione dei margini e sul finanziamento degli MBS. Ad un certo punto, potrebbe arrivare a esercitare un impatto maggiore sulla redditività delle banche e sulla struttura finanziaria del sistema statunitense.



A nostro avviso, la distorsione si manifesterà in maniera molto evidente sulle coperture valutarie incrociate e sull'attrattiva relativa degli asset statunitensi per gli investitori stranieri. Su queste premesse, monitoriamo attentamente le aspettative della Bank of Japan in merito al controllo della curva dei rendimenti e alla politica monetaria, data l'ampia partecipazione giapponese ai mercati del credito statunitensi e ai mercati americani in generale. La possibilità che i rendimenti degli investimenti nazionali giapponesi superino improvvisamente quelli dei tradizionali investimenti denominati in dollari potrebbe minare la performance di asset class tradizionali come le CLO negli Stati Uniti.

Figura 6: Inversione della curva dei rendimenti



Fonte: Bloomberg. Dati mensili dal 31 gennaio 1977 al 31 luglio 2023. Le colonne con sfondo grigio ombreggiate verticalmente indicano le recessioni secondo la definizione del NBER.

Nel posizionare i nostri portafogli obbligazionari globali, quali sono le opportunità offerte da questa asset class?

Considerando la recessione come scenario di riferimento e i recenti interventi sui tassi, ricerchiamo opportunità basate su confronti tra paesi per aumentare gradualmente la duration nei nostri portafogli obbligazionari multisettoriali globali. Con il progredire dell'anno e l'aumento del grado di convinzione fornito dai dati macro, vediamo rafforzarsi l'importanza della duration. Ci concentriamo sulla ricerca di opportunità di valore relativo nelle curve e nei paesi, dato che non tutte le economie riusciranno ad attuare i tagli dei tassi scontati dai mercati. Abbiamo diversificato la posizione di sovrappeso e la duration in diversi mercati, tra cui gli Stati Uniti ma anche parti dell'Europa, tra cui la Svezia, e altri mercati come il Canada e la Nuova Zelanda. Abbiamo un posizionamento più neutrale sulla duration in Cina, Australia e in alcune regioni dell'Europa.

Alcuni mercati obbligazionari emergenti in valuta locale appaiono sempre più interessanti, dato l'elevato numero di rialzi dei tassi già avvenuti e la prospettiva di tagli futuri. Procediamo in maniera graduale e selettiva vista la rigidità delle condizioni finanziarie globali. Abbiamo acquisito esposizione soprattutto nei paesi latini dove i tassi reali hanno determinato una propensione all'acquisto di strumenti locali, come Uruguay, Brasile, Messico e Perù. Uno dei nostri mercati preferiti in cui costituire un'esposizione alla duration continua a essere la Corea. Ci aspettiamo che la Bank of Korea sarà una delle prime banche a tagliare i tassi d'interesse.

Per quanto riguarda le valute, siamo leggermente sottopesati sul dollaro USA in quanto ne prevediamo un indebolimento per via dell'imminente conclusione del ciclo di rialzi della Fed. A determinare la traiettoria del dollaro USA saranno le aspettative sulla crescita degli Stati Uniti rispetto al resto del mondo e i differenziali dei tassi d'interesse. Un ulteriore elemento da ponderare è il potenziale di sovraperformance del dollaro USA in un contesto di forte avversione al rischio. Una grave recessione globale potrebbe aumentare l'attrattiva del dollaro quale "bene rifugio".



Nei mercati dei prodotti cartolarizzati e strutturati, i recenti ampliamenti in aree come gli ABS e i titoli ipotecari non di agenzia offrono opportunità legate a nuove emissioni. Anche le CLO sul mercato secondario presentano delle opportunità. Abbiamo chiuso un ampio sottopeso sui titoli pass-through ipotecari, anche se le valutazioni sono ora meno interessanti rispetto all'ultimo trimestre del 2022. Abbiamo preferito aggiungere rischio in questi titoli tradizionali garantiti da ipoteca. Restiamo dell'idea che questo segmento sia interessante. Si tratta di un'asset class di alta qualità che risente ancora delle conseguenze della crisi delle banche regionali e delle preoccupazioni legate al settore degli immobili commerciali.

Per quanto riguarda il credito in generale, continuiamo a privilegiare le emissioni investment grade. Nelle ultime settimane sono emerse alcune opportunità interessanti. Monitoriamo le potenziali anomalie a fronte della probabile volatilità e dei premi di collocamento delle nuove emissioni. Privilegiamo i titoli emessi in euro e in dollari canadesi rispetto a quelli in dollari statunitensi.

Nei mercati emergenti, vista la solidità del quadro fondamentale e tecnico, le valutazioni compresse significano che la selettività sarà fondamentale. Il debito sovrano investment grade e il debito societario dei mercati emergenti sono meno interessanti.

Infine, nel settore high yield abbiamo ridotto l'esposizione ma continuiamo a ricercare modi per incrementare il rendimento all'interno della nostra allocazione. Stiamo individuando opportunità nella fascia a singola B, dove possiamo trovare titoli di buona qualità che offrono rendimenti superiori. Il valore relativo su base corretta per il rischio è esiguo al di fuori di specifiche idee idiosincratice individuate tramite la ricerca. ▲

Fonte: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® è un marchio commerciale e di servizio di Bloomberg Finance L.P. e delle sue collegate (collettivamente "Bloomberg"). Bloomberg o i licenziari di Bloomberg detengono tutti i diritti di proprietà degli indici Bloomberg. Bloomberg non approva né avalla il presente materiale, né garantisce la precisione o la completezza delle informazioni ivi contenute, né rilascia alcuna garanzia, espressa o implicita, circa i risultati ottenibili dalle stesse e, nella misura massima consentita dalla legge, non potrà essere ritenuta responsabile di danni derivanti in relazione alle stesse.

Le opinioni espresse sono quelle del o degli autori e sono soggette a modifica in qualsiasi momento. Tali opinioni sono fornite a mero scopo informativo e non devono essere considerate una raccomandazione sulla quale basare l'acquisto di titoli né una sollecitazione o una consulenza d'investimento. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino.

Salvo laddove diversamente indicato, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi commerciali di MFS® e delle sue collegate e possono essere registrati in alcuni paesi.

Distribuito da: **Stati Uniti** – MFS Institutional Advisors, Inc. ("MFSI"), MFS Investment Management e MFS Fund Distributors, Inc.; **America Latina** – MFS International Ltd.; **Canada** – MFS Investment Management Canada Limited. Questa comunicazione non è stata esaminata da commissioni per la borsa valori o equivalenti autorità regolamentari canadesi; **Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera**: pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K.) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS®, con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER. **Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera)**: pubblicato in Europa da MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) – autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.a r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravenga alla normativa locale; **Singapore** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nuova Zelanda** – MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") (ABN 68 607 579 537) è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana; **Hong Kong** – MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO"). **Per gli investitori professionali in Cina** – MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, Cina, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria; **Giappone** – MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'Articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento.