

Obbligazioni sotto i riflettori

Tre temi chiave per il 2024

Autore



Pilar Gomez-Bravo, CFA
Co-CIO Fixed Income

In breve

- L'inflazione, la crescita e le politiche delle banche centrali continueranno a tenere sull'attenti gli investitori obbligazionari nel 2024.
- Nonostante la capacità di tenuta esibita nel 2023, le aziende e i consumatori statunitensi dovranno affrontare condizioni più ostiche nel 2024.
- I mercati restano esposti all'eventualità di un'eliminazione repentina della leva finanziaria ad opera di venditori forzati come imprese assicurative, fondi pensione ed hedge fund.

Ripensando al 2023 sono due le cose che mi colpiscono: l'importanza ininterrotta della selezione dei titoli e l'elevato livello di volatilità dei tassi d'interesse. Questi ultimi, in teoria, avrebbero dovuto diminuire a fronte del calo dell'inflazione emersa dai dati, che invece ha complessivamente compromesso la possibilità di generare rendimenti coerenti sui mercati obbligazionari. Tuttavia, l'elevata volatilità dei tassi ha creato ampie anomalie che consentono ai gestori attivi di muoversi con agilità nel costruire i portafogli e gestire il rischio.

Nelle prossime righe vorrei condividere le mie riflessioni sui temi chiave per il 2024 e su come stiamo posizionando i portafogli in base alle nostre opinioni sui mercati.

Tema 1 – Dinamiche macro

L'inflazione, la crescita e le politiche delle banche centrali terranno ancora sull'attenti gli investitori obbligazionari nel 2024. L'inflazione rientrerà nel livello obiettivo? La crescita si sta dirigendo verso un atterraggio morbido, duro o nullo? Quanto è attendibile il mercato nel valutare l'entità e la tempistica dei tagli dei tassi da parte delle banche centrali?

Sebbene l'inflazione continui a scendere in tutto il mondo, dobbiamo continuare a monitorare tre elementi che rischiano di ostacolare il raggiungimento dell'obiettivo del 2% fissato dalle banche centrali. Il primo di questi è il prezzo dell'energia, che ha contribuito a far scendere l'inflazione nel 2023 grazie agli effetti base e alla riduzione delle aspettative d'inflazione. Il secondo è il costo unitario del lavoro, che, come emerso dalla crescita dei salari, rimane su livelli più elevati di quelli auspicati dalle banche centrali, pur trattandosi di un problema dovuto alla scarsa produttività, in particolare in Europa e nel Regno Unito. Potremmo assistere al tentativo delle aziende di trasferire ulteriori aumenti dei prezzi ai consumatori per tutelare i margini di profitto. Il terzo sono le politiche fiscali, visto l'altissimo numero di elezioni in programma in tutto il mondo. È improbabile che si verifichino cambiamenti sostanziali nel percorso fiscale prima delle elezioni, quindi questo potrebbe costituire un fattore più importante tra la fine di questo ciclo economico e l'inizio di quello successivo.



Sul piano della crescita il tema principale riguarda il tipo di atterraggio che avremo: morbido, duro o nullo. Abbiamo affermato che se pure si dovesse verificare un atterraggio morbido, questa eventualità è per gran parte già scontata dai mercati e in particolare dagli asset rischiosi come azioni e credito. Riteniamo che un atterraggio morbido richiederebbe tagli proattivi da parte delle banche centrali e comporterebbe una sovraperformance del tratto a breve della curva man mano che vengono scontate ulteriori riduzioni dei tassi. Un atterraggio duro, con conseguente recessione e aumento dei tassi d'insolvenza e di disoccupazione, non è inglobato nei prezzi e causerebbe senza dubbio un calo significativo dei rendimenti lungo tutta la curva oltre a un irripidimento di quest'ultima. Se invece non avremo alcun atterraggio nel 2024, aumenterà la probabilità di un atterraggio particolarmente duro più avanti. Pertanto, i rischi estremi sembrano sbilanciati verso un esito recessivo sfavorevole.

Per quanto riguarda le banche centrali, è importante capire il percorso della politica monetaria e non solo l'esito finale. I mercati sono concentrati sulla pausa e sul potenziale picco dei tassi, ma il ritmo al quale le banche centrali ridurranno i tassi è tutt'altro che chiaro. Le autorità monetarie continueranno a concentrarsi sulla crescita dei salari, in particolare nel settore dei servizi. Benché sia scesa, rimane ancora troppo alta perché i decisori politici possano affermare con certezza che l'inflazione raggiungerà il loro obiettivo. Per quanto riguarda l'entità e la tempistica dei tagli dei tassi, non siamo in disaccordo con l'entità dei tagli inglobati nei prezzi ma riteniamo che i mercati stiano anticipandone troppo l'arrivo.

Tema 2 – La resilienza delle imprese e dei consumatori sarà messa più a dura prova rispetto al 2023

Che anno sarà per le aziende e i consumatori statunitensi? I bilanci aziendali sono ancora solidi, ma cominciamo a osservare un deterioramento dei parametri creditizi. Le aziende hanno dato prova di grande resilienza nel 2023. Nel 2024 sarà fondamentale appurare la tenuta dei margini di profitto in un contesto caratterizzato da maggiori pressioni sui ricavi. Stiamo cominciando a vedere alcune aziende orientate ai consumi parlare di una diminuzione dei volumi, per ora parzialmente compensata dall'aumento dei prezzi. Temiamo che un calo della crescita dei ricavi reali possa determinare una perdita di posti di lavoro e un esito più recessivo. Conseguire uno scenario di atterraggio morbido è una corsa contro il tempo.

Abbiamo bisogno di vedere tagli proattivi prima che i maggiori tassi di rifinanziamento colpiscano i bilanci aziendali, sia nell'universo investment grade in quello high yield. Se così fosse, il credito continuerà a registrare buone performance. Tuttavia, se la Federal Reserve statunitense (Fed) o la Banca centrale europea (BCE) dovessero optare per un ciclo di tassi più alti più a lungo fino alla seconda metà del 2024, allora mi preoccuperei molto di più per la resilienza dei bilanci aziendali.

In questo contesto, la selezione dei titoli e la ricerca fondamentale sono cruciali. Gli investitori obbligazionari devono concentrarsi sulla solidità della generazione di cash flow delle società, sulle loro esigenze di liquidità, sull'accesso a e sulla diversificazione delle fonti di finanziamento, sulla base di asset su cui possono contare nel caso in cui abbiano bisogno di effettuare delle vendite e sulla loro leva operativa.

Per quanto riguarda la resilienza dei consumatori statunitensi, i loro risparmi in eccesso perdurano ma sono in calo, tuttavia gli americani sembrano ben felici di finanziare le proprie spese con le carte di credito. Il proseguimento dei consumi dipenderà dal



mantenimento dei posti di lavoro, soprattutto nelle fasce di reddito più basse. Monitoreremo attentamente l'andamento delle richieste di rinnovo dei sussidi e il tasso di morosità nel settore degli asset-backed securities.

Tema 3 – Fragilità (rischi che stiamo monitorando)

Quando si parla di fragilità nei mercati obbligazionari, il rischio maggiore è, come sempre, quello di una veloce eliminazione della leva finanziaria dovuta alla necessità dei venditori forzati di reperire liquidità. La crisi degli investimenti liability-driven nel Regno Unito è stato l'esempio più recente di ciò che accade quando i venditori forzati agiscono in un mercato illiquido. Nel monitorare la rimozione della leva finanziaria, è inerentemente difficile prevedere dove si annidi l'effetto leva.

I miei timori riguardano i detentori di obbligazioni che sarebbero costretti a cristallizzare le perdite, qualora dovessero subire maggiori perdite di capitale alla fine del ciclo a causa dell'aumento dei default. Questo scenario potrebbe riguardare le imprese di assicurazione e i fondi pensione che presentano disallineamenti tra attività e passività. Anche gli investitori con modelli di business dipendenti da un'elevata leva finanziaria e bassi livelli di tassi sono fonte di fragilità. Gli hedge fund con costi di finanziamento molto elevati, i cui modelli di business non appaiono più sostenibili, potrebbero essere a rischio di rimborsi. Il credito privato non sembra rappresentare un rischio sistemico, ma potrebbe portare a minusvalenze.

Anche l'interruzione della liquidità fornita dalle banche centrali può creare fragilità, poiché il crollo dell'offerta di moneta contribuisce spesso alla recessione. Con l'inasprimento delle condizioni di prestito, le banche cominciano ad aumentare le riserve per le perdite sul credito poiché sono preoccupate dalla qualità degli asset. Oltre all'aumento dei tassi, anche il quantitative tightening e le modifiche alle operazioni di pronti contro termine della Fed incidono sulla liquidità.

Infine, anche le posizioni affollate comportano rischi di fragilità e vanno monitorate ed evitate ove possibile. Attualmente sono molte le posizioni affollate, in quanto gli investitori si stanno posizionando per la fine del ciclo e per uno scenario di atterraggio morbido, motivo per cui stiamo monitorando attentamente le porzioni dei mercati in cui investiamo.

Posizionamento del portafoglio e opinioni sui mercati

Transizione dal sovrappeso di duration alle posizioni orientate a un irripidimento della curva. Abbiamo monetizzato parte dei profitti sul nostro sovrappeso di duration e, soprattutto negli Stati Uniti, ci stiamo posizionando in vista di un aumento dell'inclinazione delle curve. Si tratta di un carry trade negativo, quindi stiamo cercando di operare con modalità più innovative. Riteniamo ancora valido il sovrappeso di duration; tuttavia, il nostro scenario di riferimento prevede una tendenza al ribasso dei rendimenti indipendentemente dal tipo di atterraggio. A livello regionale preferiamo l'Europa e, in misura inferiore, il Regno Unito, perché sono più esposte agli esiti recessivi rispetto agli Stati Uniti.

Sovrappeso sul debito investment grade ma riduzione dell'allocazione nell'high yield. Abbiamo monetizzato i profitti sull'esposizione al credito dopo le solide performance, ma manteniamo il sovrappeso sul credito investment grade. Riteniamo che questo sarà ancora un segmento ideale, poiché l'offerta nel 2024 è scarsa e gli investitori cercheranno di assicurarsi livelli di rendimento interessanti. Pur mantenendo un'esposizione all'high yield, abbiamo ridotto l'allocazione in quanto riteniamo che questo mercato sia più fragile e che gli spread siano relativamente compressi rispetto alle medie storiche.

Panorama dell'universo obbligazionario

Gennaio 2024



Puntiamo a rafforzare l'esposizione a spread di qualità superiore. In particolare, vorremmo intensificare l'esposizione ai titoli sovranazionali e ai mortgage-backed securities, dove continuiamo a rafforzare lentamente le posizioni nella fascia di qualità creditizia superiore.

Forte riduzione del sovrappeso sul dollaro statunitense. Abbiamo mantenuto un sovrappeso sul dollaro USA (USD) durante l'aumento dei rendimenti, per poi passare a una posizione neutrale. Preferiamo mantenere aperte le nostre opzioni per tornare ad avere un'esposizione lunga al dollaro nel caso di una nuova eccezionalità statunitense, ossia di una crescita ancora elevata, o in un contesto di avversione al rischio, in cui il biglietto verde sarà considerato un bene rifugio.

Possibile calo dei rendimenti a prescindere dal tipo di atterraggio. Nel brevissimo termine, i decennali statunitensi sembrano equamente valutati, ma i rendimenti potrebbero scendere con l'inizio del ciclo di tagli, sia in caso di atterraggio morbido che di atterraggio duro. In caso di atterraggio morbido, prevedo che la Fed opererà dei tagli da 100 a 200 pb. In caso di atterraggio duro, la Fed potrebbe ridurre i tassi di 200-300 pb, con un abbassamento dell'intera curva dei rendimenti. Per questo motivo consigliamo di mantenere alcuni sovrappesi di duration, pur rimanendo consapevoli della volatilità dei tassi e della necessità di essere agili in termini di posizionamento e duration.

La preferenza per le obbligazioni indicizzate all'inflazione rispetto a quelle nominali dipende dall'atterraggio. È probabile che i rendimenti reali si muoveranno in linea con le aspettative sui percorsi delle banche centrali. Attualmente, i tassi d'inflazione di pareggio scontati dai titoli indicizzati all'inflazione sono alquanto ragionevoli, e in alcuni casi sottovalutati. A mio avviso, in uno scenario di atterraggio morbido o nullo, i tassi di pareggio dovrebbero salire, il che favorirebbe i titoli indicizzati all'inflazione rispetto a quelli nominali. Nell'eventualità di un atterraggio duro, invece, l'inflazione di pareggio scenderebbe in maniera significativa, causando una sottoperformance delle obbligazioni reali. Lo scenario peggiore per i titoli indicizzati è quello di un'elevata volatilità e di un atterraggio particolarmente duro, in cui questi titoli subirebbero un crollo repentino e molti investitori speculativi e operatori con leva abbandonerebbero l'asset class. Tuttavia si tratterebbe di un'anomalia a breve termine, di cui i gestori attivi potrebbero approfittare, per cui monitoriamo i partecipanti al mercato complessivo dei titoli indicizzati all'inflazione.

I mortgage-backed securities sono interessanti a medio e lungo termine. Di recente, l'attenzione si è concentrata maggiormente sui mortgage-backed securities (MBS) e gli spread si sono notevolmente ridotti. Anche a queste valutazioni, continuiamo a giudicare positivamente gli MBS come alternativa al credito societario e riteniamo che siano ancora interessanti nel medio e lungo termine. A nostro avviso, gli MBS sono un modo conveniente per assumere un'esposizione corta alla volatilità nonché per esprimere in modo efficace l'irripidimento della curva. Preferiamo sottopesare la porzione con cedole più basse dell'asset class e giudichiamo favorevolmente l'esposizione a Ginnie Mae, che riceve una ponderazione del rischio del 9% e gode del favore delle banche. Fortunatamente, disponiamo di un ottimo team di investitori in titoli garantiti da ipoteca che ci aiuta a trovare i collaterali idiosincratici che preferiamo all'interno del più ampio pool di asset.

Preferenza per i titoli ad alto rendimento rispetto ai prestiti con leva. Preferiamo l'high yield ai prestiti con leva, e questo per una serie di motivi. La qualità creditizia media ponderata nell'high yield è superiore a quella del mercato dei prestiti. Molti prestiti fanno parte di strutture del capitale "loan only", quindi non vediamo le stesse aspettative di recupero dei cicli precedenti, in cui le strutture di capitale erano composte da un mix di obbligazioni e prestiti. Lo scenario "tassi più alti più a lungo" è negativo per i prestiti. I costi

Panorama dell'universo obbligazionario

Gennaio 2024



degli interessi nelle strutture di capitale "loan only" sono elevati, e ciò peserà sulla generazione di free cash flow di queste società. Inoltre, lo scenario di atterraggio morbido favorisce un'esposizione alla duration nell'high yield, e la domanda tende a provenire maggiormente da investitori a più lungo termine, piuttosto che da investitori a breve termine con un orientamento tecnico.

La bassa volatilità implicita del credito rende conveniente l'utilizzo di derivati per finalità di esposizione. Una caratteristica insolita del mercato obbligazionario negli ultimi 18 mesi circa è stata l'elevata e prolungata volatilità dei mercati dei tassi, a fronte dell'assenza di volatilità in quelli creditizi e azionari. Riteniamo che la volatilità dei tassi dovrebbe diminuire man mano che gli scenari inflazionistici si attenuano, ma ciò dipende in massima parte dalle politiche e dalle dichiarazioni delle banche centrali. Il mio mantra "Devi arrivare in anticipo per non arrivare in ritardo" vale anche in questo caso, in quanto è prudente posizionare il portafoglio in vista delle anomalie di mercato e della risalita della volatilità, in modo da poter fornire liquidità quando il mercato rimane a secco. In questo momento, la volatilità implicita nei mercati creditizi è la più bassa da circa cinque anni a questa parte, e stiamo cogliendo questa opportunità per creare migliori profili di esposizione al rischio utilizzando in maniera oculata i derivati di credito rispetto ai mercati a pronti. Se si prevede un aumento della volatilità nei mercati del credito, l'utilizzo di questi strumenti rappresenta un mezzo più economico per proteggere i portafogli nonché un'esposizione più efficiente al rischio.

Panorama dell'universo obbligazionario

Gennaio 2024



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. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

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** – FS Institutional Advisors, Inc. ("MFSI"), MFS Investment Management e MFS Fund Distributors, Inc. membro del SIPC; **America Latina** – MFS International Ltd.; **Canada** – MFS Investment Management Canada Limited. **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 contravvenga 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 (FIBO) 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.