

## Obbligazioni sotto i riflettori

L'anno della grande biforcazione

### Autore



Pilar Gómez-Bravo, CFA  
Co-CIO, Fixed Income

### In breve

- Tra i principali rischi figurano la possibilità di una guerra commerciale, la presenza di posizioni affollate e il consenso sull'assenza di recessione
- I mercati del credito sono generalmente sopravvalutati, ma alcune anomalie nell'area dei tassi offrono un potenziale valore
- Questo contesto richiede un approccio bottom-up, focalizzato sull'individuazione di specifiche opportunità all'interno del mercato nel suo insieme

Per muoversi nell'attuale mercato obbligazionario è necessaria una profonda comprensione del quadro macroeconomico e dei fattori che lo influenzano. L'incertezza politica negli Stati Uniti (USA) e le tensioni geopolitiche in atto hanno creato un contesto globale impegnativo, con una biforcazione tra le regioni. Le banche centrali reagiscono al momento con politiche monetarie prudenti, in attesa di dati più chiari prima di attuare interventi più significativi. Questo approccio misurato è reso essenziale dalla complessa interazione di elementi quali dazi, dinamiche migratorie, deregolamentazione, politica fiscale e politica energetica.

### Sfide e opportunità nei mercati obbligazionari

**In questo contesto, la gestione strategica del portafoglio è di importanza fondamentale per muoversi nei mercati obbligazionari.** Il disavanzo di bilancio degli Stati Uniti rappresenta un ostacolo ragguardevole all'attuazione delle politiche volute dalla Casa Bianca. Sebbene gli Stati Uniti siano avvantaggiati dal fatto di possedere la valuta di riserva mondiale, si arriva a un punto in cui la sensibilità del mercato ai deficit di bilancio potrebbe aumentare. Indicatori come l'indebolimento del dollaro USA e l'aumento dei rendimenti sul tratto a lunga della curva potrebbero segnalare una crescente insofferenza del mercato per un disavanzo pubblico elevato. Tuttavia, nel breve periodo non si prevede uno shock significativo, come quelli registrati nel Regno Unito e in Francia.

**Una delle principali cause di apprensione nell'universo obbligazionario è il rischio di una guerra commerciale, che non è pienamente scontato nelle attuali valutazioni di mercato.** Tale rischio potrebbe avere gravi ripercussioni sugli scambi commerciali e sulla stabilità economica a livello globale, ed è quindi un fattore cruciale che gli investitori dovrebbero monitorare. Il mercato si confronta inoltre con situazioni di posizionamento estremo in alcune posizioni affollate, che suscitano preoccupazioni sulla liquidità. Al momento la liquidità è stabile, ma un'improvvisa chiusura delle posizioni a leva, come osservato con il carry trade sullo yen lo scorso anno, potrebbe sfociare in sostanziali gap delle quotazioni che potrebbero cogliere gli investitori impreparati. Il consenso pressoché unanime circa l'assenza di un rischio di recessione non tiene conto delle disparità economiche all'interno degli USA, dove alcuni segmenti della popolazione sono ancora in difficoltà e l'incertezza sulle politiche inciderà probabilmente sul sentiment di consumatori e imprese. Un altro rischio per le prospettive di crescita è rappresentato dalla sequenza delle misure politiche, che potrebbero innescare un rallentamento indesiderato dell'economia statunitense prima che si producano benefici macroeconomici.



## **Le valutazioni del mercato obbligazionario globale comportano sia sfide che opportunità.**

I mercati del credito sono generalmente sopravvalutati, ma alcune anomalie nell'area dei tassi offrono un potenziale valore. Gli investitori preferiscono gli asset a bassa duration, ma permane un notevole interesse per il credito nonostante gli spread ristretti. Per muoversi in questo contesto è necessario un approccio bottom-up, focalizzato sull'individuazione di specifiche opportunità all'interno del mercato nel suo insieme. Una strategia paziente e tuttavia agile consente agli investitori di trovare valore in aree caratterizzate da anomalie, tenendo conto dell'asimmetria di rischio e rendimento nei mercati del credito.

## **Posizionamento del portafoglio**

**Alla luce delle valutazioni elevate e delle incertezze di mercato, il posizionamento strategico e l'attenta selezione in aree come il credito investment grade, l'high yield, i mercati emergenti e il credito strutturato rivestono un'importanza cruciale.** Focalizzandosi su specifiche anomalie e mantenendo un portafoglio difensivo con esposizioni globali sia al credito che alla duration, gli investitori possono affrontare meglio le complessità dell'attuale contesto di mercato e cogliere potenziali opportunità per generare valore a lungo termine. Per prendere decisioni di investimento consapevoli sarà essenziale monitorare le politiche fiscali, i movimenti dei tassi di cambio e le tendenze di crescita economica. Una diversificazione prudente e la preferenza per esposizioni di alta qualità possono aiutare a mitigare i rischi e a migliorare la performance del portafoglio in questo contesto economico impegnativo.

### **Investment grade**

L'attuale regime macro di bassa crescita e bassa inflazione gioca a favore del credito investment grade, che presenta caratteristiche più difensive e comporta un minor rischio di default. Ciò nonostante, gli investitori devono stare attenti a un possibile allargamento degli spread in caso di correzione del mercato. Il credito investment grade offre un carry interessante nonostante le valutazioni elevate. Di recente abbiamo iniziato a privilegiare il credito statunitense rispetto a quello europeo, anche se restiamo nel complesso sovraesposti all'Europa.

### **High yield**

I mercati high yield, benché affollati, offrono ancora qualche opportunità, in particolare per quanto concerne specifici titoli a breve scadenza. Il basso volume di emissioni in relazione alla domanda sostiene gli investimenti in questo settore, ma è essenziale adottare un approccio bottom-up incentrato sulle idee degli analisti a causa degli spread estremamente ristretti.

### **Debito dei mercati emergenti**

I mercati emergenti offrono svariate opportunità. Alcuni paesi sono resi interessanti dalla solidità dei bilanci, nonostante il sentiment negativo dovuto al vigore del dollaro. Gli spread del debito emergente investment grade sono meno appetibili, ma scorgiamo opportunità nel segmento crossover.

### **Il credito strutturato**

Il credito strutturato si conferma interessante in virtù della sua natura a tasso variabile e dei margini disponibili in diverse strutture. La diversificazione nell'ambito del credito strutturato, compresi i titoli ipotecari, è necessaria per mitigare i rischi, garantire i profili di liquidità e trarre vantaggio dalle opportunità relative value.

### **Duration**

Come sempre, un altro aspetto cruciale dell'investimento obbligazionario è la gestione della duration, che negli Stati Uniti è resa particolarmente complicata dall'accresciuto rischio di stagflazione. Vista l'incertezza con cui si confrontano le banche centrali, è difficile posizionarsi con convinzione. Reputiamo essenziale adottare un approccio diversificato alle esposizioni ai tassi globali, privilegiando i mercati in cui le banche centrali mantengono un orientamento tuttora restrittivo rispetto allo scenario macro. Ad esempio, mercati come la Corea e il Canada, dove gli istituti di emissione hanno recentemente ridotto i tassi, offrono interessanti opportunità in termini di duration. Lo stesso vale per i mercati europei, dove si prevede che la banca centrale manterrà un orientamento accomodante e si hanno dunque opportunità di sovrappesare la duration. Il segreto è combinare diversi segmenti delle curve e diversi paesi per costruire un portafoglio che contemperi le opportunità di rendimento e di total return. In alternativa alla pura esposizione alla duration, stiamo valutando anche la possibilità di assumere posizioni volte a trarre vantaggio da un irripidimento della curva.



## Conclusioni

In un'ottica futura, le opportunità più interessanti nel mercato obbligazionario si troveranno probabilmente nelle aree in cui le banche centrali hanno ancora politiche restrittive e in cui potrebbero registrarsi anomalie di mercato. Gli investitori devono essere consapevoli dei rischi associati alle posizioni affollate e dei potenziali problemi di liquidità. Un approccio bottom-up prudente e diversificato alla costruzione del portafoglio sarà essenziale per affrontare le complessità dell'attuale contesto di mercato. Coniugando l'allocazione top-down con un rigoroso approccio bottom-up, gli investitori possono posizionarsi in modo da cogliere il potenziale valore offerto dal mercato obbligazionario. ▲

Gli investimenti in obbligazioni possono perdere valore per effetto di una riduzione effettiva o percepita della qualità creditizia dell'emittente, del mutuatario, della controparte o di un altro soggetto responsabile del pagamento, della garanzia sottostante o della variazione delle condizioni economiche, politiche, specifiche dell'emittente o di altre condizioni. Alcune tipologie di strumenti obbligazionari possono essere più sensibili a tali fattori e pertanto più volatili. Gli strumenti di debito comportano inoltre un rischio di tasso d'interesse (all'aumentare dei tassi di norma i prezzi diminuiscono). Di conseguenza, in periodi di rialzo dei tassi il valore del portafoglio può diminuire.

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.

Publicato negli **Stati Uniti** da MFS Institutional Advisors, Inc., una società di consulenza d'investimento con sede negli Stati Uniti e filiale di Massachusetts Financial Services Company ("MFS"). Publicato in **Canada** da MFS Investment Management Canada Limited. MFS Institutional Advisors, Inc. fornisce taluni servizi di sub-consulenza a tutti i portafogli di MFS Investment Management Canada Limited, tra cui la gestione discrezionale degli investimenti per i portafogli non canadesi o per le componenti dei portafogli. Ai sensi di un contratto di sub-consulenza concluso tra MFS Institutional Advisors, Inc. ed MFS Investment Management Canada Limited, MFS offre consulenza d'investimento in virtù di esenzioni legali o agevolazioni normative, ove applicabile. Tale consulenza viene resa fuori dal Canada e alcuni membri del team potrebbero non essere registrati ad alcun titolo presso le autorità di vigilanza canadesi competenti. **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. Publicato a **Hong Kong** da 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 interamente e indirettamente controllata da Massachusetts Financial Services Company, consulente finanziario e sponsor di fondi con sede negli Stati Uniti e registrato presso la Securities and Exchange Commission statunitense. 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"). Publicato a **Singapore** da MFS International Singapore Pte. Ltd., una società a responsabilità limitata registrata a Singapore con numero 201228809M, autorizzata e regolamentata dalla Monetary Authority of Singapore. Publicato in **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. **Per gli investitori professionali in Australia:** 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. **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, China, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria. Questo materiale è rivolto a professionisti dell'investimento per uso informativo generale, senza alcuna considerazione per gli obiettivi di investimento specifici, la situazione finanziaria e le esigenze particolari di una persona specifica. I titoli e/o i settori menzionati nel presente documento sono riportati a mero titolo esemplificativo e non devono essere interpretati come una raccomandazione d'investimento. L'investimento comporta un rischio. I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri. Le informazioni contenute nel presente documento non possono essere copiate, riprodotte o ridistribuite senza l'esplicito consenso di MFS Investment Management ("MFS"). Per quanto siano considerate accurate, tali informazioni potrebbero essere soggette a modifiche senza preavviso. MFS non garantisce o dichiara che siano esenti da errori o omissioni o che siano adatte all'uso previsto da parte di una persona specifica. Fatta salva l'impossibilità di escludere qualsiasi responsabilità ai sensi di legge, MFS non si assume alcuna responsabilità per eventuali inesattezze o per le decisioni d'investimento o per qualsiasi altra azione intrapresa da qualsiasi persona sulla base del materiale incluso in questo documento. MFS non autorizza la distribuzione di questo documento a investitori retail.

Salvo indicazioni contrarie, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi registrati di MFS e delle sue affiliate e possono essere depositati in alcuni paesi