

Obbligazioni sotto i riflettori

Affrontare il rebus delle valutazioni obbligazionarie

Autore



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

In breve

- I rischi di credito sono aumentati ma rimangono contenuti, mentre la trasparenza del credito privato è fonte di apprensione e tiene gli investitori in allerta
- I mercati dei titoli con spread offrono interessanti opportunità bottom-up, anche se le valutazioni onerose rendono preferibile un approccio difensivo, top-down e settoriale
- Una robusta liquidità è essenziale per trarre vantaggio da eventuali anomalie derivanti dalla volatilità

L'intricata rete di relazioni finanziarie, rischi macroeconomici, incertezze globali, dominanza della politica fiscale e sfide poste dalle valutazioni obbligazionarie evidenzia la complessità dell'attuale scenario degli investimenti. In un contesto del genere, riteniamo che una ricerca approfondita, un approccio strategico alla costruzione del portafoglio e un'attenzione alla liquidità possano consentire agli investitori di muoversi con successo nei mercati.

Gestire i rischi e individuare opportunità nei mercati obbligazionari

I rischi di credito sono aumentati ma rimangono contenuti, nonostante la comparsa di qualche "scaraaggio". Acquisire una buona comprensione dei fondamentali del credito assume una crescente importanza, poiché la remunerazione per il rischio di credito offerta dagli spread è storicamente bassa e si rilevano crepe sempre più grandi in segmenti come i leveraged loan, il credito privato, gli immobili commerciali ad uso ufficio e alcuni segmenti del credito al consumo. Questa debolezza è evidenziata dai default e dai fallimenti registrati di recente in questi settori. L'aumento dei costi dell'indebitamento nelle operazioni di rifinanziamento catalizzerà l'attenzione sulle imprese con bilanci più deboli e potrebbe condurre a un aumento dei default, avvalorando la natura ciclica delle tensioni creditizie. I problemi cominciano di norma nelle aree in cui la leva finanziaria è eccessiva, e una stretta creditizia sfocia di solito in una recessione; noi continuiamo a captare attentamente eventuali segnali di accresciute pressioni in un'ottica sia top-down che bottom-up.

L'interconnessione e la scarsa trasparenza costituiscono problemi per il credito privato.

A nostro avviso, i mercati privati si distinguono per la mancanza di trasparenza e l'assenza di prezzi mark-to-market. A causa di queste caratteristiche, gli investitori non dispongono di dati sufficienti per stabilire dove risiedono i rischi, soprattutto perché la rapida crescita dei finanziamenti può tradursi in criteri di sottoscrizione poco rigorosi. L'asset class del credito privato non ha ancora affrontato un ciclo del credito completo, per cui la performance di queste imprese in un contesto di normalizzazione dei tassi rimane incerta. Per quanto concerne il meccanismo di trasmissione all'economia reale, nutriamo timori anche per l'interconnessione dei fondi di investimento con il sistema bancario e le società di intelligenza artificiale (IA), poiché questa accresce la possibilità che i singoli eventi creditizi si trasformino in un problema sistemico.



I consumatori continuano a fare acquisti, sostenuti dalla spesa pubblica e dall'allentamento monetario.

L'economia statunitense, sostenuta in larga misura dai consumi, ha dato prova di buona tenuta nonostante le fluttuazioni. Questi consumi dipendono notevolmente dal primo decile di reddito, che a sua volta dipende dall'effetto ricchezza prodotto dalla continua performance del mercato azionario. Al contempo, la dominanza della politica fiscale si sta rivelando un grave motivo di preoccupazione, non solo negli Stati Uniti ma anche a livello globale, in quanto le dimensioni dei bilanci di molti paesi e un approccio rilassato alla disciplina fiscale suscitano interrogativi sulle aspettative di inflazione e sulla stabilità finanziaria. Inoltre, la Cina risente ancora del crollo del mercato immobiliare, con un aumento dei rischi geopolitici, tra cui le guerre commerciali, che alimentano l'incertezza.

Le valutazioni comportano non poche sfide, ma permangono interessanti opportunità idiosincratiche.

In un quadro di valutazioni onerose in tutte le asset class obbligazionarie, facciamo leva sulla nostra solida piattaforma di ricerca per trovare interessanti idee bottom-up in tutti i settori, le regioni, le categorie di rating e le parti della struttura del capitale. Dato l'attuale livello degli spread, è poco probabile che i rendimenti scaturiscano da un'ulteriore riduzione top-down dei differenziali; di conseguenza, ci concentriamo sulla costruzione di portafogli che coniughino il carry con un potenziale di rialzo dei prezzi. Attualmente scorgiamo valore in alcuni segmenti del credito strutturato, in esposizioni difensive alle obbligazioni corporate, in specifici titoli high yield e nelle emissioni sovrane dei mercati emergenti.

Posizionamento obbligazionario globale

Il nostro scenario di base è ancora coerente con un contesto macro di bassa crescita e inflazione contenuta che dovrebbe favorire rendimenti relativamente interessanti da parte delle obbligazioni globali. Alla luce della bassa volatilità e della scarsa dispersione della maggior parte dei mercati dei titoli con spread, riteniamo che sia importante mantenere un approccio d'investimento attivo e agile. Soprattutto, continuamo a porre enfasi sulla liquidità del portafoglio al fine di trarre vantaggio da future anomalie di mercato.

Credito corporate

Il livello ristretto degli spread nel **credito investment grade** rispecchia sia la buona tenuta dei fondamentali che la solidità del quadro tecnico, con afflussi continui verso questa asset class. Prevediamo che questa situazione proseguirà, in linea con il nostro scenario macro di base, e quindi manteniamo un lieve sovrappeso ma con un orientamento difensivo; abbiamo anche approntato coperture per proteggerci dal rischio di un improvviso allargamento degli spread. Nel **credito high yield** abbiamo ridotto in chiave tattica l'esposizione ai titoli ad alto beta in previsione di una volatilità delle obbligazioni a basso rating verso fine anno. Il quadro generale per il mercato pubblico dei titoli high yield si conferma favorevole, dato il miglioramento della qualità dell'indice, e nei prossimi 12 mesi potrebbe generare rendimenti qualora l'allentamento monetario e fiscale dovesse proseguire. Nel complesso, considerando le valutazioni onerose del credito high yield, prevediamo che i rendimenti saranno generati più plausibilmente dal carry che dalla compressione degli spread.

Tassi

Se una recessione globale appare improbabile nel breve periodo, visto l'allentamento delle politiche economiche, la duration potrebbe registrare buone performance in caso di nuovo rallentamento della crescita. Di conseguenza, manteniamo un lieve sovrappeso di duration, ma con una minore convinzione rispetto al passato per quanto riguarda le posizioni orientate a un irripidimento della curva. Le aspettative sui tassi per gli emittenti sovrani dei mercati sviluppati sembrano abbastanza equilibrate. Riteniamo plausibile un ulteriore allentamento monetario in alcuni mercati emergenti, a condizione che il dollaro USA non si apprezzi in misura significativa. Mercati come Islanda, Corea del Sud, Nuova Zelanda e Australia offrono interessanti opportunità idiosincratiche a livello di tassi.



Gli Stati Uniti sono uno dei mercati in cui manteniamo con maggiore convinzione un sovrappeso di duration, poiché ci aspettiamo un tasso neutrale reale più vicino all'1%, anche se preferiamo le obbligazioni con scadenze pari o inferiori a 10 anni. D'altro canto, non crediamo che l'orientamento restrittivo della Bank of Japan sia adeguatamente scontato dai mercati, ragion per cui in Giappone continuamo a detenere un sottopeso di duration (espresso sul tratto a breve della curva).

Abbiamo ridotto l'esposizione in Europa, in particolare nei paesi europei periferici, visti gli spread storicamente ristretti rispetto alla Germania, anche se continuamo a giudicare con favore il mercato italiano. In Francia siamo passati da un ampio sottopeso a un assetto neutrale in termini di duration, poiché l'ampliamento degli spread rispecchia in larga misura i problemi fiscali e politici futuri del paese. Manteniamo un sovrappeso di duration nel Regno Unito, giacché siamo convinti che la Bank of England sia in ritardo sulla tabella di marcia per quanto concerne l'allentamento monetario.

Quanto ai tassi locali dei mercati emergenti, in America Latina privilegiamo paesi come l'Uruguay, il Perù e il Brasile, che offrono rendimenti reali elevati e beneficiano di cicli elettorali favorevoli. Vediamo con favore anche altri mercati locali, come il Sudafrica, poiché ci aspettiamo un miglioramento della credibilità della banca centrale e una riduzione del rischio fiscale. Prevediamo che la Bank of China manterrà un orientamento accomodante, ma con una curva piatta e rendimenti contenuti, per cui confermiamo il sottopeso di duration in Cina.

Conclusioni

Per affrontare il rebus delle valutazioni obbligazionarie è necessario monitorare attentamente il rischio di credito, far leva su solide capacità di ricerca ed essere preparati a trarre vantaggio dalle anomalie di mercato. Le attuali valutazioni onerose e l'incertezza delle prospettive globali impongono di adottare un approccio strategico e selettivo alla costruzione del portafoglio, utilizzando le competenze degli analisti del credito e degli strategist specializzati in titoli sovrani per individuare le opportunità bottom-up. Persino in questo contesto, siamo convinti che un portafoglio ben costruito possa continuare a produrre rendimenti interessanti dall'universo obbligazionario globale. ▲



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.

Pubblicato 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"). Pubblicato 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. Pubblicato 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"). Pubblicato 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 di Singapore. Pubblicato 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