



Reddito fisso: dalla ripresa all'espansione

Gene Tannuzzo, Responsabile reddito fisso globale

Nel 2022 ci aspettiamo che il filo conduttore del mercato si sposti verso la tradizionale fase espansionistica del ciclo economico. Vediamo cosa implica tutto ciò per gli investitori obbligazionari.

Ostacoli monetari

Per tutto il 2021, la mano invisibile delle politiche monetarie accomodanti a livello mondiale ha sostenuto i mercati finanziari. Per il 2022 si profila invece uno scenario alquanto diverso. Dopo il ridimensionamento degli acquisti di attivi che abbiamo già avuto modo di osservare, dovremmo prepararci a un contesto molto diverso per i tassi d'interesse a breve termine e mettere in conto rialzi per gran parte dei principali istituti centrali. Il venire meno del supporto monetario e le valutazioni iniziali onerose suggeriscono un approccio più selettivo al reddito fisso nel 2022.

Potenziali astri nascenti

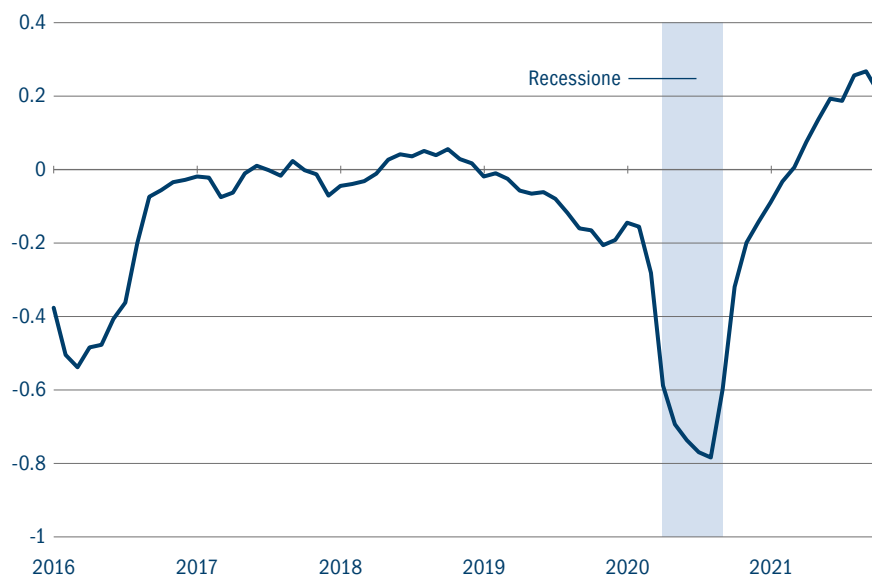
Nei periodi di recessione capita spesso che le agenzie di rating declassino le società le cui sorti economiche iniziano a essere sfavorevoli. Durante la pandemia, il volume di questi "angeli caduti" ha raggiunto livelli senza precedenti: 184 miliardi di dollari di obbligazioni societarie hanno perso il loro status investment grade (IG).¹ Gestione aggressiva dei costi, spese per investimenti, dividendi, riacquisti di azioni e strutture di capitale: tutto ha aiutato a stabilizzare i saldi di cassa delle imprese. Il progressivo ritorno della domanda ha fatto crescere rapidamente i margini di profitto e il free cash flow, consentendo alle aziende di ripagare il debito e migliorare la propria qualità creditizia. Riteniamo che il 2022 sarà l'anno degli "astri nascenti", in quanto molte società high yield verranno promosse e passeranno nella fascia investment grade (Figura 1).





In un contesto in cui l'aumento delle quotazioni resta limitato, i potenziali astri nascenti potrebbero rappresentare una rara opportunità di guadagno. I premi al rischio tra le obbligazioni BB e BBB continuano a offrire valore, senza contare che i prezzi potrebbero salire dal momento che gli investitori si aspettano rating più elevati. Occorre però una ricerca fondamentale mirata sul credito per identificare i titoli promettenti prima dell'intervento delle agenzie.

Figura 1: Astri nascenti: gli innalzamenti del merito di credito delle società high yield stanno superando i declassamenti post recessione



Fonte: Bank of America/Macrobond, ottobre 2021. Tassi di migrazione del credito high yield: upgrade netti su sei mesi mobili in percentuale del valore di mercato, 1° gennaio 2016 - 31 ottobre 2021.

Vantaggi delle opportunità fuori benchmark

L'ondata di liquidità indotta dal Covid-19 ha riportato gli investitori nei mercati finanziari di tutto il mondo, spingendo le valutazioni a livelli storicamente onerosi in gran parte dei mercati obbligazionari liquidi. Le eccezioni degne di nota sono le obbligazioni meno liquide, meno seguite o meno incluse negli indici. Ciò vale in modo particolare per il credito strutturato e i municipal bond. Quasi il 40% dei mortgage-backed securities e asset-backed securities non è incluso in alcun benchmark, comprese gran parte delle opportunità più proficue di questo universo. La stessa dinamica si riscontra nel segmento dei municipal bond, dove la forte frammentazione, i volumi ridotti delle emissioni e la frequente assenza di rating creditizi fa sì che i benchmark di questa classe di attivi escludano spesso molte opportunità. In ogni caso, una strategia attiva e basata sulla ricerca può fare luce sul rapporto rischio/rendimento in queste aree per beneficiare di prospettive di ricavi e rendimenti più allettanti rispetto alle alternative passive.

Dalla ripresa all'espansione

Nel 2022 ci aspettiamo che il filo conduttore del mercato si sposti dallo stato di shock e stupore innescato dalla pandemia alla tradizionale fase espansionistica del ciclo economico. In questo periodo gli investitori obbligazionari traggono molto meno vantaggio dalla detenzione di strumenti associati a un rischio di mercato generico, poiché le banche centrali si apprestano a mettere in atto le loro strategie di uscita. Un approccio più mirato, incentrato sul miglioramento dei bilanci aziendali e delle finanze dei consumatori, dovrebbe portare a migliori risultati nel 2022.





Contesto macroeconomico/Titoli di Stato 2021-2022

Di Adrian Hilton, Responsabile tassi e valute globali

Il 2021 passerà alla storia per l'impiego smodato dell'aggettivo "transitorio". Parlando dei mercati, esso fa riferimento alla battaglia tra l'aumento delle aspettative di inflazione e l'idea che il livello attualmente smodato di incremento dei prezzi si riasserterà il prossimo anno, non appena ci saremo lasciati alle spalle una serie di fattori transitori, quali la riapertura dell'economia, le carenze dal lato dell'offerta (a livello di manodopera e di capitale) e i rincari dell'energia.

Di conseguenza, è stato un anno difficile per i titoli di Stato dei paesi core. Per gran parte dell'anno si è osservato un aumento delle aspettative relative ai rendimenti e all'inflazione, a fronte di risultati di fatto negativi. Contestualmente, le banche centrali hanno mantenuto toni accomodanti, ma in diverse occasioni non sono riuscite a conquistare la fiducia o il supporto del mercato. Anche la nostra convinzione di un contesto caratterizzato da crescita, inflazione e rendimenti obbligazionari più bassi più a lungo è stata messa in discussione, facendo di quest'anno un periodo a tratti più difficile per i nostri fondi.

Quali sono le prospettive? A nostro avviso questo tipo di pressioni inflazionistiche eccezionali non sarà ripetibile e non porterà ad aumenti sostenibili dei salari. Alla luce di ciò, siamo dell'idea che dopo il solido rimbalzo di quest'anno le economie saranno gravate da un'evoluzione negativa dei salari reali, da difficoltà sul fronte fiscale (specialmente nel Regno Unito) e da un certo inasprimento monetario.

I mercati dei titoli di Stato dovrebbero trarre vantaggio da questo contesto, ragion per cui la nostra previsione centrale è quella di rendimenti superiori nel 2022 rispetto al 2021.



Investment grade 2021-2022

Di Alasdair Ross,
Responsabile credito investment grade, EMEA

Per i mercati del credito investment grade, il 2021 sarà ricordato come un anno di bassa volatilità degli spread, in netto contrasto con i 12 mesi precedenti. Gli spread IG globali si sono mossi entro una forbice di circa 20 pb da gennaio 2021 a metà novembre 2021, mentre nel 2020 abbiamo osservato un intervallo molto più ampio, di oltre 240 pb.

Questo livello estremamente basso di volatilità e dispersione si traduce in maggiori difficoltà per la gestione attiva e, anche se gran parte dei nostri fondi ha sovraperformato quest'anno, l'entità della sovraperformance è inferiore rispetto all'anno scorso.

Quali sono le prospettive per l'anno a venire? Abbiamo un giudizio piuttosto neutrale sul livello degli spread, che riflette l'equilibrio tra fondamentali positivi e valutazioni onerose. Nello specifico, mentre le condizioni a livello di politiche sembrano convergere lentamente nella "direzione sbagliata", gli attuali tassi d'interesse bassi e/o negativi e i livelli futuri ipotizzati continueranno a offrire un contesto propizio per il mercato.

In secondo luogo, l'economia globale potrebbe conoscere un modesto rallentamento, ma per il credito investment grade l'ideale sarebbe un scenario di crescita contenuta ma positiva ("né troppo caldo, né troppo freddo"). Tale scenario creerebbe un clima utile per tenere a freno un'eccessiva esuberanza nei consigli aziendali, scongiurando al contempo il rischio di eclatanti declassamenti o peggio. La qualità del credito societario sta andando anch'essa nella giusta direzione e ci aspettiamo che gli indicatori chiave tornino ad attestarsi sui livelli di fine 2019 entro fine di quest'anno.

Infine, ci attendiamo ancora un ritorno della domanda di classi di attivi generatrici di reddito con livelli di rischio più bassi, come il credito IG, tutto ciò in un periodo di nuove emissioni ridotte e di continui acquisti da parte delle banche centrali in Europa.





Ma allora perché non siamo più ottimisti? Il problema sono le valutazioni o gli spread. L'attuale livello degli spread creditizi è ben superiore alla media di breve termine (5 anni) e alla media a lungo periodo (20 anni), nonché più oneroso di poco più di 0,5 deviazioni standard rispetto alla seconda.



High yield 2021-2022

Di Roman Gaiser,
Responsabile high yield, EMEA

Per i mercati del credito high yield europeo, il 2021 sarà ricordato per il miglioramento della qualità creditizia, testimoniato sia dal ritorno degli astri nascenti sia dal crollo delle aspettative di default al di sotto dell'1%. Ciò appare in netto contrasto rispetto al 2020, quando i volumi del mercato e la qualità del credito crebbero in ragione del numero e del tipo di emittenti entrati nell'universo dell'high yield europeo, mentre gli "angeli caduti" e le aspettative di default raggiungevano livelli quasi a due cifre.

Gli spread dell'high yield europeo hanno viaggiato avanti e indietro su una forbice di 100 pb negli ultimi 12 mesi, toccando i minimi a metà settembre. Gli spread creditizi sono tornati ai livelli pre-Covid, aiutati dal miglioramento dei fondamentali societari e dalle evoluzioni positive sul fronte dei rating. Ciò si è tradotto in minori aspettative di default poiché le banche centrali hanno continuato a sostenere il principio dei tassi "più bassi più a lungo", offrendo un buon supporto alla classe di attivi.

Cosa ci aspetta il prossimo anno? L'high yield europeo continua ad essere sostenuto da prospettive di crescita positive e da fondamentali societari in miglioramento. L'aumento dei casi di Covid-19, così come i recenti sviluppi relativi alla variante Omicron, servono da monito per non dimenticarsi del rischio. Tuttavia, gli sforzi per evitare i lockdown e sostenere il contesto economico in miglioramento restano un obiettivo chiave per gran parte dei governi. I fattori tecnici di mercato sembrano bilanciati: i timori d'inflazione

connessi alle carenze a livello di offerta e manodopera, così come le interruzioni delle catene logistiche, hanno messo sotto pressione le curve dei rendimenti dei titoli di Stato, senza contare che le banche centrali iniziano a distaccarsi dalle politiche monetarie accomodanti.

Tuttavia, l'appetito per il reddito e gli attivi generatori di rendimenti più alti resta elevato e i nuovi emittenti sbarcati sul mercato offrono una serie di opportunità. Con gli spread più alti di quasi 100 pb rispetto ai minimi del 2021 e ormai tornati ai livelli osservati 12 mesi fa, le valutazioni appaiono eque malgrado il recente aumento delle incertezze. Le aspettative di una ripresa economica continua post-pandemia sembrano scontate, mentre le apprensioni relative ai default sono scese a minimi storici. Con i premi al rischio in prossimità dei minimi storici, alcuni temono che la compensazione per la volatilità imprevedibile sia limitata. Ciononostante, con la ripresa dei rendimenti e una duration moderata, l'universo dell'high yield europeo offre una serie di opportunità.



Per maggiori informazioni, visitare
columbiathreadneedle.it



Avvertenze:

Esclusivamente ad uso di investitori professionali e/o a tipologie di investitori equivalenti nella propria giurisdizione (non utilizzare o trasmettere a clienti retail). Il presente documento ha fini pubblicitari.

Questo documento viene distribuito unicamente a scopo informativo e non deve essere considerato rappresentativo di un particolare investimento. Non costituisce un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsivoglia titolo o altro strumento finanziario, né alla fornitura di servizi o consulenza in materia di investimenti. **Investire comporta dei rischi, tra cui il rischio di perdita del capitale. Il capitale è a rischio.** Il rischio di mercato può riguardare un singolo emittente, settore dell'economia, industria ovvero il mercato nel suo complesso. Il valore degli investimenti non è garantito e di conseguenza gli investitori potrebbero non recuperare l'importo originariamente investito. **Gli investimenti internazionali** comportano alcuni rischi e una certa volatilità in ragione della potenziale instabilità politica, economica o valutaria e di principi contabili e finanziari differenti. **I titoli nominati nel presente documento sono forniti a scopo illustrativo, sono soggetti a variazioni e non vanno interpretati come una raccomandazione di acquisto o di vendita. I titoli esaminati potrebbero rivelarsi o meno redditizi.** Le opinioni espresse sono valide alla data indicata, possono cambiare al mutare del contesto di mercato o di altre condizioni e possono differire da altre opinioni espresse da altre società consociate o affiliate di Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Le decisioni di investimento o gli investimenti effettivamente realizzati da Columbia Threadneedle e dalle sue affiliate, per conto proprio o per conto di clienti, possono non riflettere necessariamente le opinioni espresse. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una consulenza d'investimento e non tengono conto delle circostanze specifiche di ciascun investitore. Le decisioni di investimento dovrebbero essere sempre effettuate in funzione delle esigenze finanziarie, degli obiettivi, delle finalità, dell'orizzonte di investimento e della tolleranza al rischio di ciascun investitore. Le classi di attivi descritte potrebbero non essere idonee per tutti gli investitori. **I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e nessuna previsione deve essere considerata come una garanzia.** Le informazioni e le opinioni fornite da terze parti sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non si rilascia alcuna garanzia in merito alla loro accuratezza e completezza. Il presente documento e i relativi contenuti non sono stati esaminati da alcuna autorità di regolamentazione.

Per il SEE: pubblicato da Threadneedle Management Luxembourg S.A. Registrata presso il Registre de Commerce et des Sociétés (Lussemburgo), numero di iscrizione B 110242, 44, rue de la Vallée, L-2661 Lussemburgo, Granducato di Lussemburgo.

Columbia Threadneedle Investments è il marchio commerciale globale del gruppo di società di Columbia e Threadneedle. columbiathreadneedle.com

Publicato il 12.2021 | Valido fino al 06.2022 | J32025 | 3948015