

# Commento del PM: attenzione ad ascoltare le voci infondate (e i propri preconcetti)

Autore: Andrew Jackson, Responsabile Fixed Income

Ci troviamo ancora una volta in una fase molto interessante dei mercati finanziari. Negli ultimi vent'anni, rispetto ai miei colleghi, mi è capitato di adottare visioni estreme più in termini di avversione al rischio che non di ricerca del rischio, per questo molti di loro mi considerano «ribassista». In effetti, per molti anni ho cercato costantemente di «autoregolarmi» per assumere un orientamento ribassista automatico.

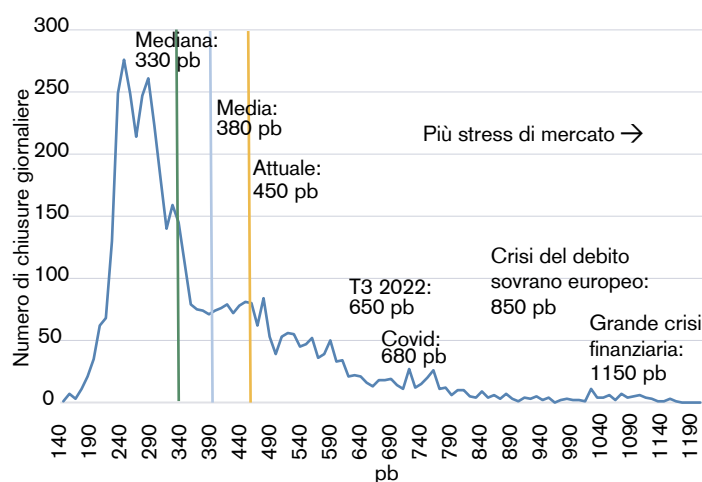
Ora, però, ho cambiato atteggiamento. Piuttosto, riconosco che la mia consapevolezza dei rischi può allontanarmi dall'opinione più diffusa, anche per lunghi periodi. Due importanti precisazioni: in realtà sono molto ottimista riguardo ai mercati del reddito fisso (in particolare quelli meno rischiosi dal punto di vista del credito). Tuttavia, il fatto che i mercati sembrino muoversi quasi inconsapevolmente verso una potenziale crisi mi fa apparire ribassista anche solo per la mia capacità di riconoscere l'esistenza del rischio e ammettere che, se si verificasse una drastica correzione, potrebbe avvenire così rapidamente da farmi assumere un approccio rialzista sulle componenti più liquide e rischiose.

## Non bisogna credere agli eccessi: siamo ancora nei limiti della normalità

Come abbiamo scritto nel nostro ultimo articolo, chiunque legga la stampa finanziaria è portato a credere che siamo già in territorio problematico. Ultimamente le parole chiave sono «recessione...», «crisi...», «volatilità...». I mercati, però, non sono dello stesso avviso. Per riflettere una maggiore percezione del rischio, gli spread sul credito ad alto rendimento – un indicatore del sentiment degli investitori – dovrebbero essere insolitamente ampi. Finora, invece, i nostri due principali indici del credito ad alto rendimento dei mercati sviluppati sono ben all'interno di quello che si potrebbe definire un «intervallo normale». Di sicuro non stanno affatto riflettendo l'isteria paventata dai commentatori, né l'inasprimento delle condizioni di credito che ci aspettiamo di vedere. In Europa, il Markit iTraxx Crossover, un indice composto da credit default swap sugli emittenti ad alto rendimento più liquidi, è all'incirca al 73° percentile e, sebbene sia lontano dalla media aritmetica e dalla mediana, è perfettamente in linea con i livelli del terzo trimestre del 2022 e molto al di sotto di quelli osservati nel terzo trimestre del 2011 o durante la crisi finanziaria globale.

## Spread di credito attuali più ampi della media storica, ma ben al di sotto del territorio di «crisi»

Distribuzione degli spread crossover dal lancio



Fonti: Credit Suisse Asset Management, Bloomberg  
Dati ad aprile 2023

Eppure, ci sono sempre più persone che prestano attenzione ai nostri commenti più ribassisti, notando la nostra cautela riguardo all'inasprimento delle condizioni di credito e alle probabili conseguenze di un ciclo del credito. Questo, insieme al livello leggermente più elevato di discriminazione all'estremità più bassa della gamma di rating, giustifica il nostro timore che un'eventuale profonda stretta creditizia possa comunque essere ritenuta «regolare» invece che scatenare il panico.

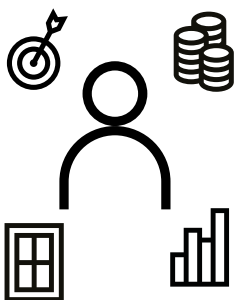
## Essere consapevoli delle influenze

Invece di elencare tutti i cosiddetti «bias», cioè gli aspetti che possono influenzare le nostre decisioni, vorrei soffermarmi sugli aspetti a mio avviso più rilevanti che vale quindi la pena esaminare, e su uno in particolare che ritengo di grande attualità.

## Bias comportamentali nel reddito fisso

### Bias dell'efficace previsione dell'andamento del mercato

Presumere che il corso di ieri fosse quello «giusto» nonostante i fondamentali



### Bias dello scommettitore fortunato

Porre troppa enfasi su un track record basato sui mercati rialzisti, trascurando la gestione del rischio

### Bias della finestra aperta

Se non si coglie il nesso fra volatilità e liquidità; le finestre si chiudono proprio quando servono APERTE

### Bias della percezione gaussiana

Se si interpretano tutte le distribuzioni attraverso la lente dell'esperienza umana, il reddito fisso è una classe di attività asimmetrica e leptocurtica

## Bias comportamentali

- **Bias dell'efficace previsione dell'andamento del mercato:** presumere che il corso di ieri fosse quello «giusto» nonostante i fondamentali.
- **Bias della finestra aperta:** non cogliere il nesso fra volatilità e liquidità – le finestre si chiudono proprio quando servono APERTE.
- **Bias dello scommettitore fortunato:** porre troppa enfasi su un track record basato sui mercati rialzisti, trascurando la gestione del rischio.
- **Bias della percezione gaussiana:** se si interpretano tutte le distribuzioni attraverso la lente dell'esperienza umana, il reddito fisso è una classe di attività asimmetrica e leptocurtica (risultati orientati verso la media aritmetica).

Il bias finale si potrebbe a mio avviso definire «**mancanza di uno storico rilevante**». Cercherò di descriverlo attraverso un'ipotetica conversazione fra un potenziale investitore e un professionista del mercato finanziario all'interno di una determinata classe di attività.

**Investitore (INV):** Qual è la sua attuale allocazione alla classe di investimento XYZ?

**Professionista del mercato finanziario (PMF):** Netto sovrappeso.

**INV:** Perché un sovrappeso così elevato?

**PMF:** Offre un premio rispetto al credito societario pubblico investment grade liquido e presenta livelli di volatilità inferiori. Anche i fondamentali del credito sono molto solidi e le operazioni di emissione sono molto conservative.

**INV:** Ok, sono d'accordo con la sua prima affermazione. Anche se mi preme sottolineare che il premio forse non è così elevato e, anzi, è inferiore al recente movimento degli spread nel settore del credito investment grade. Ma mi spieghi meglio la questione della mancanza di volatilità e dei fondamentali di alta qualità.

**PMF:** In passato, questa classe di attività ha registrato una volatilità di appena il 3%.

**INV:** Per avere una volatilità così bassa deve trattarsi sicuramente di una classe di investimento illiquida che effettua poche negoziazioni.

**PMF:** No, il motivo dell'assenza di ribassi è che c'è sempre qualcuno che detiene elevata liquidità in attesa di acquistare qualsiasi titolo che scambi a meno di 95 centesimi di dollaro USA. Di fatto, la quantità di «dry powder», cioè le riserve di capitale non ancora investite, è attualmente ai massimi storici.

**INV:** E i fondamentali del credito?

**PMF:** Il tasso di default medio a lungo termine è inferiore al 3%, con un tasso di recupero medio dell'80% circa.

**INV:** Sembra allettante. Un'ultima domanda prima di investire.

Da quanto tempo esiste questa classe di attività?

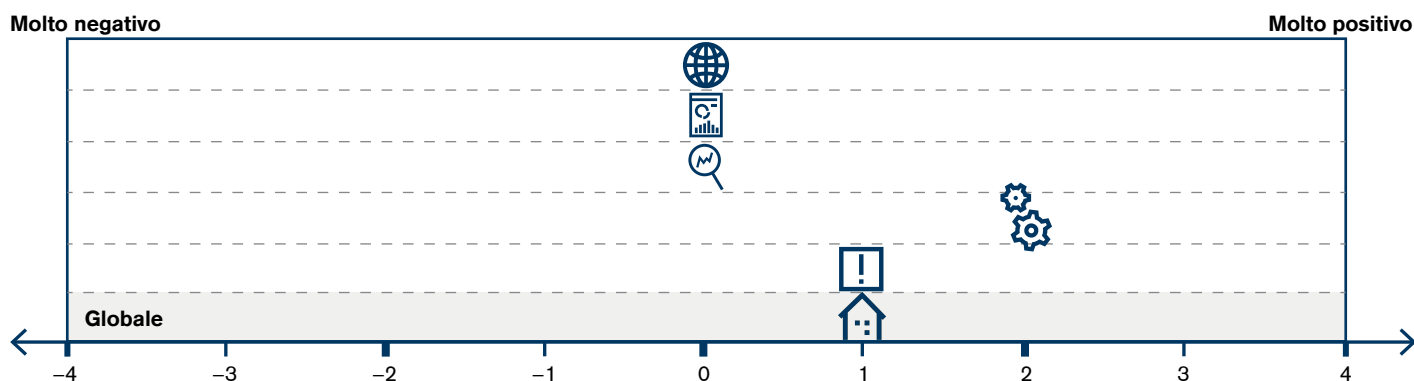
**PMF:** È nata subito dopo l'ultimo ciclo di credito.

Sono abbastanza sicuro che vi siano già venuti in mente uno o più ambiti dell'universo del reddito fisso che ben si adattano a questo esempio. La caccia al rendimento da parte degli investitori, il crescente valore attribuito al premio per l'illiquidità (seppur raramente, se non mai, quantificato) e il desiderio delle banche di ridurre l'effetto leva hanno fatto emergere alcune nuove classi di attività nell'universo del reddito fisso. Queste sottoclassi di investimento tendono a essere private, hanno finora registrato bassi livelli di volatilità e probabilmente hanno caratteristiche nascoste da parecchi dei bias menzionati prima (se non da tutti). Se desiderate ulteriori informazioni sul tema, non esitate a contattarci.

Nel frattempo, ricordate di fare attenzione ai vostri bias e in particolare alla **mancanza di uno storico rilevante**, perché la fase di default, fallimento e inasprimento del ciclo di credito è ormai alle porte.

## Strategia d'investimento reddito fisso di CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT

Propensione al rischio – Investment grade



**Prospettive economiche (invariate)** – I timori di una recessione hanno iniziato a diminuire e l'inflazione sembra aver superato il picco. Tuttavia, permangono incertezze circa il successo del soft landing economico e l'ennesima escalation dei rischi geopolitici.



**Fondamentali del credito (invariati)** – In generale, i fondamentali hanno iniziato a deteriorarsi e si prevede un ulteriore indebolimento futuro, come evidenziato dal peggioramento dei parametri di credito nelle relazioni sugli utili. Per il momento, il segmento IG sembra ancora solido, mentre le preoccupazioni si concentrano principalmente sui crediti ad alto rendimento e su quelli più deboli.



**Valutazione (invariata)** – La maggior parte dei mercati del credito ha iniziato a escludere la possibilità di una recessione. Le valutazioni nel segmento IG non appaiono più così interessanti in un contesto storico, ma grazie alla componente dei tassi continuano a offrire elevati rendimenti pluriennali. Il segmento HY sembra sempre più in difficoltà a causa della contrazione degli spread relativi.



**Sentiment/fattori tecnici (invariati)** – I flussi per le obbligazioni di qualità superiore si confermano positivi e i sondaggi fra gli investitori mostrano il maggior sovrappeso sulle obbligazioni da marzo 2009. La volatilità resta elevata e la liquidità inferiore alla media.



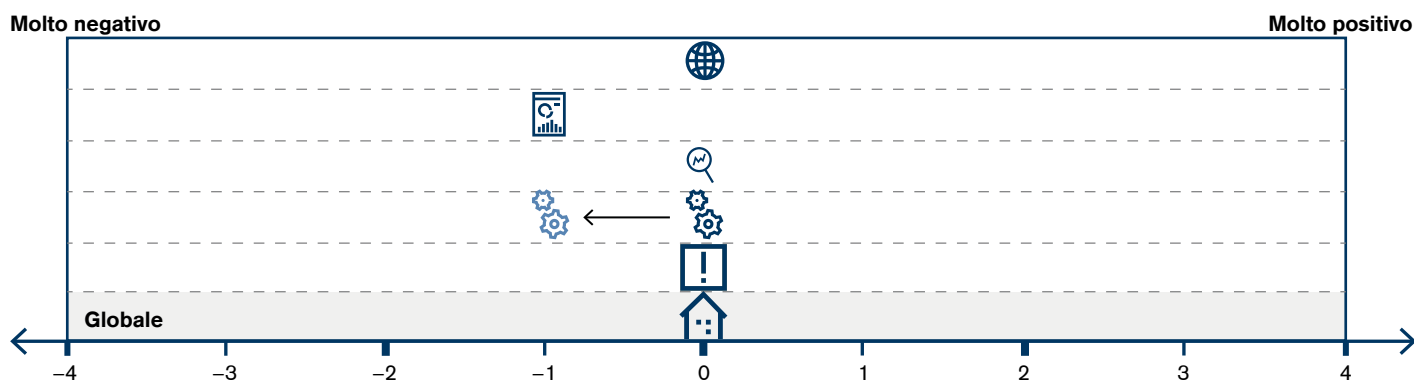
**Tail risk (invariati)** – Sembra che i CB abbiano superato con successo i picchi dell'inflazione, ma il mercato mostra ora segnali di compiacenza escludendo i rischi di recessione. L'effetto immediato della crisi energetica è stato recentemente attenuato dal clima mite.

Fonte: Credit Suisse. Stato al 14.4.2023

A scopo esclusivamente illustrativo.

## Strategia d'investimento reddito fisso di CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT

Propensione al rischio – High yield



**Prospettive economiche (invariate)** – I timori di una recessione hanno iniziato a diminuire e l'inflazione sembra aver superato il picco. Tuttavia, permangono incertezze circa il successo del soft landing economico e l'ennesima escalation dei rischi geopolitici.



**Fondamentali del credito (invariati)** – In generale, i fondamentali hanno iniziato a deteriorarsi e si prevede un ulteriore indebolimento futuro, come evidenziato dal peggioramento dei parametri di credito nelle relazioni sugli utili. Per il momento, il segmento IG sembra ancora solido, mentre le preoccupazioni si concentrano principalmente sui crediti ad alto rendimento e su quelli più deboli.



**Valutazione (invariata)** – La maggior parte dei mercati del credito ha iniziato a escludere la possibilità di una recessione. Le valutazioni nel segmento IG non appaiono più così interessanti in un contesto storico, ma grazie alla componente dei tassi continuano a offrire elevati rendimenti pluriennali. Il segmento HY sembra sempre più in difficoltà a causa della contrazione degli spread relativi.



**Sentiment/fattori tecnici (da 0 a -1)** – I flussi nel segmento a reddito fisso si confermano complessivamente solidi, mentre quelli nel segmento ad alto rendimento continuano a risentire della predilezione degli investitori per gli strumenti di qualità maggiore con prezzi più allettanti. La volatilità resta elevata e la liquidità inferiore alla media.



**Tail risk (invariati)** – Sembra che i CB abbiano superato con successo i picchi dell'inflazione, ma il mercato mostra ora segnali di compiacenza escludendo i rischi di recessione. L'effetto immediato della crisi energetica è stato recentemente attenuato dal clima mite.

Fonte: Credit Suisse. Stato al 14.4.2023

A scopo esclusivamente illustrativo.

Fonte: Credit Suisse, se non altrimenti specificato.

Se non diversamente specificato, le illustrazioni fornite nel presente documento sono state allestite da Credit Suisse Group AG e/o delle sue affiliate con la massima cura e secondo scienza e coscienza.

Il presente materiale costituisce materiale di marketing di Credit Suisse Group AG e/o delle sue affiliate (di seguito "CS") e fornisce informazioni su una strategia. Il presente materiale non costituisce né è parte di un'offerta o un invito a emettere o vendere, né una sollecitazione o un'offerta a sottoscrivere o acquistare titoli o altri strumenti finanziari né a effettuare operazioni finanziarie, né intende indurre o incoraggiare la sottoscrizione di un prodotto, un'offerta o un investimento.

Questo materiale di marketing non costituisce un documento contrattualmente vincolante né un documento informativo richiesto da disposizioni legislative.

"Nessuna parte del presente materiale costituisce una ricerca d'investimento o una consulenza d'investimento e non può essere considerato affidabile in tal senso.

Il presente materiale non è redatto in base alle circostanze individuali né costituisce una raccomandazione personale e non è sufficiente per prendere una decisione d'investimento. Le informazioni e le opinioni contenute nel presente documento sono quelle di CS al momento della redazione e possono cambiare in qualsiasi momento senza preavviso. Esse sono state ricavate da fonti ritenute attendibili. CS non fornisce alcuna garanzia circa il contenuto e la completezza delle informazioni e, dove legalmente consentito, declina qualsiasi responsabilità per eventuali perdite connesse all'uso delle stesse. Salvo indicazioni contrarie, tutti i dati non sono certificati. Le informazioni fornite nel presente documento sono a uso esclusivo del destinatario. Le informazioni fornite nel presente materiale possono cambiare successivamente alla data del materiale senza preavviso e CS non ha alcun obbligo di aggiornare le informazioni. Il presente materiale può contenere informazioni che sono concesse in licenza e/o protette dai diritti di proprietà intellettuale del concessore dell'autorizzazione e dei titolari del diritto di proprietà. Nulla in questo materiale deve essere interpretato in modo da imporre qualsiasi responsabilità ai concessionari dell'autorizzazione o ai titolari del diritto di proprietà. La copia non autorizzata delle informazioni relative al concessore dell'autorizzazione o ai titolari del diritto di proprietà è severamente vietata.

Il presente materiale non può essere inoltrato o distribuito ad altre persone e non può essere riprodotto. Qualsiasi inoltro, distribuzione o riproduzione non è autorizzato e può comportare una violazione del Securities Act statunitense del 1933 e successive modifiche (il "Securities Act"). Possono inoltre sussistere conflitti di interessi relativamente all'investimento. In relazione alla fornitura di servizi, Credit Suisse AG e/o società ad essa collegate possono effettuare pagamenti a terzi o ricevere pagamenti da terzi come parte della propria retribuzione o altrimenti come compenso una tantum o ricorrente (ad esempio commissioni di emissione, provvigioni di collocamento o di gestione). Prima di qualsiasi decisione d'investimento, si invitano i potenziali investitori a valutare in maniera indipendente e accurata (insieme ai loro consulenti fiscali, legali e finanziari) gli specifici rischi descritti nella documentazione disponibile unitamente alle conseguenze giuridiche, normative, creditizie, fiscali e contabili applicabili.

#### **Informazioni importanti per gli investitori in Italia**

**Il presente materiale di marketing è distribuito da Credit Suisse (Italy) S.P.A. a clienti retail e professionali.**

Copyright © 2023 CREDIT SUISSE GROUP AG e/o sue affiliate. Tutti i diritti riservati.

Distributore: Credit Suisse (Italia) S.p.A.<sup>1</sup>, via Santa Margherita 3, 20121 Milano, Italia, csam@credit-suisse.com, credit-suisse.com/it | Agente pagatore: Allfunds Bank SA, State Street Bank International GmbH - Succursale Italia, BNP Paribas Securities Services succursale di Milano | Versione disponibile in lingua: italiano

<sup>1</sup> Persona giuridica presso la quale è possibile ottenere gratuitamente la documentazione completa d'offerta, le informazioni chiave per gli investitori (KIID), il regolamento del fondo e le relazioni annuali e semestrali, se presenti.