

La volatilità è tornata nei mercati obbligazionari – il nostro approccio per gestire mercati agitati

Autore: Andrew Jackson, Head of Fixed Income, Michael Schmid, Head of Swiss Fixed Income

Il regime di rendimenti estremamente bassi seguito alla grande crisi finanziaria e durato un intero decennio, si è bruscamente interrotto nel 2022 quando le banche centrali hanno rialzato i tassi nel tentativo di contrastare un'inflazione persistente. Un rischio elevato di recessione, i continui rialzi dei tassi d'interesse, le tensioni geopolitiche e le carenze energetiche sono solo alcuni dei fattori che complicano la situazione finanziaria ed economica. In questo contesto complesso e divergente, siamo cautamente ottimisti, continuando a preferire i cosiddetti investimenti noiosi: l'investment grade anziché l'high yield e le duration più brevi anziché lunghe sul reddito fisso.

Dopo anni di rendimenti a reddito fisso molto bassi se non addirittura negativi, nel 2022 si è assistito a un aumento dei tassi d'interesse globali. L'aumento dell'inflazione, indotto dal rincaro dei prezzi energetici, dalle criticità nelle supply chain e dalle condizioni tese del mercato del lavoro, ha spinto le banche centrali a implementare una serie di rapidi rialzi dei tassi d'interesse in un contesto di crescita rallentata, caduta dei prezzi degli attivi rischiosi e incertezze geopolitiche persino maggiori.

Dalla fine dell'estate, alcuni dei timori con cui avevano dovuto confrontarsi banche centrali e investitori si sono attenuati. L'inflazione globale è scesa dai livelli massimi la Cina ha abbandonato la propria politica zero Covid e un inverno mite nell'emisfero settentrionale ha ridimensionato i timori di carenze energetiche in Europa. Inoltre, in diverse delle principali economie del mondo la crescita si è rivelata un sorprendente elemento positivo. Gli investitori ne hanno preso atto, diventando più ottimisti sulle prospettive economiche globali.

Ancora una volta, il rally di inizio anno è stato la marea che ha sollevato tutte le imbarcazioni, con i settori più colpiti lo scorso anno che si sono rivelati i più performanti nel 2023 fino ad ora. La narrativa di una recessione lieve ha ceduto il passo a una nuova speranza: che il 2023 sia l'anno in cui le banche centrali potranno decretare la sconfitta dell'inflazione e preparare un "atterraggio morbido" per l'economia globale. Noi siamo scettici su questo ritrovato ottimismo e preferiamo procedere con cautela fino a quando il cielo non sarà più sereno. Dato il contesto, tendiamo a privilegiare gli investimenti in reddito fisso a basso rischio.

Ove questi materiali contengano affermazioni relative al futuro, queste hanno natura previsionale, sono soggette a rischi e incertezze e non sono garanzia di risultati futuri.

Orsi contro tori

Gli ottimisti potranno addurre numerosi motivi per giustificare questo loro sentiment, visto che i recenti dati si sono rivelati migliori del previsto. Ecco qualche esempio.

- Le condizioni del mercato del lavoro rimangono tese in molti Paesi, soprattutto negli Stati Uniti.
- I proxy relativi alla crescita a più alta frequenza, come gli indici su produzione e servizi ISM, si stanno rialzando dall'inizio dell'anno, indicazione di come l'economia sia in grado di gestire questi tassi d'interesse più alti.
- Le aspettative di inflazione a lungo termine rimangono ben ancorate, determinando curve dei rendimenti più piatte con l'estremità lunga spesso invertita per le obbligazioni europee e statunitensi.
- La riapertura della Cina giunge in un momento cruciale e contribuirà ad alleviare le pressioni delle supply chain e a incentivare nuovamente gli scambi a livello globale.

Nonostante questo, i fattori che puntano a un quadro più ribassista non mancano.

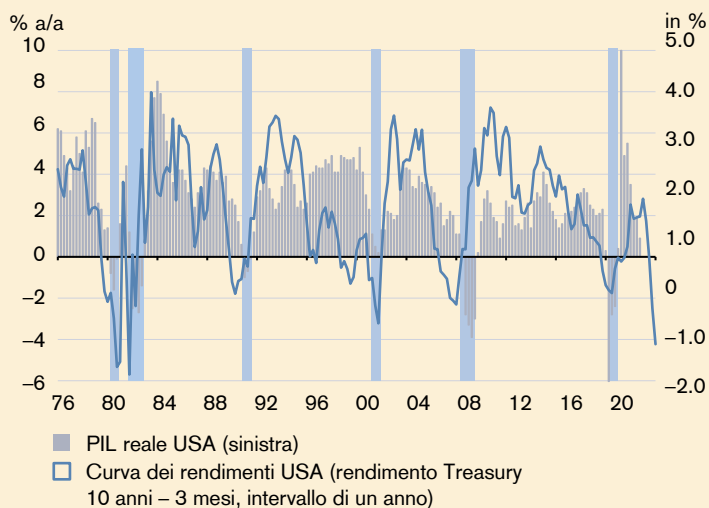
- Storicamente, la Federal Reserve statunitense (Fed) non è mai riuscita a ottenere un atterraggio morbido quando l'inflazione era al di sopra del target del 2% all'inizio del ciclo dei rialzi.
- Gli effetti dei rialzi dei tassi d'interesse che comprimono la crescita possono comunque farsi sentire con un ritardo dal momento che le condizioni finanziarie sono difficili da osservare in tempo reale.
- La tensione dei mercati del lavoro, in un contesto di crisi del costo della vita, aumenta il rischio globale di un'impennata dei salari. Le banche centrali hanno preparato i mercati all'eventualità di altri rialzi dei tassi d'interesse, in quella che potrebbe essere una brutta sorpresa per gli investitori che hanno escluso la possibilità di nuovi rialzi oltre il 2023.

Il valore è nei titoli investment grade, non nelle obbligazioni high yield

Considerato il punto nel ciclo di inasprimento in cui ci troviamo al momento, intravediamo delle argomentazioni convincenti per il reddito fisso come asset class nel 2023. Ciò nonostante, gli investitori devono essere selettivi. Come indicato sopra, anche se possono esserci valide argomentazioni su entrambi i lati, a nostro avviso i rischi sono orientati verso il basso.

L'inversione della curva dei rendimenti negli Stati Uniti è tipicamente seguita da una recessione

(PIL reale statunitense vs irripidimento della curva dei rendimenti USA)



Fonti: Bloomberg, Credit Suisse/IDC
Dati al 14.04.2023

In primo luogo, è difficile ignorare i fatti concreti legati alle correlazioni storiche. La curva dei rendimenti statunitense si è invertita prima di ciascuna delle sei recessioni dagli anni Ottanta del secolo scorso, con intervalli di tempo medi di circa 18 mesi.

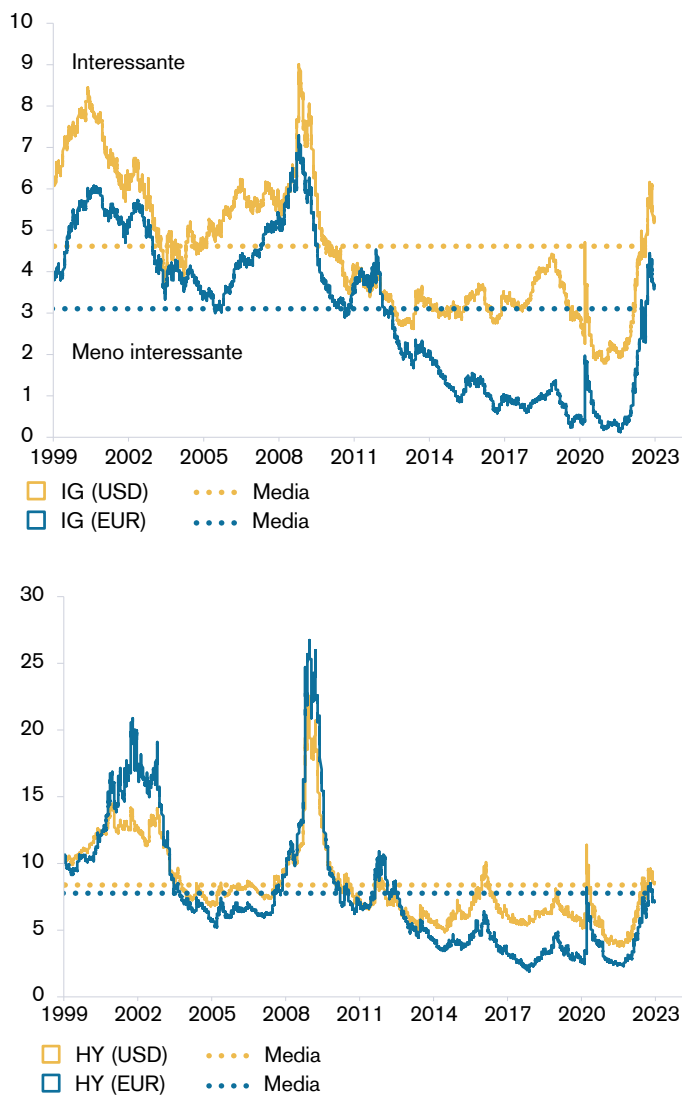
In secondo luogo, gli asset rischiosi probabilmente avvertiranno la pressione sul segmento a breve termine per via di tassi più alti. Con costi di prestito più elevati e tassi a breve termine come il SOFR (Secured Overnight Funding Rate), il finanziamento a leva diventa meno interessante e multipli di valutazione elevati diventano più difficili da giustificare. La caccia al rendimento ha portato molti investitori, abituati agli anni d'oro del decennio precedente, a diventare sempre più dipendenti dal rischio di credito. Quando si tratta di titoli di debito investment grade, riteniamo che il rischio di perdita del capitale in conseguenza a insolvenze societarie sia tollerabile per la maggior parte degli investitori, con un tasso di default medio dello 0,14% annuo secondo quanto riferisce Moody's.

Il tasso di insolvenza, tuttavia, aumenta nettamente se includiamo anche il debito high yield (1,6% annuo). Benché gli spread creditizi siano in generale saliti lo scorso anno, noi riteniamo che gli spread high yield si trovino ora all'estremità stretta delle valutazioni, qualora dovessimo entrare in recessione nel corso dell'anno. Come mostra il grafico sottostante, i rendimenti (in %) per le obbligazioni high yield e investment grade in euro e dollari USA, suggeriscono che il debito high yield si colloca appena o leggermente al di sotto del livello di rendimento medio di lungo periodo.

Ove questi materiali contengano affermazioni relative al futuro, queste hanno natura previsionale, sono soggette a rischi e incertezze e non sono garanzia di risultati futuri.

L'attuale valutazione interessante del debito investment grade rispetto all'high yield

(Rendimenti complessivi [%] per titoli IG e HY nei mercati in euro e in dollari USA)



Fonti: Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP

Attualmente, i titoli governativi a lungo termine rendono meno dei tassi a breve termine a causa dell'inversione della curva dei rendimenti. A ridurne l'attrattiva sono sia la più elevata volatilità sia il carry più basso delle obbligazioni con duration lunga, quanto meno nel breve termine. Un altro fattore che entrerà in gioco i prossimi mesi è l'inasprimento quantitativo. La Fed ha già iniziato a ridurre il volume del debito in bilancio, mentre la Banca centrale europea (BCE) inizierà a farlo a marzo 2023. Lo spostamento delle asset allocation verso il reddito fisso, in ampia misura, dovrà compensare la mancanza di un acquirente marginale: un ruolo assunto dalle banche centrali nel corso dell'ultimo decennio. Cercheremo quindi delle opportunità nelle scadenze brevi e intermedie nel mercato delle obbligazioni societarie in virtù della sua combinazione di rischio di tasso d'interesse basso e carry decente in tutti i nostri principali scenari tranne quello più rialzista.

La maggior parte degli scenari favorisce le duration più brevi

Scenario 1: recessione globale. Gli attivi rischiosi sottoperformano, le obbligazioni societarie sono vulnerabili per via dell'aumento degli spread creditizi. Le obbligazioni con credito elevato di duration lunga sovraperformano.

Scenario 2: ritorno dell'inflazione. Gli attivi rischiosi e le obbligazioni di duration lunga sottoperformano perché le banche centrali devono rialzare i tassi fino a diventare più restrittivi.

Scenario 3: inflazione core persistente. Le banche centrali non possono permettersi di tagliare i tassi perché la persistenza di un'inflazione elevata minaccia di erodere i risparmi e potrebbe creare effetti di secondo round. Le obbligazioni di duration lunga sottoperformano.

Scenario 4: atterraggio morbido. L'inflazione scende al o al di sotto del target delle banche centrali del 2%. La crescita rimane positiva. Le banche centrali possono permettersi di tagliare i tassi; rally per obbligazioni e attivi rischiosi.

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.¹, 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

¹ 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.