
Il 2023 sarà un anno favorevole per la selezione attiva di titoli

Reddito fisso | Febbraio 2023



Tom Murphy

Responsabile obbligazioni investment grade, USA

Domande e risposte dedicate ai driver di rendimento dei titoli *investment grade* nel 2023, alle fonti di opportunità, alla politica della Federal Reserve statunitense, al posizionamento in vista di una possibile recessione e ai nuovi temi settoriali

Quali fattori hanno influito sui rendimenti del segmento investment grade nel 2022?

Quasi tutti i mercati obbligazionari hanno archiviato performance storicamente negative, dovute soprattutto all'aggressiva stretta monetaria attuata dalla Federal Reserve statunitense. I suoi interventi hanno portato i tassi d'interesse dai minimi storici del 2020 (all'indomani della pandemia di Covid-19) a livelli che la maggior parte di noi definirebbe più normali. Ma per i mercati obbligazionari questa transizione dal punto A al punto B è stata particolarmente dolorosa. Il rendimento medio dei Treasury decennali dal 1990 si colloca appena sopra il 4%, non lontano da dove ci troviamo ora, in realtà. Ma si tratta comunque di un bel cambiamento in un periodo relativamente breve, se si pensa che a metà 2020 si attestava solo allo 0,5%. È importante sottolineare che a novembre 2022 circa l'80% delle deludenti performance complessive registrate dagli indici delle obbligazioni societarie investment grade (IG) da inizio anno dipendeva dalle variazioni dei tassi d'interesse, e meno del 20% dall'ampliamento degli spread dettato dai timori per il credito¹.

Fortunatamente, buona parte delle difficoltà legate ai tassi d'interesse sembrano ormai alle nostre spalle e le classi di attivi a reddito fisso, incluse le obbligazioni societarie IG, offrono ora rendimenti interessanti in grado di fornire una certa protezione contro eventuali nuovi rialzi dei tassi.

¹ Analisi di Columbia Threadneedle dei dati di Bloomberg, novembre 2022

Cosa potrebbe influenzare le performance dei titoli investment grade nel 2023?

I fondamentali delle aziende. Man mano che il mercato sposta la sua attenzione dall'aggressiva politica di inasprimento monetario del Federal Open Market Committee (FOMC) all'impatto di questi interventi, vedremo aumentare la dispersione. In particolare, sarà interessante guardare alla resilienza delle aziende in questo contesto. Questo gioca a favore della nostra strategia di selezione del credito/generazione di alfa basata sull'approccio bottom-up. Riteniamo che il 2023 rimarrà un anno propizio alla selezione attiva di titoli.

Vorrei inoltre commentare i dati tecnici dei mercati. La domanda relativamente solida nel segmento a lungo termine della curva del credito ma relativamente debole nelle parti a breve e medio termine del mercato delle obbligazioni societarie IG ha provocato un appiattimento delle curve. A nostro avviso ciò è dovuto alla consistente base di acquirenti di fondi pensione e assicurazioni, attratti dai rendimenti offerti dal segmento a lungo termine (a maggior ragione se si considera lo sconto sui prezzi in dollari) in contrasto con la forte ondata di vendite da parte di fondi comuni ed exchange-traded fund (ETF), che sono per lo più concentrati nel tratto a breve e centrale della curva.

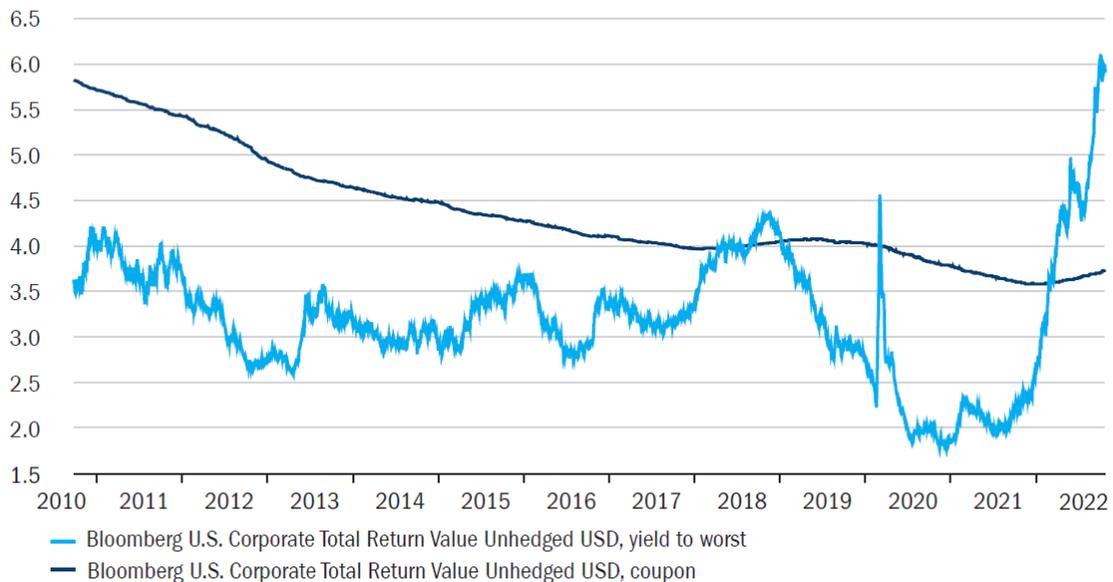
Quanto dureranno le opportunità offerte dal segmento IG nel 2023?

Credo che ci saranno delle opportunità per gli investitori che sapranno selezionare bene i titoli. Proprio ora, se consideriamo parametri come la generazione di cash flow, i margini e la leva finanziaria, all'interno del nostro intero universo di ricerca o nella nostra serie di opportunità questi parametri si trovano ai loro livelli migliori degli ultimi 10 anni. Le recenti tendenze delle agenzie di rating confermano questa opinione: gli ultimi due anni hanno registrato il numero più basso di "angeli caduti" (società IG declassate ad high yield) dal 1997. Come porzione dell'indice BBB, il totale a due anni è attualmente al valore più basso mai registrato.

Tra l'altro, gli interventi delle agenzie di rating sono fortemente orientati a potenziali revisioni al rialzo e non al ribasso. Inoltre, le società IG hanno preso in prestito USD 2.100 miliardi nel 2020 per incrementare la loro base di liquidità a fronte dell'incertezza economica dovuta alla pandemia, e successivamente hanno contratto altri USD 1.800 miliardi di debiti nel 2021 sfruttando il favorevole contesto dei tassi e degli spread. Molta di questa liquidità incrementale giace ancora nei bilanci societari assicurando alle aziende un'enorme flessibilità finanziaria per attraversare questi tempi di incertezza economica. Vista la combinazione di spread attorno alle medie di lungo periodo e rendimenti societari ai loro livelli massimi dal 2009, scorgiamo un gran numero di buone opportunità relative value per costruire i portafogli dei clienti.

Figura 1: rendimento IG rispetto all'indice

The average yield of newly issued investment-grade debt is currently ~230 basis points higher than the average coupon of the Bloomberg index, which may be weighing on new supply.



Fonte: Columbia Threadneedle Investments sulla base del Bloomberg US Corporate Bond Index, una misura del mercato investment grade statunitense. Dati al 9 novembre 2022.

Cosa vi aspettate che accadrà quando il mercato inizierà a scontare una svolta della politica della Fed?

Si sa che i mercati funzionano con una mentalità previsionale. Ritengo che sia più opportuno parlare di una pausa della Fed, piuttosto che di una svolta. Mi pare che, in generale, gli investitori si stiano già preparando a posizionarsi in vista della fine del ciclo di rialzi della Fed, il che dovrebbe favorire il credito. A meno che, ovviamente, non pensino che la Fed si spingerà talmente in là da "rompere" qualche equilibrio, nel qual caso i rendimenti dei Treasury scenderanno a beneficio dei titoli con duration più lunghe. Abbiamo assistito ad allargamenti e restringimenti più ampi degli spread IG nel corso del 2022, ma gli spread sono scesi del 10% dai livelli di inizio ottobre. E non dobbiamo dimenticare che ora rendimenti e spread più elevati offrono un cuscinetto contro ulteriori ampliamenti.

Qual è la performance storica dell'IG nelle fasi di recessione?

Nelle fasi di recessione, gli spread aumentano, il che probabilmente non sorprenderà nessuno. In realtà, però, ogni episodio è a sé. Pertanto, ritengo che dovremmo evitare di focalizzarci su una linea di un grafico e dire che gli spread dell'indice devono andare per forza in una determinata direzione. I mercati sono estremamente pessimisti e sembrerebbe che posizionarsi su asset rischiosi sia una strategia piuttosto difensiva. Inoltre, a livello di emittenti troviamo innumerevoli obbligazioni per le quali gli spread si sono allargati ben oltre i circa 60 pb di ampliamento registrato dall'indice, e in molti casi riteniamo che tale aumento sia ingiustificato sulla base dei fondamentali specifici di tali emittenti.

Quali sono i rischi/le opportunità relativi per il segmento IG statunitense e non statunitense nel 2023?

Siamo dell'avviso che l'economia statunitense sia meglio posizionata di quella europea nel 2023 e questo per una miriade di ragioni. Ciò detto, molti dei nostri emittenti preferiti hanno attività non ubicate negli Stati Uniti, pertanto i nostri analisti di ricerca sono molto concentrati sull'impatto di una domanda potenzialmente più debole da parte dei clienti europei nonché dell'effetto negativo della forza del dollaro.

Quali sono le vostre aspettative di volatilità per il 2023?

La volatilità osservata nel 2022 non scomparirà da un giorno all'altro, ma questo contesto si sposa con il nostro stile di investimento. Tutte le classi di attivi sono divenute più volatili in ragione di un contesto macroeconomico mutevole e incerto. L'indice MOVE, che misura la volatilità dei tassi dei Treasury attraverso il prezzo delle opzioni, si situa su livelli che non si vedevano da 20 anni, se si esclude un breve periodo nel marzo 2020 e durante la crisi finanziaria globale. Quando si toccano livelli tanto estremi di volatilità negli strumenti "privi di rischio" questa invade anche le altre classi di attivi a reddito fisso e il segmento del credito IG ne ha indubbiamente risentito. Il mercato delle nuove emissioni resta attivo ma molte meno società sono disposte ad accedere a questa liquidità visti i tassi maggiori che dovrebbero pagare, anche in questo caso dovuti più alle fluttuazioni dei rendimenti dei Treasury e meno alle variazioni degli spread.

Ci sono specifici settori nell'IG in cui ritenete esistano delle opportunità o dei rischi?

Costruiamo i nostri portafogli da una prospettiva bottom-up concentrandoci su società ben posizionate, con un management competente, che stanno attuando una strategia credibile e che offrono un buon valore relativo rispetto ad altre opportunità. In realtà, quindi, non ragioniamo in termini di settore "buono" o "cattivo". Anche se, va detto, nel processo di identificazione di specifiche società compatibili con i nostri criteri emergono certamente dei temi settoriali, che trovano espressione nei portafogli ormai da qualche tempo: sovrappeso su utility elettriche, assicurazioni sulla vita, servizi bancari, salute, settore alimentare e delle bevande, aerospaziale/difesa, media e intrattenimento.

Qual è il vostro approccio all'investimento responsabile nella gestione del segmento IG?

Da sempre cerchiamo di investire in team dirigenti che praticano una gestione responsabile. Negli ultimi anni, lavorando per integrare l'investimento responsabile nel nostro processo, ci siamo resi subito conto che questa analisi si lega spesso a considerazioni ESG (ambientali, sociali e di governance societaria). Questo per dire che tali fattori sono da tempo considerati in ciò che facciamo, pur in assenza di un esplicito quadro ESG. Riteniamo che i principi ESG siano un'altra lente importante attraverso la quale analizzare i rischi e le opportunità per le società e i settori.



Avvertenze

Esclusivamente ad uso di investitori professionali e/o a tipologie di investitori equivalenti nella propria giurisdizione (non utilizzare o trasmettere a clienti retail). Per scopi di marketing.

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, e/o Columbia Threadneedle Netherlands B.V., regolamentata dall'Autorità olandese per i mercati finanziari (AFM), numero di iscrizione 08068841.

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