



Prospettive sul segmento investment grade EMEA, secondo semestre 2024

Sommario

Sintesi	2	Sentiment e fattori tecnici	7	Riflessioni sui settori	10
Contesto macroeconomico	2	Domanda/Offerta	7	Utilities	10
Politica monetaria	2	Indicatori di volatilità	7	Obbligazioni bancarie senior	11
Crescita economica	3	Temi del credito	7	Immobiliare	11
Fondamentali	4	EUR e USD a confronto	7	Il team Investment grade	12
Fondamentali societari	4	Forma delle curve degli spread creditizi	8		
Fondamentali bancari	5	Banche, aziende e utilities a confronto	9		
Valutazioni	6	Riflessioni sulla struttura del capitale	9		

Sintesi

Nei mesi di maggio e giugno l'inflazione ha finalmente ricominciato a scendere negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Europa. Si prevede che ciò causerà divergenze di politica monetaria tra le diverse banche centrali. La Banca centrale europea, dal canto suo, ha effettuato il suo primo taglio dei tassi dal 2019 all'inizio di giugno, portando il tasso di sconto al 3,75%. La Bank of England dovrebbe presto seguire l'esempio, ma era improbabile che prendesse una decisione di questo tipo nel bel mezzo della campagna per le elezioni generali.

Nonostante le migliori notizie sul fronte dell'inflazione, la Federal Reserve statunitense continua a stimare che quest'anno effettuerà un solo taglio. All'inizio dell'anno il mercato prevedeva che il tasso sui Fed Fund di dicembre sarebbe risultato inferiore al 4%, ma da allora le previsioni sono cambiate.

Nel frattempo, gli spread creditizi si sono dimostrati immuni alla volatilità dei titoli di Stato e delle aspettative sui tassi d'interesse, e il segmento investment grade (IG) ha trascorso gran parte del trimestre intorno a quota 100 pb. Sul mercato primario, l'attività di emissione è rimasta robusta ed è stata accolta da una domanda sostenuta, in quanto gli investitori cercano di approfittare dei rendimenti elevati prima dei tagli dei tassi previsti entro la fine dell'anno.

Per quanto riguarda le nostre prospettive per l'IG, iniziamo valutando il punto del ciclo in cui ci troviamo, concentrandoci sui fondamentali (economici e societari), sulle valutazioni e sui fattori tecnici (sentiment degli investitori, dinamiche di domanda e offerta, ecc.)

Storicamente, quando diversi di questi elementi rappresentano degli ostacoli per gli spread creditizi, si vengono a creare i presupposti per un ampliamento dei differenziali. Ad esempio, una politica monetaria restrittiva, un deterioramento dei fondamentali societari e una contrazione degli spread creditizi tendono a creare le condizioni per un contesto di allargamento dei differenziali. Ciò non significa che gli spread si ampliano immediatamente, ma viene a crearsi uno scenario in cui è più probabile che i differenziali aumentino.

Attualmente la politica monetaria e le valutazioni non sono favorevoli, ma è importante notare che i fondamentali aziendali lo sono.

Riconosciamo che la sottrazione di liquidità (resa più scarsa/costosa) attraverso l'aumento dei tassi d'interesse e l'inasprimento quantitativo può mettere sotto pressione il sistema finanziario. Alcuni segnali in questo senso li abbiamo visti con gli eventi che hanno coinvolto le banche regionali statunitensi e Credit Suisse/UBS, i quali hanno portato alla luce alcune vulnerabilità sul fronte delle passività che non sono state affrontate adeguatamente dalle autorità di regolamentazione. La maggior parte delle modifiche normative introdotte dalla crisi finanziaria globale si è concentrata sul lato del bilancio dedicato alle attività, ossia sui requisiti patrimoniali, mentre poco è stato fatto per migliorare il lato delle passività. Inoltre, riconosciamo che un potenziale rimbalzo dell'attività di fusione e acquisizione (M&A) dopo un 2023 sottotono rappresenterebbe un rischio per le nostre prospettive di stabilità dei fondamentali del credito.

La combinazione di una crescita più bassa, di uno scenario geopolitico incerto, di politiche monetarie restrittive e di valutazioni elevate riduce la capacità dell'asset class di assorbire gli shock esterni o gli errori a livello di politiche.

Le valutazioni si sono spostate di molto rispetto ai massimi del 2022, ma è importante notare che gli spread creditizi possono restare molto tempo al di sotto dei loro livelli medi e mediani di lungo periodo.

Di conseguenza, abbiamo ridotto il rischio di credito complessivo dei nostri fondi – portandolo a un livello quasi neutrale – ma il solido contesto di domanda/offerta e i fondamentali aziendali favorevoli ci impediscono di avere un giudizio più negativo.

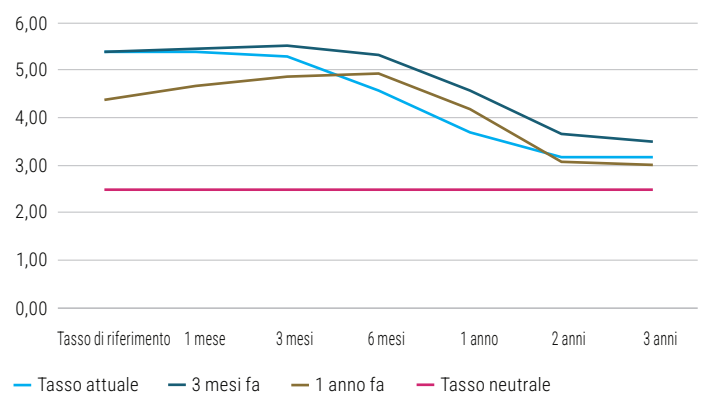
Contesto macroeconomico

Politica monetaria

Dal 2022 le banche centrali hanno adottato politiche monetarie restrittive per combattere l'inflazione dopo un decennio di tassi d'interesse bassi e la riapertura dell'economia a seguito della pandemia globale di Covid-19.

I mercati finanziari globali si aspettano tagli dei tassi nel 2024 (Figura 1). Tuttavia, le tempistiche e l'entità di questi tagli sono particolarmente controverse e hanno causato forti oscillazioni sui mercati. Nonostante i cambiamenti a breve termine nelle aspettative, il quadro generale continua a includere tassi d'interesse elevati, rallentamento dell'attività economica e inflazione in calo.

Figura 1: Aspettative sui tassi in USD

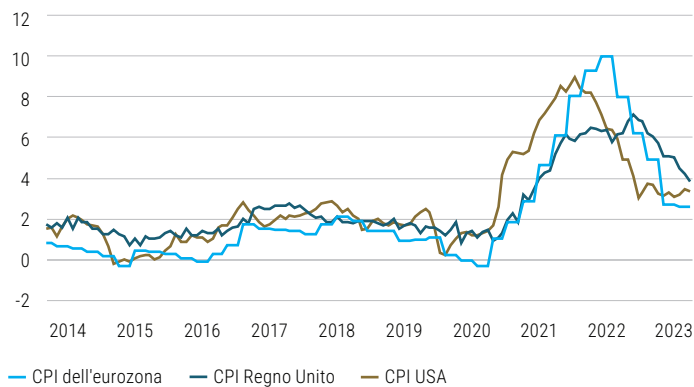


Fonte: Bloomberg e Columbia Threadneedle Investments, maggio 2024

I tassi d'interesse elevati riducono anche l'offerta di moneta rendendo più oneroso l'accesso al credito. Anche l'inasprimento quantitativo (quantitative tightening, QT), ovvero il processo inverso rispetto al quantitative easing, sta sottraendo liquidità al sistema finanziario. Queste condizioni mirano a riportare l'inflazione, che dalla fine del 2022 evidenzia un calo (Figura 2), verso l'obiettivo del 2%.



Figura 2: Inflazione



Fonte: Macrobond e Bloomberg, maggio 2024

Tramite l'aumento dei tassi d'interesse, le banche centrali hanno spinto i rendimenti reali (i tassi di interesse nominali al netto dell'inflazione) al di sopra delle medie di lungo periodo da livelli molto depressi. Quando l'inflazione ha iniziato a mostrare segnali di discesa, le banche centrali hanno potuto mettere in pausa i loro cicli di rialzi e monitorarne gli effetti sull'economia. Questi impatti non sono immediati e i ritardi con cui la politica monetaria agisce sull'economia variano nel tempo.

Di conseguenza, i tassi reali si sono stabilizzati al livello (o appena al di sopra) delle loro medie di lungo periodo, pari a circa il 2% negli Stati Uniti e allo 0,25% in Europa.

Se l'inflazione dovesse continuare a diminuire, le banche centrali potrebbero essere in grado di tagliare i tassi. Questo perché, se mantenessero i tassi invariati, i rendimenti reali aumenterebbero in un contesto di rallentamento della crescita e di calo dell'inflazione, facendo decelerare ulteriormente l'economia.

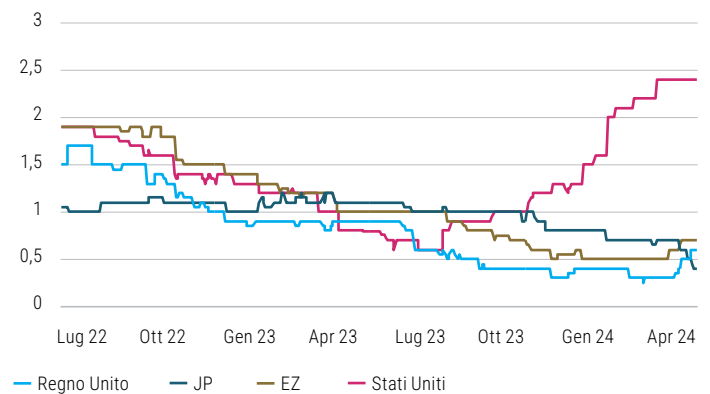
¹ Macrobond e Bloomberg, maggio 2024

A nostro avviso, l'aumento dei tassi, la riduzione dell'offerta di moneta e i rendimenti reali sul livello delle medie di lungo periodo indicano che la politica monetaria rimane restrittiva.

Crescita economica

Le politiche monetarie restrittive rappresentano un ostacolo alla crescita. Fino al quarto trimestre del 2023, le stime di consenso prevedevano un atterraggio morbido sia in Europa che negli Stati Uniti, con una crescita intorno allo 0,5%-1%. In seguito alla sorpresa riservata dal PIL in tale trimestre, il consenso è tornato a prevedere una crescita superiore al 2% negli Stati Uniti, ma ancora intorno allo 0,5% in Europa e nel Regno Unito (Figura 3).¹

Figura 3: Stime di crescita



Fonte: Macrobond e Bloomberg, maggio 2024

Ciononostante, le stime di consenso prevedono una ripresa del rallentamento della crescita nel 2025. Una crescita bassa, ma positiva, è favorevole al credito.

Fondamentali

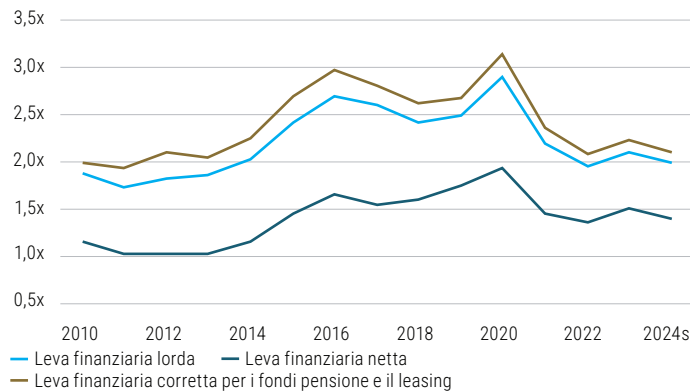
Fondamentali societari

Aggreghiamo i modelli individuali di tutti i nostri analisti per ottenere un trend complessivo del nostro universo di copertura, che non si basa su un indice, ma sui nostri investimenti e rappresenta circa l'80% del rischio degli indici in EUR, in GBP e IG globale.

La leva finanziaria dovrebbe rimanere stabile per gli emittenti europei e migliorare negli Stati Uniti. In entrambe le regioni, stimiamo che la leva rimarrà intorno ai minimi decennali.

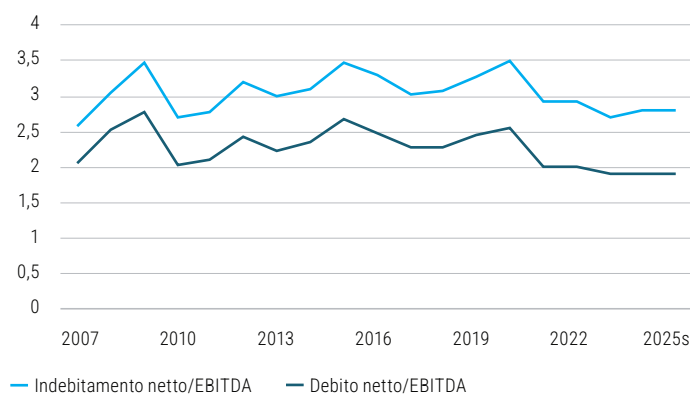
I risultati del primo trimestre del 2024 si sono rivelati migliori del previsto. Negli Stati Uniti prevediamo una crescita dei ricavi del 2% quest'anno e del 3,4% per il prossimo, il che farebbe scendere la leva finanziaria da 1,5x a 1,4x nel 2024 e a 1,2x nel 2025. Anche in Europa abbiamo aggiornato le nostre previsioni sui ricavi, dallo 0% al +1,8% per quest'anno e al +2,4% per l'anno prossimo. La leva finanziaria si è attestata a 1,9x rispetto alle 2x previste, e ci aspettiamo che rimanga tale anche nel prossimo biennio (Figure 4 e 5).

Figura 4: Leva finanziaria degli investimenti in USA



Fonte: Columbia Threadneedle Investments, maggio 2024

Figura 5: Leva finanziaria degli investimenti in Europa



Fonte: Columbia Threadneedle Investments, maggio 2024

² Amgen, Amgen completes acquisition of Horizon Therapeutics PLC, 6 ottobre 2023

³ Pfizer, Pfizer Completes Acquisition of Seagen, 14 dicembre 2023

Nel 2023 la copertura degli interessi si attestava a circa 11x sia negli Stati Uniti che in Europa, in calo rispetto alle 15x del 2021-22. Nei prossimi due anni dovrebbe rimanere piatta in Europa e aumentare fino a 13x negli Stati Uniti.

Il basso livello di leva finanziaria, che dovrebbe rimanere stabile o migliorare, e l'elevata copertura degli interessi favoriscono gli spread creditizi.

Di seguito analizziamo i fattori alla base di questa tendenza a livello settoriale:

Telecomunicazioni

La salita dell'inflazione ha aiutato le società di telecomunicazioni ad aumentare i prezzi: spesso i contratti telefonici e di internet a banda larga sono infatti legati all'inflazione dei prezzi al consumo (misurata dal CPI). Il miglioramento dei prezzi favorisce il miglioramento dei margini. Allo stesso tempo, la diffusione della fibra ottica in Europa è quasi ultimata, il che significa che le future esigenze di spesa in conto capitale saranno inferiori.

I margini più elevati e il calo della spesa per investimenti favoriranno un miglioramento dei free cash flow, che a nostro avviso i team di gestione sfrutteranno per ridurre la leva finanziaria.

Sanità

Di recente abbiamo assistito a un'intensa attività di fusione e acquisizione nel settore farmaceutico. Ne sono un esempio l'acquisto di Horizon da parte di Amgen² e di Seagen da parte di Pfizer³. Queste operazioni includevano il finanziamento del debito, che ha contribuito a far salire la leva finanziaria a livello di settore da 1,2x nell'esercizio 2022 a 1,6x nell'esercizio 2023.

Sebbene alcune aziende farmaceutiche debbano ancora completare i loro portafogli di prodotti o progetti, il settore ha iniziato a ridurre la leva finanziaria, che prevediamo scenderà di 0,6x a 1x entro l'esercizio 2025.

Immobiliare

Il settore immobiliare ha sofferto per tutto il 2022 e il 2023 a causa dell'aumento dei tassi d'interesse da parte delle banche centrali. I valori degli immobili sono diminuiti e la leva finanziaria è aumentata bruscamente.

Ora che il contesto dei tassi risulta più stabile, il mercato delle transazioni immobiliari si sta riaprendo. Prevediamo che nei prossimi due anni le società immobiliari europee effettueranno cessioni, favorendo un miglioramento dei saldi di cassa e una riduzione della leva finanziaria. È possibile anche che le aziende continuino a riacquistare il debito, il che è un fattore positivo per noi creditori.

Le performance delle società immobiliari variano notevolmente in funzione del paese e del segmento di specializzazione. Riteniamo che le obbligazioni emesse dalle società tedesche attive nei segmenti residenziale e degli uffici si trovino in una posizione privilegiata da questo punto di vista.



Media

Appreziamo la stabilità e la resilienza dei flussi di cassa dei fornitori di servizi di informazione e delle agenzie pubblicitarie. Il settore è anche ottimamente posizionato per approfittare dei vantaggi offerti dall'intelligenza artificiale (IA). Dovrebbe generare nuovi flussi di ricavi e aumentare la produttività.

Non ci aspettiamo una riduzione dell'indebitamento nel settore, ma riteniamo che i team di gestione siano determinati a raggiungere gli obiettivi di leva finanziaria.

Industria

Il settore gode di prospettive solide grazie a tendenze di lungo periodo come l'elettrificazione e la digitalizzazione, nonché ai vantaggi derivanti dall'onshoring e dalla massiccia spesa per infrastrutture. Prevediamo che la riduzione dell'indebitamento delle società industriali del segmento IG in cui investiamo passerà da 1,9x nell'esercizio 2023 a 1,5x nell'esercizio 2025.

Beni di consumo, vendita al dettaglio e automobili

Siamo più cauti in questi settori. Temiamo che i costi dei fattori produttivi rimangano elevati e che l'indebolimento della domanda dei consumatori si traduca in margini piatti o in calo. Inoltre, la leva finanziaria di molte società in questi settori si trova ai livelli obiettivo, per cui non ci aspettiamo un ulteriore miglioramento dei bilanci.

Fondamentali bancari

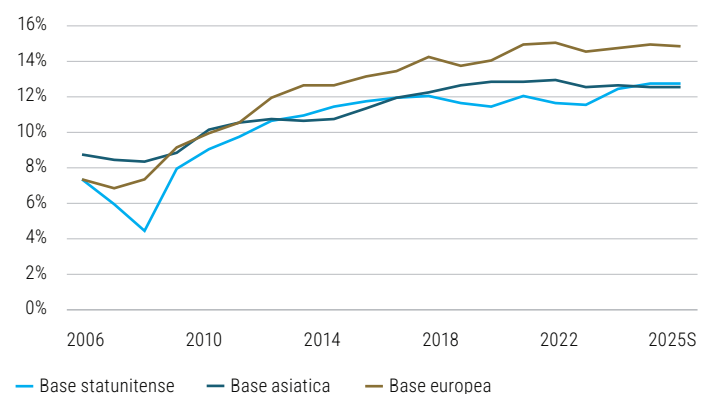
Le banche rappresentano circa il 35% del rischio nell'indice del credito. Il capitale si sta stabilizzando su livelli massimi pluridecennali, sotto la spinta della regolamentazione (Figura 6). Le banche europee sono circa 400 pb al di sopra dei minimi regolamentari e le banche statunitensi si stanno preparando a standard minimi ancora più elevati.

La qualità degli attivi rimane solida, con previsioni sul costo del rischio (una misura prospettica delle perdite sui prestiti) su livelli normalizzati in tutto il mondo. La principale determinante delle future perdite su crediti è la disoccupazione. Stando alle previsioni, i mercati del lavoro rimarranno

solidi, per cui le aspettative sulle perdite dovute ai crediti deteriorati sono positive.

Tuttavia, con il proseguimento del QT, ci avviamo verso un periodo di incertezza per la liquidità bancaria. Il quantitative easing (QE) ha iniettato circa 10.000 miliardi di dollari nei sistemi degli Stati Uniti, del Regno Unito e dell'Eurozona nell'arco di un decennio. Le banche centrali hanno iniziato a ritirare la liquidità circa un anno fa. Stanno procedendo con cautela ma, visti i problemi che hanno travolto le banche regionali statunitensi e Credit Suisse nel 2023, monitoriamo gli sviluppi.

Figura 6: CET1 delle banche



Fonte: Columbia Threadneedle Investments, maggio 2024

E l'attività di M&A?

Spesso è difficile formulare previsioni sull'attività di M&A. Con la stabilizzazione del contesto dei tassi d'interesse, monitoriamo la possibilità di una ripresa ciclica delle fusioni e acquisizioni dopo un 2023 sottotono. Quest'anno abbiamo già riscontrato una certa vivacità nei settori bancario e minerario.

Per concludere la nostra riflessione sui fondamentali societari, pur riconoscendo la possibilità di una ripresa delle fusioni e acquisizioni

e/o di un intoppo a livello di liquidità nel settore bancario, riteniamo che i fondamentali siano solidi. In diversi settori, i bilanci sono in miglioramento. Questo è uno dei motivi principali per cui abbiamo mantenuto il sovrappeso sul beta creditizio nel 2022 e nel 2023.

Valutazioni

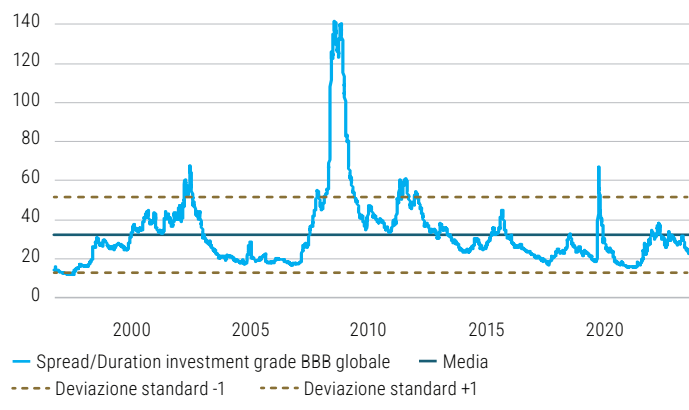
Ci sono molti modi per valutare il valore relativo degli spread creditizi. Poiché l'asset class per sua natura tende a evidenziare un ritorno verso la media, tipicamente il punto di partenza consiste nel guardare al passato. Disponiamo di 50 anni di dati relativi agli spread IG in dollari USA (Figura 7). Nel tempo gli spread del credito societario globale si aggirano in media intorno ai 125 pb. Si noti tuttavia che per la maggior parte del tempo gli spread risultano più elevati rispetto a tale media di lungo periodo, e che in alcuni periodi evidenziano un netto ampliamento (2008-09, 2011, 2015, 2020, 2022), il che dimostra la natura asimmetrica del credito.

A nostro avviso, un modo migliore di considerare la situazione consiste nell'apportare aggiustamenti in base alle variazioni di composizione dell'indice nel tempo per tenere conto dell'evoluzione della qualità del credito e della duration dell'indice nel tempo. Un modo per farlo consiste nell'osservare lo spread per unità di duration del sotto-segmento BBB dell'indice, che può essere considerato come lo spread di pareggio che annullerebbe il carry derivante dall'investimento nel credito rispetto ai titoli di Stato (Figura 8).

In base a questo parametro, l'IG globale risulta più elevato di circa 0,6 deviazioni standard, trainato dagli spread dell'IG in USD più elevati di 0,7 deviazioni standard e dagli spread in EUR più elevati di circa 0,3x. Nel 2022 la discrepanza tra gli spread creditizi denominati in euro e in dollari statunitensi ha raggiunto livelli piuttosto elevati (cfr. Temi del credito), in parte a causa dell'aumento del premio per il rischio sistemico in Europa rispetto agli Stati Uniti, nonché della guerra in Ucraina e della conseguente crisi del gas naturale in Europa. Lo dimostra la differenza tra il rendimento degli swap e quello dei titoli di Stato tedeschi. Il cosiddetto swap spread su un titolo quinquennale in EUR ha oscillato tra lo 0,10% e lo 0,50% (i minimi successivi alla crisi finanziaria globale sono più vicini allo 0,25%); nel 2021 questo differenziale è salito all'1%.

L'espressione più pura degli spread del credito societario è rappresentata dagli asset swap spread (il differenziale di rendimento tra le obbligazioni societarie e i tassi swap) del sotto-segmento BBB per unità di duration (Figura 8). Su questa base, gli spread societari globali risultano più elevati di 0,4 deviazioni standard.

Figura 8: Spread / duration BBB globale

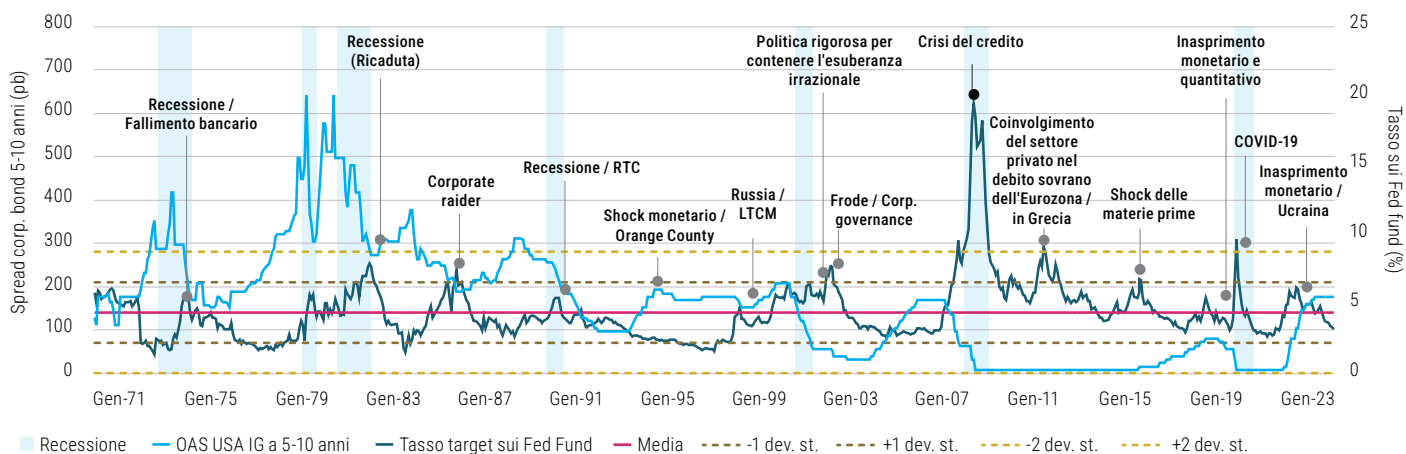


Fonte: Macrobond, Indici BofAML e Columbia Threadneedle Investments, maggio 2024

Nel valutare il valore relativo dovremmo inoltre considerare la distribuzione degli spread creditizi tra le varie categorie di spread, ossia la percentuale dell'indice che viene scambiata a vari livelli di spread. Nonostante l'indice complessivo risulti sopravvalutato di 0,4x, si osserva ancora una discreta dispersione, il che suggerisce che esistono ancora opportunità bottom-up e che alcuni settori appaiono tutt'ora interessanti (cfr. Temi del credito).

A livello di asset class, gli spread costituiscono solo una parte del rendimento complessivo dell'IG. Il rendimento del segmento IG globale si attesta intorno al 5% ed è quindi indubbiamente molto più interessante rispetto a tre anni fa, quando era pari all'1,3%. Grazie a questi rendimenti più elevati, l'asset class potrà ritrovare più facilmente il suo ruolo di elemento di diversificazione all'interno dei portafogli multi-asset dopo un decennio di rendimenti contenuti che hanno limitato questa capacità.

Figura 7: Spread IG in USD a lungo termine



Fonte: Bloomberg, Merrill Lynch, Indice C6A0, maggio 2024

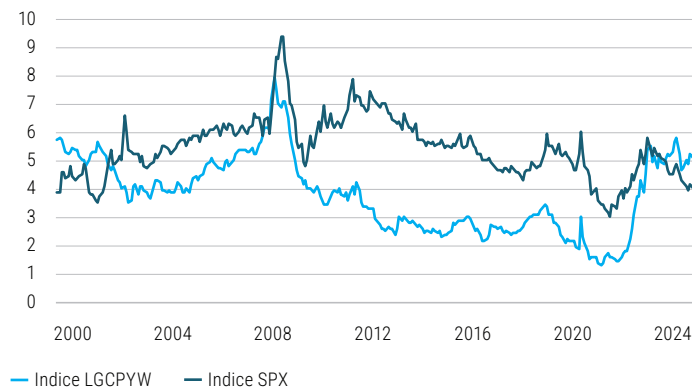
Sentiment e fattori tecnici

Offerta/Domanda

Un indicatore utile dell'equilibrio tra domanda e offerta è l'emissione netta di obbligazioni IG nel mercato primario (come misura dell'offerta) al netto degli afflussi di fondi in fondi comuni ed ETF IG (come misura della domanda). Se si combinano i flussi europei dell'IG e dell'HY (high yield), sulla base di una media mobile a 60 giorni nel corso di 10 anni, la situazione appare positiva in termini storici, anche se è leggermente peggiorata negli ultimi tempi.

L'indicatore forse più importante per valutare il quadro tecnico è il rendimento offerto dal credito IG rispetto alle azioni. Da questo punto di vista ci troviamo nelle condizioni migliori degli ultimi 20 anni! I rendimenti del credito globale si aggirano intorno al 5% rispetto all'earnings yield dell'S&P 500, che si attesta intorno al 4% (Figura 9).

Figura 9: Rendimento dell'IG globale ed earnings yield dell'S&P500 a confronto



Fonte: Bloomberg e Columbia Threadneedle Investments

Un altro indicatore utile è la domanda di attivi a lunga duration da parte dei fondi pensione. La Figura 10 mostra che attualmente i fondi pensione sono completamente finanziati, con attività superiori alle passività. Ora i gestori vorranno assicurarsi questo rapporto di finanziamento. A tal fine, acquistano credito a breve termine, ricevendo il tasso fisso sugli swap a lungo termine, oppure acquistano credito a lungo termine. Ciò ha per effetto una contrazione degli spread degli swap e del credito rispetto ai Treasury, il che fornisce un forte supporto tecnico all'IG.



I rendimenti del credito globale si aggirano intorno al 5% rispetto all'earnings yield dell'S&P 500, che si attesta intorno al 4%.

Figura 10: Stato di finanziamento dei fondi pensione



Fonte: Bloomberg e Columbia Threadneedle Investments, maggio 2024

Indicatori di volatilità

Analizziamo vari indicatori di volatilità per valutare il premio che gli investitori sono disposti a pagare per proteggersi da movimenti di mercato avversi e utilizziamo tale dato come indicatore della più ampia propensione al rischio degli investitori. Questo anche perché, da un punto di vista economico, possedere un'obbligazione societaria può essere considerato concettualmente equivalente all'acquisto di un'obbligazione priva di rischio e alla vendita di un'opzione put sugli attivi della stessa società.

Su questa base, notiamo che la volatilità implicita nei mercati azionari e del credito IG è inferiore alle rispettive medie di lungo periodo ed è elevata nel caso dei Treasury statunitensi. Il motivo risiede probabilmente nel fatto che le prospettive dei tassi d'interesse rimangono incerte, benché ancora in linea con i livelli precedenti all'inizio del QE. Riteniamo che queste condizioni siano indicative di un'avversione al rischio inferiore alla media e che favoriscano gli spread IG. Si noti che lunghi periodi di bassa volatilità potrebbero essere visti come un indicatore contrarian che incoraggia l'uso della leva finanziaria e la ricerca del rischio. In questo momento non lo consideriamo un rischio significativo.

Temi del credito

EUR e USD a confronto

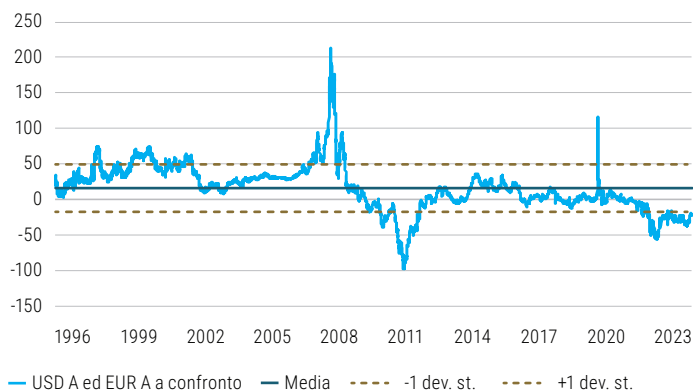
Un tema importante per l'IG nel 2022 è stata la sottoperformance degli spread creditizi denominati in euro rispetto a quelli denominati in dollari USA.

A giugno 2022 l'indice con rating A in USD superava quello in EUR di circa 2,3 deviazioni standard – come nel caso dei titoli BBB. Si sarebbe potuto sostenere che la guerra in Ucraina e la crisi del gas naturale stavano pesando sulle prospettive di crescita dell'Europa. Tuttavia, è interessante notare che in Europa l'HY ha sovraperformato l'IG. La maggiore sensibilità dell'HY alla crescita economica suggerisce che il fenomeno non è stato determinato dai timori per l'espansione congiunturale, bensì da una combinazione della modalità di allocazione degli investitori nell'IG – anziché a livello globale, la maggior parte degli asset IG è investita a livello locale – e dell'aumento del rischio sistemico in Europa rispetto agli Stati Uniti. Ciò ha creato interessanti opportunità relative value: ad



esempio, obbligazioni dello stesso emittente che, in alcuni casi, erano più economiche di 100 punti base in euro che in dollari. La maggior parte di queste opportunità cross-currency si sono poi corrette, ma a livello di indice gli spread creditizi IG in EUR rimangono un po' più convenienti di quelli in USD (Figura 11).

Figura 11: Spread del credito con rating A in USD e in EUR a confronto



Fonte: Bloomberg, Indici BofAML e Columbia Threadneedle Investments, maggio 2024

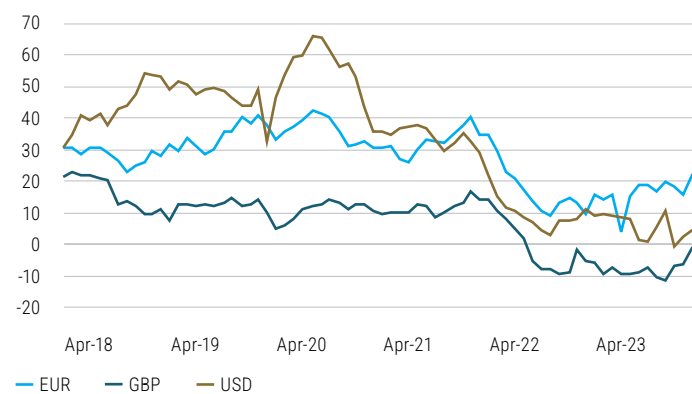
Forma delle curve degli spread creditizi

Un tema interessante in ambito IG è l'appiattimento delle curve del credito – il differenziale di rendimento tra obbligazioni di diversa scadenza dello stesso emittente nella stessa valuta. Normalmente ci si aspetta che le curve del credito siano inclinate verso l'alto per compensare l'incertezza aggiuntiva derivante dall'investimento nelle obbligazioni a più lunga scadenza.

Per misurare e monitorare questo aspetto, abbiamo comparato le obbligazioni decennali e quelle ventennali dello stesso emittente e nella stessa valuta, osservando il differenziale di rendimento nel tempo.

Parte di questo appiattimento è dovuta al fatto che i tesoriери delle imprese preferiscono emettere obbligazioni a più breve scadenza per evitare di dover corrispondere rendimenti elevati più a lungo e preferiscono aspettare che i rendimenti scendano. Per gli investitori, invece, è vero il contrario: abbiamo notato un desiderio di aumentare la duration per ottenere rendimenti più elevati più a lungo e un modo per far ciò è quello di investire in obbligazioni a più lunga scadenza. Inoltre, in seguito all'aumento registrato dai rendimenti dopo l'emissione di questi titoli, una quota consistente di obbligazioni a lunga scadenza viene ora scambiata a prezzi cash molto più bassi rispetto alle obbligazioni a breve scadenza di più recente emissione. A parità di condizioni, gli investitori preferiscono un'obbligazione con un prezzo cash contenuto rispetto a un'obbligazione alla pari. Questo perché in caso di default la perdita data predefinita (loss given default) è inferiore, e la matematica obbligazionaria ci insegna che le obbligazioni con prezzi cash più bassi sono più sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse (maggiore convessità). Di conseguenza, la domanda di obbligazioni a lunga scadenza ha superato l'offerta. Da inizio anno ci sono stati timidi segnali di un'inversione di questa tendenza (Figura 12), ma le curve rimangono piatte.

Figura 12: Curve degli spread creditizi dei titoli a 10 e 20 anni

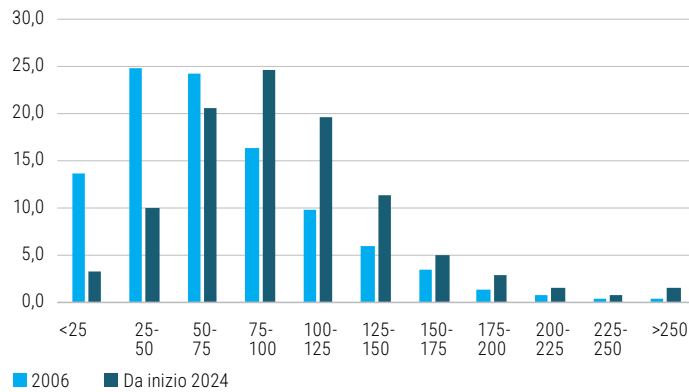


Fonte: Bloomberg, Indici BofAML e Columbia Threadneedle Investments, maggio 2024

Banche, aziende e servizi di pubblica utilità a confronto

Benché gli indici degli spread creditizi risultino ancora leggermente superiori rispetto alle medie di lungo periodo, sotto la superficie si riscontra ancora una discreta dispersione (Figura 13).

Figura 13: Distribuzione degli spread dell'IG globale

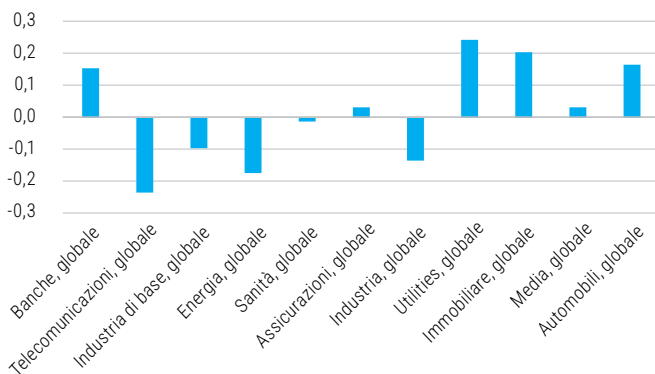


Fonte: Bloomberg, Indici BofAML e Columbia Threadneedle Investments, maggio 2024

Ciò favorisce i processi d'investimento di tipo bottom-up che cercano di cogliere le opportunità di alfa a livello di settori, emittenti o persino obbligazioni dello stesso emittente, senza adottare una visione top-down sulla direzione degli spread creditizi.

A uno sguardo più attento possiamo notare una dispersione anche a livello settoriale, con i settori bancario, dei servizi di pubblica utilità, immobiliare e automobilistico 0,2 deviazioni standard al di sotto dell'indice generale (Figura 14). È chiaro che le società attive in questi settori presentano fondamentali diversi, che stando alle previsioni si evolveranno in modo differente, ma il fatto che gli spread IG quotano su livelli più contenuti non significa che tutti i settori e tutti gli emittenti al loro interno siano ugualmente sopravvalutati (si vedano le Riflessioni sui settori).

Figura 14: Z-spread settoriali



Fonte: Bloomberg, Indici BofAML e Columbia Threadneedle Investments, maggio 2024

Riflessioni sulla struttura del capitale

Un'altra fonte di alfa consiste nello sfruttare le differenze tra obbligazioni con diversi livelli di subordinazione (ossia lungo tutta la struttura del capitale). Ciò è più comune nel settore bancario, dove la regolamentazione impone agli istituti di prevedere diversi livelli di subordinazione delle obbligazioni. La maggior parte degli emittenti societari si limita a emettere obbligazioni senior non garantite, mentre le banche offrono obbligazioni senior privilegiate (SP), senior non privilegiate (SNP), subordinate e subordinate junior – con probabilità di default e tassi di recupero che variano notevolmente da un livello all'altro.

Tra il 2016 e il 2023 il settore bancario ha costruito una fascia di debito "bail-inabile" o "ammesso al bail-in". In genere, si trattava di titoli SNP o debito senior di holding. Nell'arco di otto anni il settore ha aggiunto circa 650 miliardi di euro di questo tipo di obbligazioni alla struttura del capitale. Con l'accumulo di obbligazioni SNP si è verificato un effetto tecnico negativo dovuto alla quantità dell'offerta netta. La Figura 15 (sul retro) mostra come il rapporto tra lo spread del debito SNP e di quello SP si sia ridotto nel tempo, passando da 1,6x nel 2018 a 1,2x attualmente.

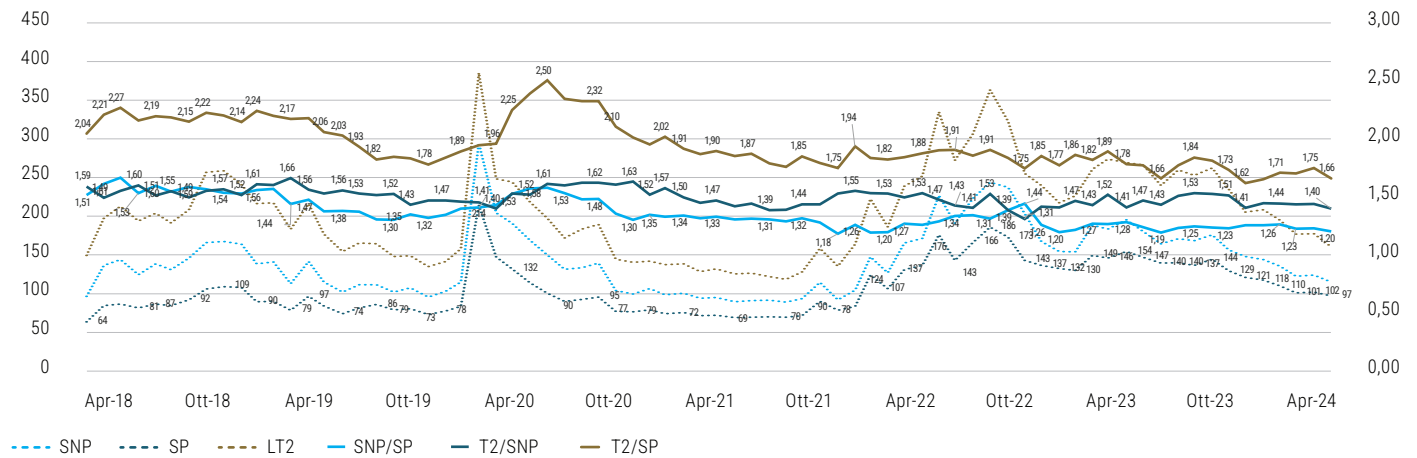
Riteniamo che le riserve finalizzate ai salvataggi siano ormai state create e che l'effetto tecnico negativo sia terminato. Ci aspettiamo pertanto che l'offerta netta a ogni livello del capitale risulti contenuta, ma che aumenti in linea con la crescita del PIL nominale.

Attualmente, riteniamo che il rapporto T2/SNP si aggiri intorno al valore equo di 1,5x. Riteniamo che il valore equo del rapporto SNP/SP sia pari a 1,3x, il che significa che l'attuale rapporto di circa 1,2x indica che questa fascia è lievemente sottovalutata. Ciò si riflette nella costruzione del nostro portafoglio.



Benché gli indici degli spread creditizi risultino ancora leggermente superiori rispetto alle medie di lungo periodo, sotto la superficie si riscontra ancora una discreta dispersione

Figura 15: Coefficiente di spread lungo tutta la struttura del capitale



Fonte: Bloomberg, Indici BofAML e Columbia Threadneedle Investments, maggio 2024

Per quanto riguarda le obbligazioni societarie ibride, stimiamo il loro valore relativo osservando il rapporto tra il loro spread e quello delle obbligazioni senior. Durante il rally della seconda metà del 2023 questo coefficiente si è ridotto significativamente da 4,3 a 3,3. Ciò è dovuto al forte calo del compenso aggiuntivo richiesto dagli investitori per detenere credito societario subordinato (piuttosto che debito senior). Attualmente siamo tornati ai livelli visti l'ultima volta prima della pandemia di Covid-19 e del contesto di avversione al rischio di fine 2022 (cfr. Figura 16).

Riflessioni sui settori

Utilities

In parte grazie alla regolamentazione, ma anche alle esigenze fondamentali della società, le aziende di servizi di pubblica utilità presentano utili più stabili e una migliore visibilità dei flussi di cassa rispetto alle imprese non regolamentate, il che le rende più difensive (meno cicliche). Di conseguenza, le utilities regolamentate tendono

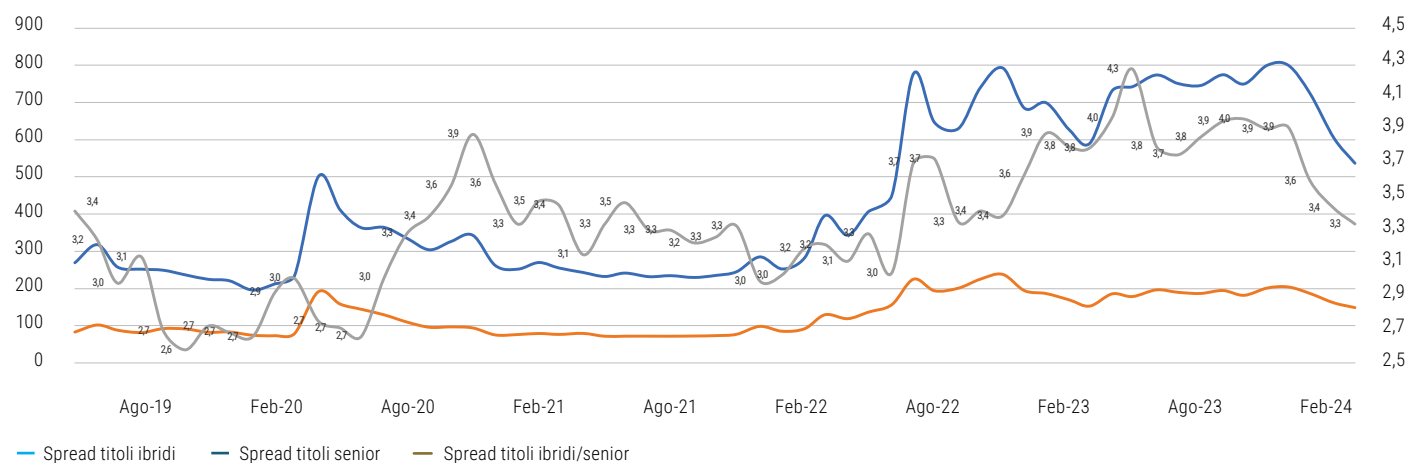
a sovraperformare l'indice generale nelle fasi di recessione. Gli investitori potrebbero nutrire minore fiducia verso gli utili di un'azienda di beni di lusso o verso il numero di auto nuove vendute in un periodo di recessione, ma è improbabile che la domanda di elettricità, acqua e gestione dei rifiuti subisca variazioni significative.

La Figura 17 mostra che gli spread delle utilities in EUR erano inferiori rispetto all'indice generale nel 2008-09, nel 2011, nel 2020 e all'inizio del 2023. È interessante notare che oggi queste società sono sottovalutate rispetto alle loro medie di lungo periodo se confrontate con l'indice più ampio.

Ora che ci addentriamo in un periodo di crescita più bassa, politica monetaria restrittiva e prospettive macro incerte, riteniamo che questo settore rappresenti un'opportunità interessante per rendere più difensivi i nostri fondi.

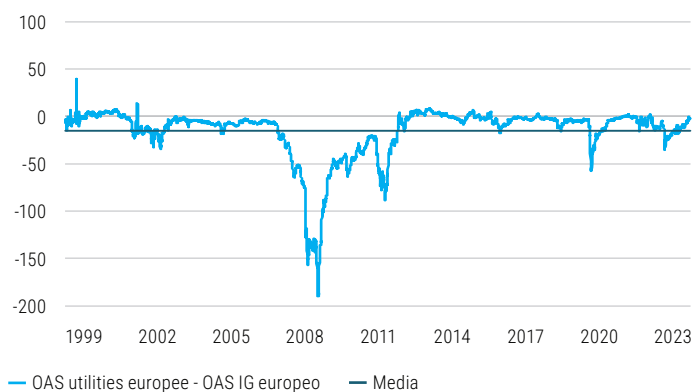
Vogliamo investire negli emittenti giusti, ma pensiamo anche che abbia senso sovrappesare il settore.

Figura 16: Obbligazioni societarie ibride



Fonte: Bloomberg, Indici BofAML e Columbia Threadneedle Investments, maggio 2024

Figura 17: Utilities in EUR meno indice in EUR



Fonte: Bloomberg, Indici BofAML e Columbia Threadneedle Investments, maggio 2024

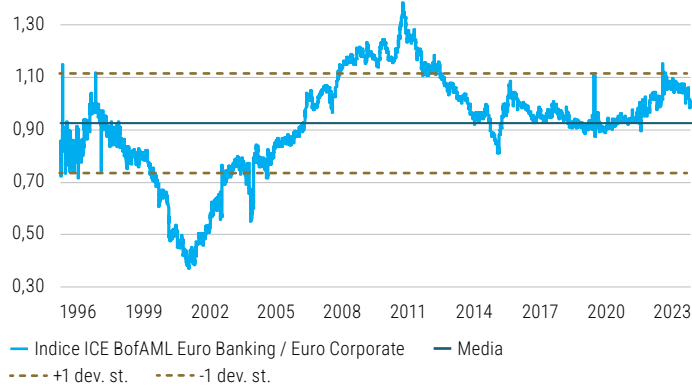
Obbligazioni bancarie senior

Le banche sono tradizionalmente considerate un settore ciclico – orientato all'economia – ma riteniamo che in futuro le cose potrebbero cambiare.

Attualmente il settore è più regolamentato, vanta una base patrimoniale più solida, una migliore qualità degli attivi e una redditività più elevata sostenuta da rendimenti più elevati.

Ciononostante, le obbligazioni bancarie vengono scambiate a sconto (0,5 deviazioni standard) rispetto alle obbligazioni societarie senior con un rating analogo assegnato da agenzie esterne (Figura 18).

Figura 18: Indici delle obbligazioni bancarie e societarie



Fonte: Bloomberg, Indici BofAML e Columbia Threadneedle Investments, maggio 2024

Immobiliare

Il settore immobiliare si è distinto in negativo nel 2022. L'aumento dei tassi d'interesse ha causato problemi. Diversi modelli di business facevano affidamento sul debito a basso costo per finanziare la crescita. È stato necessario adeguare le valutazioni degli attivi. Ciò ha messo sotto pressione la redditività, la leva e la liquidità.

Inoltre, sono state pubblicate diverse notizie di vendite allo scoperto e sono stati sollevati dubbi sulla disponibilità delle banche a prorogare i prestiti e sulla governance. Tutto ciò ha alimentato il sentiment negativo.

Sebbene tutto questo ci riguardi in quanto creditori, siamo ugualmente interessati alla riscossione degli affitti e alla capacità delle società immobiliari di onorare i propri debiti.

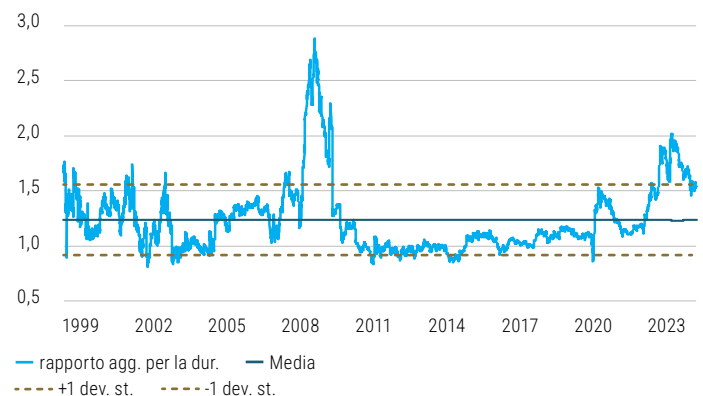
A livello settoriale, l'immobiliare ha raggiunto un picco quando ha toccato le 2,5 deviazioni standard al di sotto dell'IG in EUR nel suo complesso (Figura 19), con obbligazioni nell'intervallo tra 300 e 800 pb e valutazioni azionarie depresse con rapporti prezzo/valore contabile intorno a 0,45.

Non si tratta però di un settore omogeneo. Alcuni segmenti presentano buoni fondamentali e scambiano a valutazioni interessanti.

Ravvisiamo opportunità allettanti nel settore residenziale del Nord Europa, dove la qualità creditizia degli inquilini è legata alla disoccupazione, che a sua volta gode di un forte supporto fiscale. I contratti di locazione di lunga durata ci permettono di avere una buona visibilità sugli utili e i cash flow e la crescita degli affitti è legata all'inflazione. Ravvisiamo opportunità appetibili anche nei segmenti della logistica e dei data center. Qui gli affittuari sono aziende e la loro qualità creditizia è legata ai rispettivi fondamentali, che ci aspettiamo rimangano solidi.

La domanda di strutture logistiche è sostenuta dall'onshoring delle catene di fornitura e dallo spostamento delle preferenze dei consumatori verso il commercio elettronico. I data center, dal canto loro, possono contare su una forte crescita dell'utilizzo dei dati: non solo le infrastrutture informatiche sono considerate "mission critical" per qualsiasi azienda, ma la crescita secolare dei requisiti di elaborazione e archiviazione dei dati rappresenta un importante fattore di sostegno. Sta causando uno squilibrio tra domanda e offerta che ha permesso agli operatori storici di riconquistare il potere di prezzo e di trasferire l'inflazione e i costi energetici ai clienti.

Figura 19: Spread settore immobiliare / IG in EUR



Fonte: Bloomberg, Indici BofAML e Columbia Threadneedle Investments, maggio 2024

Il team Investment grade

Columbia Threadneedle Investments è orgogliosa del suo processo d'investimento rigoroso basato su una ricerca sul credito indipendente e di alta qualità. Ci affidiamo a un ampio ed esperto team di specialisti di settore dedicati all'IG che collabora facendo leva su oltre 20 anni di esperienza in media. Il nostro processo d'investimento prevede fin dall'inizio la gestione del rischio di ribasso, che è fondamentale in un'asset class asimmetrica.

Team di gestione di portafogli investment grade globale

Alasdair Ross, CFA, Gestore di portafoglio senior, Responsabile credito investment grade, EMEA

Ryan Staszewski, CFA, Gestore di portafoglio senior

Christopher Hult, CFA, Gestore di portafoglio

John Dawson, CFA, Gestore di portafoglio

Tom Murphy, CFA, Gestore di portafoglio senior,

Responsabile obbligazioni investment grade, USA

James Phillips, Analista di portafoglio

Shannon Rinehart, CFA, Gestore di portafoglio

Royce Wilson, CFA, Gestore di portafoglio senior

Sarah Kendrick, Trader senior

James Lake, Trader

David Oliphant, Direttore esecutivo, Reddito fisso

Charlotte Finch, Analista dei portafogli clienti

Jake Lunness, Analista dei portafogli clienti

Sarah McDougall, Analista dei portafogli clienti

Team di ricerca investment grade

Todd Czachor, CFA, Analista senior e Responsabile ricerca investment grade globale Energia

David Morgan, CFA, Responsabile ricerca investment grade USA Sanità/Prodotti farmaceutici

Jean-Baptiste Bouillaguet, Analista Beni di consumo e vendite al dettaglio

Arabella Duckworth, Analista senior Comunicazioni

Travis Flint, CFA, Analista Ambiente, Energia

Guillaume Langellier, CFA, Analista senior ABS, Immobiliare, cooperative edilizie, università

Michael Laskin, Analista senior Vendite al dettaglio, beni di consumo

Nate Liddle, Analista senior Media, tecnologia, trasmissioni via cavo, telecomunicazioni

Justin Ong, Analista senior, Obbligazioni societarie asiatiche

Tony Pederson, Analista Assicurazioni

Jonathan Pitkanen, Responsabile ricerca sul credito investment grade, EMEA & Asia Industria, Assicurazioni

Rosalie Pinkney, CFA, Analista senior Banche

Claire Robbs, CFA, Analista Industrie minero-metallurgiche, industria, trasporti

Gregory Turnbull Schwartz, Analista senior Prodotti chimici, conglomerati, trasporti, aerospazio/difesa

Paul Smillie, Analista senior Banche

Amelia Sugiarto, Analista Utilities britanniche e australiane

Mary Titler, CFA, Analista senior Utilities

Sharon Vieten, Analista senior Utilities europee

21 anni di esperienza in media

14 professionisti

20 anni di esperienza in media

18 professionisti di ricerca

Fonte: Columbia Threadneedle Investments, al 31 dicembre 2023. Alcuni membri del team possono essere dipendenti di società affiliate che operano con il marchio Columbia Threadneedle Investment.

Non esitate a contattarci in caso di commenti o domande sulle prospettive o se desiderate saperne di più sulle nostre opinioni o capacità.

Contattaci

 columbiathreadneedle.com

 Seguiteci su LinkedIn

Per maggiori informazioni, visita columbiathreadneedle.it



Avvertenze

Esclusivamente ad uso di investitori professionali e/o di 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 l'Australia: pubblicato da Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited ["TIS"], ARBN 600 027 414. TIS è esente dall'obbligo di detenere una licenza per i servizi finanziari australiana ai sensi del Corporations Act 2001 (Cth) e fa affidamento sul Class Order 03/1102 in relazione ai servizi finanziari offerti ai clienti all'ingrosso australiani. Il presente documento può essere distribuito esclusivamente in Australia ai clienti all'ingrosso secondo quanto definito nella Sezione 761G del Corporations Act. TIS è regolamentata a Singapore (numero di iscrizione: 201101559W) dalla Monetary Authority of Singapore ai sensi del Securities and Futures Act (Chapter 289), che differisce dalle leggi australiane.

Per Singapore: pubblicato da Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapore 239519, regolamentata a Singapore dalla Monetary Authority of Singapore ai sensi del Securities and Futures Act (Chapter 289). Numero di iscrizione: 201101559W. Il presente documento non è stato esaminato dalla Monetary Authority of Singapore.

Per Hong Kong: Pubblicato da Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投资管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hong Kong, che ha ottenuto dalla Securities and Futures Commission ("SFC") la licenza a svolgere attività regolamentate di Tipo 1 (CE:AQA779). Registrata a Hong Kong ai sensi della Companies Ordinance (Chapter 622), numero di iscrizione 1173058.

Per il Giappone: pubblicato da Columbia Threadneedle Investments Japan Co., Ltd. Financial Instruments Business Operator, The Director-General of Kanto Local Finance Bureau (FIBO) numero 3281, membro della Japan Investment Advisers Association e della Type II Financial Instruments Firms Association.

Per il Regno Unito: pubblicato da Threadneedle Asset Management Limited, numero di iscrizione 573204, e/o Columbia Threadneedle Management Limited, numero di iscrizione 517895, entrambe registrate in Inghilterra e nel Galles e autorizzate e regolamentate nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority.

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.

Per la Svizzera: pubblicato da Threadneedle Portfolio Services AG, sede legale: Claridenstrasse 41, 8002 Zurigo, Svizzera.

Per il Medio Oriente: il presente documento è distribuito da Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, che è regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority (DFSA). Per i Distributori: il presente documento intende fornire ai distributori informazioni sui prodotti e i servizi del Gruppo e la sua ulteriore diffusione non è autorizzata. Per i Clienti istituzionali: le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono raccomandazioni finanziarie e sono riservate unicamente a soggetti con adeguate conoscenze in materia di investimenti e che soddisfano i criteri regolamentari per essere classificati come Clienti professionali o Controparti di mercato e nessun altro Soggetto è autorizzato a farvi affidamento.

Il presente documento potrebbe essere messo a disposizione del destinatario da una società affiliata facente parte del gruppo Columbia Threadneedle Investments: Columbia Threadneedle Management Limited nel Regno Unito; 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

07.24 | CTEA6700320.1 | WF2352748