

INCHIESTA

MERCATO OBBLIGAZIONARIO

Gestire si può

di Boris Secciani

Nonostante una situazione dei tassi ancora poco chiara e una recessione che potrebbe aumentare i default, il mercato obbligazionario, dopo un 2022 da incubo, è ripartito. L'inflazione in calo permette di avviare diverse strategie interessanti su alcune categorie di obbligazioni. Titoli di stato, reddito fisso asiatico, corporate bond investment grade e high yield sono i comparti che offrono le opportunità migliori, sia pure in un contesto di notevole volatilità, che è comunque in calo rispetto all'anno scorso

Se l'obbligazionario è stato l'asset class più maltrattata nel 2022, in questi giorni di incertezza, ad attrarre gli investitori sono soprattutto i bond, sui quali quanto meno è tornato possibile mettere in piedi strategie di investimento basate su buoni yield to maturity. È sicuramente un grande cambiamento rispetto al periodo dei tassi negativi nel quale l'unico modo per guadagnare con il reddito fisso era puntare sulle plusvalenze che si creavano man mano che i rendimenti scendevano, uno scenario divenuto a un certo punto insostenibile. Oggi è vero che i rendimenti reali sono negativi, ma è anche fuori discussione che c'è la possibilità che l'inflazione, sotto la spinta delle banche centrali, torni su livelli quanto





meno accettabili, anche se non magari su quel 2% che rappresenta l'obiettivo delle maggiori istituzioni di emissione occidentali. E ciò dà oggi la possibilità di impostare strategie interessanti nel reddito fisso.

Certo, non è secondario capire come si muoverà l'economia nei prossimi mesi dopo la cura da cavallo imposta dalle maggiori banche centrali. Ma le previsioni dei money manager sembrano improntate a un cauto ottimismo. «Sicuramente nell'economia persistono diversi rischi ed è necessario monitorare con molta attenzione l'evoluzione dei Pmi», esordisce **Alexis Renault**, gestore fixed income di **Oddo Bhf Am**. «Queste incognite, però, appaiono ancora ben al di fuori del territorio della recessione. Se il Pmi complessivo dell'Eurozona scendesse sotto 45, allora il quadro diventerebbe preoccupante».

Su una linea simile **Philippe Berthelot**, head of money markets & credit management di **Ostrum Am**, affiliata di **Natixis Im**: «Finora l'economia europea ha evitato la recessione: ovviamente una nuova fase di deterioramento è possibile, però riteniamo che non vi siano ragioni per essere eccessivamente pessimisti. In ogni periodo di contrazione economica, sia in America, sia in Europa, vi è un buon numero di obbligazioni di aziende

esposte alla domanda dei consumatori che finiscono in default. Allo stato attuale, però, le famiglie possono contare ancora su una forte liquidità, frutto delle politiche fiscali di stimolo messe in essere durante la pandemia e che oggi forniscono un cuscinetto di sicurezza».

In questo contesto di difficile e faticoso ottimismo, c'è chi sul piano macro vede alcune importanti differenze nelle diverse parti del mondo. Inflazione e recessione economica, viene fatto notare, in questo momento sono problemi soprattutto delle economie più tradizionali, come conferma **Kenneth Akintewe**, head of asian sovereign debt di **abrdn**. «Il quadro macroeconomico globale sicuramente non è facile: vi sono ancora diversi rischi di andare incontro a una recessione nel corso del 2023, dato che in tutta questa prima parte dell'anno, sia la Federal Reserve, sia la Bce, hanno mantenuto un atteggiamento piuttosto aggressivo. L'Asia, però, è molto più preparata per affrontare simili sviluppi: infatti, oltre all'incremento dei consumi interni (e quindi con una minore dipendenza dalle esportazioni), sta crescendo molto l'integrazione regionale fra questi paesi. In diversi settori (basti pensare ai flussi turistici), gli scambi bilaterali stanno mostrando miglioramenti robusti. La vera forza della regione risiede, infatti, nelle caratteristiche complementari dei paesi,



PHILIPPE BERTHELOT
head of money markets
& credit management
Ostrum Am,
affiliata di **Natixis Im**

Allo stato attuale il credito europeo appare più ricco di opportunità rispetto alle controparti statunitensi. A livello investment grade, infatti, al di là dell'oceano si possono ottenere rendimenti intorno al 4,5% a fronte di un 4% nel Vecchio continente. Lo spread dei corporate americani rispetto ai Treasury è decisamente più ridotto rispetto a quello delle controparti nell'Eurozona

alcuni dei quali sono fornitori di capitale, altri di lavoro e altri ancora di innovazione».

In pratica, oggi una politica efficace di investimento sui bond deve prevedere per forza una forte diversificazione per aree e soprattutto per settori. Vediamo le opportunità più interessanti.

TITOLI DI STATO

Proprio i titoli governativi sono certamente tra gli asset maggiormente influenzati dalle politiche monetarie delle banche centrali. E non a caso **Alexandre Caminade**, head of core fixed income and liquid alternatives di **Ostrum Am**, affiliata di **Natixis Im**, prima di entrare nello specifico degli investimenti, fa una premessa generale sul lavoro di Jerome Powell e Christine Lagarde. «Per quanto riguarda l'economia statunitense, ci aspettiamo uno scenario di soft landing, con una crescita del Pil che dovrebbe posizionarsi intorno a +0,8%. La fuga dei depositi che si sta verificando presso alcune banche regionali sta comunque rallentando. Per il momento, la Fed, con le misure per 300 miliardi di dollari che ha attuato, è in grado di tamponare quella che finora è solo una crisi di fiducia e non, invece, un fenomeno generato da un significativo aumento delle insolvenze creditizie. Anche se va detto che la situazione dell'immobiliare commerciale desta qualche preoccupazione. Per quanto riguarda l'inflazione, prevediamo che per la fine dell'anno essa raggiunga un valore intorno a +3,3%. Si tratta di una cifra che non è eccessivamente lontana dal target della Banca centrale, con un dato core che dovrebbe aggirarsi intorno a +3,7%. Di conseguenza, il ciclo di rialzo dei tassi in America dovrebbe essere giunto a conclusione a maggio. Il discorso è diverso per l'Eurozona: la nostra

stima è che il Pil registri un incremento pari a +1,1%, rispetto a un consensus a +0,5%, e che l'inflazione si posizioni a +3,4% a fine anno. Riteniamo, però, che il dato core calerà molto meno delle attese, rimanendo intorno a +5,3%. Per questa ragione, a nostro avviso, la Bce continuerà a innalzare il costo del denaro nel corso del 2023».

Anche se la situazione macroeconomica degli Usa è sicuramente molto diversa da quella dell'Europa, opportunità interessanti di investimento, sia pure con motivazioni e livelli diversi, sembrano disponibili su ambedue le sponde dell'oceano. Alexandre Caminade continua: «Con simili fondamentali, vi sono comunque buone prospettive per investire sui bond governativi. I Treasury a 10 anni scambiano intorno al 3,5% di rendimento: la fascia che va da questo livello fino al 4% rappresenta un buon punto di entrata. Il Bund, invece, è grosso modo al 2,5%, rendimento che può essere ritenuto vicino al proprio fair value. A questi livelli potrebbe valere la pena aggiungere esposizione alla duration nel proprio portafoglio. A favore di questa tesi di investimento vi è la diminuzione della volatilità nel complesso dei tassi di interesse, grazie a una Fed che sta finendo di aumentare il costo del denaro e che potrebbe cominciare a tagliare l'anno prossimo. La visibilità è comunque maggiore anche in Europa, nonostante la Bce sia in ritardo nel



ALEXANDRE CAMINADE
head of core fixed income and
liquid alternatives
Ostrum Am,
affiliata di **Natixis Im**



Diversi osservatori un anno fa pensavano che, ad esempio, lo spread del Btp sul Bund potesse superare 250 punti base, mentre attualmente la fascia compresa fra 180 e 200 è piuttosto stabile. Gli scenari più pessimisti non si sono infatti materializzati



ciclo di qualche mese rispetto all'America». L'elemento interessante è che, quando si parla di Europa, non si intende solamente la Germania, ma tutto il continente, Italia compresa, che solitamente nelle strategie di investimento internazionali fa la figura della cenerentola. «Sono molto diminuiti anche i rischi di frammentazione nell'Eurozona e di calo dei corsi del debito dei paesi periferici», conclude Caminade. «Diversi osservatori un anno fa pensavano che, ad esempio, lo spread del Btp sul Bund potesse superare 250 punti base, mentre attualmente la fascia compresa fra 180 e 200 è



KENNETH AKINTEWE
head of asian sovereign debt
abrdn



Emittenti come le Filippine e l'Indonesia hanno goduto di un incremento del loro rating, che oggi si posiziona nel territorio dell'investment grade. Peraltro, queste economie costituiscono un ottimo esempio dell'evoluzione dei diversi modelli di sviluppo dell'Asia



piuttosto stabile. Gli scenari più pessimisti non si sono infatti materializzati per il fatto che molti istituzionali erano corti sul debito italiano nel 2022. Il costo del denaro sempre più elevato ha reso il carry di tali posizioni insostenibile a fronte di uno scenario politico, economico ed energetico migliore del previsto.

ASIA

In una situazione non sempre facile per l'America e l'Europa, l'Asia appare a molti investitori una delle più interessanti opportunità. La crescita nell'ultimo decennio è stata

enorme e i bond del Far East sono entrati stabilmente tra le opportunità offerte agli investitori, anche se non sempre è stato capito l'enorme potenziale che questa area può ancora offrire. E, soprattutto, i problemi di inflazione e di recessione ancora presenti nel mondo sviluppato in queste aree sono molto meno pressanti. A parlarne è Kenneth Akintewe, di abrdn. «Il nostro universo investibile è costituito dalle emissioni governative in valuta pesante delle nazioni asiatiche. Personalmente, ho un'esperienza di oltre 20 anni su questa asset class e ho avuto il piacere di partecipare al suo sviluppo, che è stato molto intenso. All'epoca, infatti, quella parte di mondo stava subendo le conseguenze della crisi asiatica di fine anni '90 e molte grandi economie, come la Cina e l'India, erano molto meno sofisticate. Oggi, invece, metà delle riserve del pianeta è detenuta in questo continente, che è caratterizzato sempre più da mercati obbligazionari liquidi, di buona qualità e dalla crescente accessibilità per gli investitori stranieri. Il reddito fisso Em ha raggiunto dimensioni imponenti, con una capitalizzazione complessiva intorno a 25 trilioni. Inoltre, vi è stata una graduale apertura al capitale straniero: diverse emissioni come quelle cinesi, sono già incluse negli indici globali, mentre quelle indiane potrebbero esserlo in futuro. Infine, anche solo rispetto a non molto tempo fa, oggi ci sono molte più emissioni con duration più lunga, con scadenze che si aggirano intorno a 10 anni e che in alcuni mercati si estendono fino a 30-40. Nel frattempo, la qualità creditizia è migliorata e la maggior parte dei paesi chiave della regione è investment grade. Ma, su questa parte del mondo sono diffusi ancora diversi pregiudizi legati al quadro di decenni fa. Da allora, ad esempio, emittenti come le Filippine e l'Indonesia hanno goduto di un incremento del loro rating, che oggi si posiziona nel territorio dell'investment grade. Peraltro, queste economie costituiscono un ottimo esempio dell'evoluzione dei diversi modelli di sviluppo dell'Asia. In generale, molti investitori ancora ritengono che il principale motore economico locale sia costituito dalle esportazioni. Ciò è parzialmente vero per la Corea del Sud e Taiwan, anche se la maggiore sensibilità all'andamento del commercio estero viene mostrata da altre realtà emergenti, quali il Messico e l'Europa dell'Est, mentre paesi come l'India, l'Indonesia, le Filippine e, in misura cre-

sciente la Cina, beneficiano di uno sviluppo trainato dai consumi interni».

Ma il vero driver asiatico continua a essere la Cina, che dopo la chiusura della politica zero-Covid, è tornata prepotentemente alla ribalta: non si può non notare che in 20 anni c'è stata una fortissima trasformazione economica, sociale e finanziaria che ha reso molto più solido lo scenario. «Attualmente il governo cinese può mettere in campo notevoli risorse fiscali per fare fronte alle varie aree di crisi che si manifestano nell'economia locale», conferma Akintewe. «Nel complesso, dunque, l'intera Asia continua a godere dei benefici della crescita economica, mentre altre parti dell'insieme degli emittenti hanno subito un deterioramento negli ultimi anni. Ciò si riflette anche nel grado di volatilità del reddito fisso locale, che è intorno al 7%: in America Latina, ad esempio, questo indicatore oscilla attualmente intorno al 18-19%. Anche a livello valutario le divise asiatiche mostrano una maggiore stabilità rispetto ad altre monete di realtà in via di sviluppo».

CORPORATE BOND

Chiaramente, in una fase di incertezza per l'economia e i tassi, i corporate bond, compresi gli investment grade, sono quelli che devono affrontare le maggiori difficoltà. È sicuramente un settore nel quale ci sono ampie possibilità di investimento, ma è necessaria anche un'ampia dose di cautela, visto lo spauracchio dei default fra alcuni emittenti ad alta leva. Ma la situazione appare nel complesso sotto controllo. A dare un quadro del contesto è Philippe Berthelot, di Ostrum Am, affiliata di Natixis Im. «Il nostro team di investimento è composto da 23 analisti del credito che coprono oltre 1.200 emittenti obbligazionari e analizzano al contempo anche il loro profilo Esg. Il nostro approccio è basato sulla collegialità, in cui sono inclusi i gestori, gli analisti obbligazionari e gli economisti del gruppo. Essi lavorano insieme per identificare le migliori opportunità. L'obiettivo è raggiungere una profonda comprensione dei fondamentali e investire di conseguenza. Per questa ragione, ci aspettiamo che le insolvenze aumentino, ma che rimangano sotto la media storica. Fra le 221 società europee che analizziamo, abbiamo individuato 13 nomi a rischio default. Anche se tutti i gruppi di questo insieme dovessero in effetti trovarsi

impossibilitati a fare fronte ai propri debiti obbligazionari, si avrebbe un tasso di default del 3,2%. Si tratta di una percentuale significativamente al di sotto della media storica, che è intorno al 5%».

In questo contesto, per certi versi abbastanza positivo, è fondamentale scegliere con enorme cura i titoli da mettere in portafoglio e su questo piano appare avvantaggiata l'Europa, anche se l'inflazione è ancora più forte rispetto agli Stati Uniti e la Bce sta rialzando ancora in maniera abbastanza aggressiva. Berthelot così prosegue: «Sicuramente viviamo in un'epoca più complicata rispetto al decennio precedente, in cui è stato nel complesso molto facile gestire un portafoglio obbligazionario, con tassi di default a lungo de facto intorno allo zero o poco più. Il risultato è che un ammontare notevole di capitale è stato male allocato. Allo stato attuale, il credito europeo appare più ricco di opportunità rispetto alle controparti statunitensi. A livello investment grade, infatti, al di là dell'oceano si possono ottenere rendimenti intorno al 4,5% a fronte di un 4% nel Vecchio continente. Lo spread dei corporate americani rispetto ai Treasury è decisamente più ridotto rispetto a quello delle controparti nell'Eurozona. Senza contare che, per un investitore domestico, a causa dei costi di hedging della valuta statunitense, è decisamente più conveniente investire su bond in euro. Anche diversi istituzionali asiatici, per via della volatilità del dollaro, preferiscono orientarsi sul credito europeo».

