

Obbligazioni sotto i riflettori

Uno sguardo ai rischi estremi: scenari "cosa succederebbe se"
nell'anno del Drago

Autore



Pilar Gómez-Bravo, CFA
Co-CIO, Fixed Income

In breve

- Le dinamiche geopolitiche sono particolarmente intense quest'anno, a causa di elezioni, guerre e politiche macro.
- Uno scenario di mancato atterraggio potrebbe rappresentare un esito peggiore per i mercati rispetto a uno di atterraggio morbido.
- Una veloce eliminazione della leva finanziaria, anche se difficile da valutare, avrebbe un impatto negativo sostanziale sui mercati del credito e sugli asset rischiosi in generale.

L'Anno del Drago dovrebbe portare fortuna, e il 2024 sembra essere cominciato sotto buoni auspici. Viste le solide performance registrate dai mercati nel 2023, il consenso si è consolidato intorno allo scenario di un atterraggio morbido sia negli Stati Uniti che altrove. I mercati rischiosi hanno inglobato nei prezzi questo scenario, ma intravediamo tre rischi estremi passibili di far deragliare l'ipotesi di atterraggio morbido. Di seguito condividiamo le nostre considerazioni sul posizionamento delle nostre strategie obbligazionarie globali alla luce di questi rischi estremi.

Rischio estremo n. 1 – Geopolitica

La geopolitica rappresenta sempre un rischio, ma il numero particolarmente elevato di elezioni, le guerre ancora in corso e l'evoluzione delle politiche macro fanno del 2024 un anno particolarmente impegnativo.

Col passare dei mesi, gli occhi saranno sempre più puntati sulle elezioni presidenziali statunitensi. A prescindere dall'identità del vincitore, le implicazioni per la sicurezza, il commercio globale e la politica fiscale saranno molto ampie. In caso di vittoria di Donald Trump, è probabile che l'enfasi venga posta sul percorso a lungo termine del dollaro USA, soprattutto in caso di dubbi sulla tenuta dello Stato di diritto o sulla forza istituzionale degli Stati Uniti. Inoltre, alcuni settori o categorie d'investimento, in particolare i mercati emergenti, potrebbero subire importanti effetti negativi.

La traiettoria della politica fiscale degli Stati Uniti è un altro elemento che monitoriamo attentamente. Negli anni delle elezioni, il presidente in carica tende ad allentare la politica fiscale. Al momento il deficit fiscale è già alquanto elevato, e quest'anno non ci aspettiamo una variazione sostanziale del disavanzo pubblico complessivo. Indipendentemente da chi si insedierà alla Casa Bianca, prevediamo che il deficit rimarrà elevato, sebbene con contorni fiscali diversi, in quanto i Democratici continueranno probabilmente a concentrarsi sulla spesa, mentre i Repubblicani prediligeranno verosimilmente i tagli d'imposta. Su tali premesse, continueremo ad analizzare le questioni inerenti alla sostenibilità del debito statunitense e il percorso dei premi a termine sulla curva dei rendimenti. Al di fuori degli Stati Uniti, le elezioni di giugno per il Parlamento europeo e la Commissione potrebbero creare nuove frizioni fiscali o legislative, passibili di tornare a incidere sulle valute e sui mercati obbligazionari locali.



Per approfondire il tema dell'impatto sul mercato, le guerre in corso in Ucraina e in Medio Oriente accendono nuovamente i riflettori sull'energia e sulle materie prime. Oggi l'Europa è più preparata ad affrontare le carenze energetiche rispetto a quando è cominciato il conflitto in Ucraina. Tuttavia, il mercato dell'energia potrebbe ancora andare incontro a sviluppi inattesi, soprattutto in caso di un'escalation della crisi in Medio Oriente. Stiamo già vedendo effetti sulle filiere produttive e sul costo delle materie prime, quindi è importante capire l'impatto delle quotazioni petrolifere sul rischio all'interno dei portafogli. Sul fronte dei rischi estremi, occorre monitorare le potenziali conflagrazioni delle tensioni in altri punti critici a livello geopolitico, come la Corea del Nord e Taiwan.

L'ultimo elemento geopolitico è rappresentato dallo sviluppo delle politiche macro e dell'ambiente economico in Cina e Giappone, benché per motivi diversi. Nel caso della Cina, temiamo che il paese possa finire per esportare deflazione se il suo attuale programma di stimoli non produrrà una crescita sufficiente, il che sarebbe negativo per la Germania e per i mercati emergenti, che sono importanti partner commerciali di Pechino. In Giappone, il rischio estremo è rappresentato da un abbandono disordinato della politica di tassi d'interesse negativi. Un forte e brusco apprezzamento dello yen potrebbe indurre gli investitori giapponesi a liquidare gli attivi esteri. Questo proficuo carry trade esiste da molti anni, e la sua eliminazione potrebbe innescare un aumento dei rendimenti nei mercati dei tassi core globali e un bear steepening delle curve dei rendimenti.

Rischio estremo n. 2 – Che tipo di atterraggio?

Se le probabilità di un atterraggio duro sono diminuite, quest'anno il rischio estremo di un mancato atterraggio negli Stati Uniti è diventato più evidente. Un mancato atterraggio potrebbe avere conseguenze significative, soprattutto per via dei rischi derivanti da un'inflazione potenzialmente più elevata. La stagflazione è lo scenario più temuto dagli investitori azionari e obbligazionari, ma anche uno scenario di mancato atterraggio risulta problematico. Senza atterraggio l'economia riaccelererebbe continuando a crescere al di sopra del suo potenziale, il che potrebbe causare un nuovo rialzo dell'inflazione. Se questo rischio estremo dovesse materializzarsi, un eventuale ciclo di riduzione dei tassi avrebbe vita breve e costituirebbe un vero grattacapo per le banche centrali e gli investitori. Riteniamo che uno scenario di mancato atterraggio sarebbe negativo per tutte le asset class, perché un'inflazione più elevata porterebbe probabilmente a una reazione aggressiva da parte della Federal Reserve statunitense. Sebbene si tratti di uno scenario improbabile, il suo impatto sarebbe importante, quindi è necessario tenerlo d'occhio.

Rischio estremo n. 3 – Eliminazione della leva

Il nostro ultimo rischio estremo è più difficile da misurare ed esiste perché viviamo in un contesto d'investimento caratterizzato da posizioni affollate. La maggior parte degli investitori si è aggregata intorno a uno scenario di atterraggio morbido e di conseguenza detiene posizioni e tesi d'investimento simili nei portafogli. Con l'aumento dei tassi l'effetto leva ha smesso di essere gratuito. Dobbiamo pertanto considerare il rischio sistemico insito nelle entità con modelli di business basati su una leva significativa, come gli istituti finanziari. Anche se oggi i loro coefficienti patrimoniali sono migliorati, soprattutto in Europa, l'eventualità che un nuovo fallimento bancario idiosincratico finisca in prima pagina è a nostro avviso possibile, questa volta dovuto alle esposizioni agli immobili commerciali. Anche gli hedge fund comportano un rischio estremo. In un mondo in cui la leva diventa costosa, alcuni dei loro modelli di business potrebbero non funzionare. Sebbene anche il credito privato possa comportare un certo grado di rischio (in caso di cristallizzazione delle perdite), il rischio non è altrettanto sistemico, date le dimensioni ridotte rispetto alle dimensioni complessive dei mercati obbligazionari quotati o all'entità dell'impatto che potrebbe avere una potenziale eliminazione della leva finanziaria.

Dinanzi a questo rischio estremo gli investitori devono muoversi in anticipo per non arrivare in ritardo, e una solida disciplina di valutazione è fondamentale. In altre parole, riteniamo sia meglio fornire liquidità piuttosto che cercare di uscire da posizioni affollate in un mercato illiquido. Essere agili, diversificati e concentrati sulla selezione dei titoli è fondamentale in un contesto così incerto.



Destreggiarsi tra rischi estremi: Posizionamento del portafoglio e opinioni sui mercati

Nel panorama attuale è probabile che ci siano vincitori e vinti. Data la continua incertezza, la nostra priorità sono la diversificazione e la liquidità all'interno dei portafogli. Il nostro obiettivo è sfruttare le anomalie e raccogliere i premi al rischio derivanti dalla selezione dei titoli e dalle tesi d'investimento ad alta convinzione relative a tassi e valute.

Tassi d'interesse e duration

Quest'anno abbiamo ridotto significativamente la nostra duration a fronte del rally del mercato alla fine dello scorso anno e della continua solidità dei dati macro negli Stati Uniti.

Ci siamo concentrati sui mercati le cui dinamiche macro sul fronte crescita e inflazione sono più compatibili con riduzioni dei tassi. Ad esempio, l'Europa e alcuni mercati emergenti presentano ancora opportunità interessanti in termini di valutazioni e aspettative sui tagli dei tassi. Inoltre, gli investitori operanti in dollari USA possono ricavare cospicui vantaggi investendo al di fuori degli Stati Uniti e coprendo le esposizioni in dollari.

Stiamo inoltre utilizzando in maniera più attiva le posizioni sulla curva dei rendimenti nei portafogli. A nostro avviso, a prescindere dall'atterraggio morbido o duro, è probabile che a un certo punto la pendenza delle curve aumenti, e di conseguenza cerchiamo di esprimere correttamente le posizioni orientate a un irripidimento, in particolare negli Stati Uniti, il che ci consente di aggiungere duration se i rendimenti dovessero nuovamente aumentare in maniera significativa.

Valute

Abbiamo ridotto la nostra esposizione al dollaro USA, cui siamo tuttavia ancora sovraesposti a causa della continua incertezza. Visti i rischi macro e geopolitici, i mercati potrebbero ancora andare incontro a ondate di avversione al rischio.

Settori con spread

A causa della potenziale eliminazione della leva, la selezione dei titoli resta importante nei mercati con spread. Per noi è fondamentale ascoltare le migliori idee degli analisti e nutrire un elevato grado di convinzione su di esse.

Nel settore high yield ci stiamo concentrando su titoli con duration più breve e a più alto rendimento, puntando a un rendimento totale più elevato per unità di esposizione, in quanto la nostra attuale allocazione è bassa rispetto al nostro intervallo storico, e ciò a causa degli spread complessivamente compressi in questo mercato.

Per quanto riguarda i titoli investment grade, abbiamo ridotto la nostra posizione negli Stati Uniti a seguito del forte rally da inizio anno. Sebbene l'investment grade rimanga interessante in un'ottica fondamentale, vista l'economia solida e i bilanci robusti (benché in via di indebolimento), gli spread complessivi sono ridotti. Anche se gli spread possono rimanere bassi per un periodo di tempo prolungato, continuiamo a preferire il credito europeo per motivi valutativi.

Nei mercati emergenti continuiamo a preferire il segmento crossover, in quanto le opportunità idiosincratice derivano dai premi al rischio e non è necessario detenere un'ampia esposizione alle valute forti.

Gli attivi cartolarizzati appaiono sovraffollati, soprattutto nel settore ipotecario. Manteniamo una parziale esposizione al mercato cartolarizzato, concentrandoci sulle aree che a nostro avviso le banche vorranno acquistare se rientreranno nel mercato. Questa posizione ci fornisce una parziale copertura del rischio di ribasso qualora i fattori tecnici dovessero rimanere impegnativi per i titoli ipotecari. ▲



Gli investimenti in obbligazioni possono perdere valore per effetto di una riduzione effettiva o percepita della qualità creditizia dell'emittente, del mutuatario, della controparte o di un altro soggetto responsabile del pagamento, della garanzia sottostante o della variazione delle condizioni economiche, politiche, specifiche dell'emittente o di altre condizioni. Alcune tipologie di strumenti obbligazionari possono essere più sensibili a tali fattori e pertanto più volatili. Gli strumenti di debito comportano inoltre un rischio di tasso d'interesse (all'aumentare dei tassi di norma i prezzi diminuiscono). Di conseguenza, in periodi di rialzo dei tassi il valore del portafoglio può diminuire. Le opinioni espresse sono quelle del o degli autori e sono soggette a modifica in qualsiasi momento. Tali opinioni sono fornite a mero scopo informativo e non devono essere considerate una raccomandazione sulla quale basare l'acquisto di titoli né una sollecitazione o una consulenza d'investimento. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino.

Le opinioni espresse sono quelle del o degli autori e sono soggette a modifica in qualsiasi momento. Tali opinioni sono fornite a mero scopo informativo e non devono essere considerate una raccomandazione sulla quale basare l'acquisto di titoli né una sollecitazione o una consulenza d'investimento. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

Publicato negli **Stati Uniti** da MFS Institutional Advisors, Inc., una società di consulenza d'investimento con sede negli Stati Uniti e filiale di Massachusetts Financial Services Company ("MFS"). Publicato in **Canada** da MFS Investment Management Canada Limited. MFS Institutional Advisors, Inc. fornisce taluni servizi di sub-consulenza a tutti i portafogli di MFS Investment Management Canada Limited, tra cui la gestione discrezionale degli investimenti per i portafogli non canadesi o per le componenti dei portafogli. Ai sensi di un contratto di sub-consulenza concluso tra MFS Institutional Advisors, Inc. ed MFS Investment Management Canada Limited, MFS offre consulenza d'investimento in virtù di esenzioni legali o agevolazioni normative, ove applicabile. Tale consulenza viene resa fuori dal Canada e alcuni membri del team potrebbero non essere registrati ad alcun titolo presso le autorità di vigilanza canadesi competenti. **Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera:** pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K.) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS®, con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER. **Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera):** pubblicato in **Europa** da MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) – autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.a.r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravenga alla normativa locale. Publicato a **Hong Kong** da MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è interamente e indirettamente controllata da Massachusetts Financial Services Company, consulente finanziario e sponsor di fondi con sede negli Stati Uniti e registrato presso la Securities and Exchange Commission statunitense. MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO"). Publicato a **Singapore** da MFS International Singapore Pte. Ltd., una società a responsabilità limitata registrata a Singapore con numero 201228809M, autorizzata e regolamentata dalla Monetary Authority of Singapore. Publicato in **Giappone:** MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'Articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento. **Per gli investitori professionali in Australia:** MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") (ABN 68 607 579 537) è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana. **Per gli investitori professionali in Cina –** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria. Questo materiale è rivolto a professionisti dell'investimento per uso informativo generale, senza alcuna considerazione per gli obiettivi di investimento specifici, la situazione finanziaria e le esigenze particolari di una persona specifica. I titoli e/o i settori menzionati nel presente documento sono riportati a mero titolo esemplificativo e non devono essere interpretati come una raccomandazione d'investimento. L'investimento comporta un rischio. I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri. Le informazioni contenute nel presente documento non possono essere copiate, riprodotte o ridistribuite senza l'esplicito consenso di MFS Investment Management ("MFS"). Per quanto siano considerate accurate, tali informazioni potrebbero essere soggette a modifiche senza preavviso. MFS non garantisce o dichiara che siano esenti da errori o omissioni o che siano adatte all'uso previsto da parte di una persona specifica. Fatta salva l'impossibilità di escludere qualsiasi responsabilità ai sensi di legge, MFS non si assume alcuna responsabilità per eventuali inesattezze o per le decisioni d'investimento o per qualsiasi altra azione intrapresa da qualsiasi persona sulla base del materiale incluso in questo documento. MFS non autorizza la distribuzione di questo documento a investitori retail. Salvo indicazioni contrarie, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi registrati di MFS e delle sue affiliate e possono essere depositati in alcuni paesi.