

Prodotti a spread: La caccia al rendimento diventa sempre più difficile

Le valutazioni e i posizionamenti seguenti rappresentano la situazione in un dato momento e possono cambiare in qualsiasi momento e senza preavviso. Non costituiscono alcuna previsione per l'andamento futuro dei mercati finanziari o dei fondi della Raiffeisen KAG.

- Titoli di Stato dei "paesi periferici" della zona euro: fermi per ora, si aspettano nuovi catalizzatori
- Obbligazioni societarie in euro: il segmento "investment grade" sembra migliore di quello "high yield" nei prossimi 12 mesi
- Debito dei mercati emergenti: Le obbligazioni in valuta forte sono ancora piuttosto interessanti, (selezionate) obbligazioni in valuta locale potrebbero distinguersi nel 2021 se c'è una ripresa della crescita globale

I rendimenti obbligazionari globali si trovano in una spirale discendente continua sin dallo scoppio della crisi finanziaria globale (GFC, "Global Financial Crisis") di 12 anni fa. La pandemia da Covid-19 ha solo accelerato questo trend. Grazie all'intervento senza precedenti delle banche centrali, i rendimenti dei titoli di Stato sono scesi ulteriormente quasi ovunque, anche se l'offerta è andata alle stelle. Gli investitori nel reddito fisso, nella loro caccia al rendimento, si trovano di fronte a un dilemma sempre più grande tra rischio e guadagno. Nel reddito fisso niente può più essere definito come assolutamente interessante, almeno non rispetto al passato. Pertanto, si cerca di trovare le "cose meno brutte", per così dire, e questo porta gli investitori inevitabilmente a esplorare i prodotti a spread - dai titoli di Stato dei paesi periferici dell'UE, alle obbligazioni societarie fino al debito dei mercati emergenti. In questo newsflash vogliamo brevemente analizzare la situazione attuale in questo campo.

Titoli di Stato dei paesi periferici dell'UE

Nell'ultimo decennio è successo molto nell'UE, anche se la transizione verso un'unione fiscale a volte sembra una storia infinita. La pandemia da Covid-19 sembra aver fornito a questo proposito un catalizzatore decisivo per

"passare il Rubicone", per così dire. Con il Recovery Fund di 750 miliardi di euro l'area euro assisterà alla prima significativa emissione di debito comune. Anche se nulla è garantito, un'inversione di questa tendenza sembra sempre più improbabile. Sembra essere, quindi, "solo" una questione di tempo prima che la zona euro formi, in ultima analisi, un'unione fiscale e la maggior parte del debito pubblico venga un giorno mutualizzato.

Tuttavia, ciò non significa che tutti gli spread dei paesi convergeranno rapidamente e che il debito di ogni membro dell'area euro avrà lo stesso rendimento. Questo giorno (se mai arriverà) è probabilmente lontano decenni, e molte cose potrebbero ancora andare storto, almeno per i singoli paesi, da qui ad allora. Prendiamo l'Italia, per esempio. Non molto tempo fa i partiti euroscettici erano sul punto di prendere il potere a Roma. Il Recovery Fund e soprattutto le prospettive che si sono aperte di conseguenza, hanno reso molto meno interessante per qualsiasi paese uscire dall'euro. Ma le cose potrebbero ancora peggiorare. In un prossimo futuro, ogni paese dovrà ancora servire e rifinanziare il proprio debito, gestire la propria economia e la politica interna potrebbe riservare sorprese in qualsiasi momento. Questo

Il presente documento è destinato agli investitori istituzionali/partner distributivi e ne è vietata la distribuzione alla clientela privata.

continuerà a far muovere gli spread, e sarebbe ingenuo pensare che gli spread periferici si muovano ormai in una strada a senso unico.

Al momento, gli spread periferici nel loro complesso sembrano essersi in qualche modo arrestati e difficilmente si muoveranno molto in entrambe le direzioni senza qualche nuovo importante catalizzatore. Fino a quando non ne arriverà uno, ci sono, secondo noi, poche ragioni per una scommessa direzionale più ampia sui titoli di Stato periferici. Detto questo, i trade di coppia (temporanei) su singoli paesi possono ancora generare un potenziale di rendimento aggiuntivo, poiché le dinamiche di crescita economica o la velocità delle riforme variano ancora molto tra i paesi periferici.



Obbligazioni societarie

Le obbligazioni societarie sono state per lungo tempo il modo preferito dalla maggior parte degli investitori per generare guadagni in un contesto di bassi rendimenti. Il forte sell-off in primavera è stato rapidamente seguito da una nuova caccia a tutte le obbligazioni societarie che offrirono un premio di rendimento decente. Beh, non tutte le obbligazioni societarie. Sebbene gli investitori desiderino divorare obbligazioni societarie, sono nervosi ogni volta che un emittente deve affrontare un rischio di default maggiore. Di conseguenza, la volatilità dei singoli titoli rimane elevata, anche se le emissioni complessive sono destinate a toccare nuovi record quest'anno e i soldi continuano a riversarsi sul mercato. Le agenzie di rating sono state molto veloci a declassare in massa gli emittenti societari in primavera e avevano previsto scenari di default spaventosi. Con un sostegno fiscale e monetario senza precedenti, queste previsioni di default non si sono concretizzate. A loro volta, i declassamenti dei rating hanno subito un netto rallentamento negli ultimi mesi. Tuttavia, i rischi di default non sono del tutto scomparsi. Tradizionalmente, i tassi di default sono stati più alti negli USA che in Europa per una serie di motivi ed è probabile che continuino ad esserlo. Moody's, per esempio, prevede un tasso di default del 4,9% nel 2021 per l'Europa e del 9,1% per gli USA.

Il minimo accenno di difficoltà può far scendere (e lo fa) le singole obbligazioni in un attimo. Ciò richiede, più che mai, un monitoraggio continuo e intenso delle posizioni, dei settori e degli sviluppi macroeconomici. Un'adeguata

diversificazione e dimensione delle posizioni sono ancora importanti misure di protezione, siccome può essere difficile eseguire correttamente gli "stop-loss" quando tutti passano attraverso la stessa "piccola uscita allo stesso momento".

In un certo modo, collegato a questo aspetto, è emerso un trend interessante negli ultimi mesi. Mentre i grandi investitori si danno da fare per accumulare posizioni, l'offerta sui mercati secondari spesso è troppo limitata per loro perché possano acquistare grandi volumi. Questo li porta a fare offerte aggressive sul mercato primario, e questo, a sua volta, fa salire i prezzi delle obbligazioni sul mercato secondario. Di conseguenza, e contrariamente al comportamento "normale" del mercato, in questo momento è conveniente possedere obbligazioni di emittenti che stanno per entrare sul mercato. A proposito, questo sta creando opportunità per gli investitori relativamente più piccoli, come i nostri fondi. Siccome di solito riusciamo a ottenere i volumi di cui abbiamo bisogno sui mercati secondari, possiamo beneficiare in qualche modo e lo stiamo facendo, di questi problemi degli investitori molto grandi.

Parlando dei nostri fondi incentrati sulle obbligazioni societarie - cioè il **Raiffeisen Euro-Corporates e il Raiffeisen Obbligazionario Europa HighYield** - questi hanno ottenuto risultati piuttosto positivi in questo contesto difficile. La nostra attenzione a una corretta diversificazione, un approccio piuttosto difensivo nella selezione dei settori e degli emittenti e il fatto di cogliere opportunità in modo opportunistico hanno dato i loro frutti durante gran parte dell'anno. Nelle ultime settimane, il nostro posizionamento piuttosto difensivo non ha funzionato così bene, visto che i titoli di qualità inferiore hanno performato meglio. Tuttavia, abbiamo già vissuto periodi di questo tipo in passato e manteniamo il nostro focus sulla qualità, viste le sfide economiche che il mondo continua a dover affrontare.

Per il futuro, le aspettative di rendimento sono piuttosto basse: gli attuali rendimenti di mercato suggeriscono, nella migliore delle ipotesi, un rendimento nominale annuo dello 0,5% - 1,0% per le obbligazioni societarie "investment grade" in euro per i prossimi 12 mesi, se non si ipotizzano movimenti sostanziali degli spread e dei rendimenti dei titoli di Stato. Per le obbligazioni "high yield" in euro, l'attuale rendimento nominale del 4,5% circa sembra interessante in un primo momento, ma bisogna tener conto di un certo (modesto) allargamento

degli spread e di tassi di default più elevati nei prossimi 12 mesi. Del resto, gli utili aziendali sono diminuiti, il leverage è in aumento e le attuali condizioni economiche non sembrano buone. A seconda degli scenari e delle ipotesi adottate, i rendimenti nominali high yield potrebbero variare tra un livello leggermente positivo e leggermente negativo (per gli scenari più probabili). A questo proposito si dovrebbe tenere presente che la BCE acquista obbligazioni societarie investment grade e non emissioni high yield. Come sta succedendo da parecchio tempo, gli attuali spread offrono solo una certa protezione (high yield) o nessuna protezione (investment grade) contro l'aumento dei tassi d'interesse. D'altro canto, le banche centrali impediranno probabilmente ogni aumento sostanziale dei rendimenti di mercato nel prossimo futuro. I rendimenti reali sono ovviamente una questione completamente diversa.



Debito dei mercati emergenti

Le obbligazioni dei mercati emergenti (EM) sono state vendute massicciamente in primavera e da allora hanno recuperato la maggior parte delle perdite. Le obbligazioni in valuta

forte ha superato le difficoltà molto meglio delle obbligazioni in valuta locale. Queste ultime si sono inizialmente riprese, ma poi hanno avuto un andamento più o meno laterale rispetto al dollaro USA. Con il rafforzamento dell'euro, le obbligazioni in valuta locale hanno subito significative perdite per gli investitori in euro, a due cifre percentuali, mentre il debito in valuta forte si è riportato intorno allo zero per l'anno intero. Dal punto di vista dei flussi di fondi, gli investitori hanno di nuovo riversato denaro nel debito in valuta forte degli EM, ma continuano in gran parte a stare lontani dal debito in valuta locale. Allo stesso tempo, i rendimenti assoluti del debito EM in valuta forte sono molto bassi nel confronto storico, con rendimenti medi a lungo termine in dollari USA intorno al 5% circa al momento. Lo spread dei titoli EM denominati in dollari rispetto ai Treasury USA si colloca grossomodo a metà tra gli estremi recenti, intorno ai 415 punti base. Ciò implica un discreto potenziale di rendimento derivante dal restringimento dello spread nei prossimi anni e offre una certa protezione contro i rendimenti dei Treasury in leggero aumento. Questo, in aggiunta al loro rendimento più alto, rende il debito EM in valuta forte un'utile aggiunta ai

portafogli obbligazionari globali. Un forte aumento dei rendimenti dei Treasury USA è improbabile, dato l'impegno della Fed a tenere bassi i tassi più a lungo e un leggero aumento dei rendimenti dei Treasury significherebbe una ripresa economica globale che quindi sarebbe positiva per i titoli dei mercati emergenti. È probabile che entrambi gli effetti si annullerebbero a vicenda o avrebbero un impatto positivo netto sul debito EM in valuta forte. D'altro canto, se tale ripresa globale non dovesse verificarsi, è probabile che i rendimenti dei Treasury scendano ancora, trascinando con sé il debito EM. Tuttavia, i rischi e la volatilità dei singoli paesi potrebbero diventare più pronunciati in un contesto simile.

Una ripresa economica globale sostenuta, se si verificherà, sarà probabilmente molto vantaggiosa per le obbligazioni in valuta locale. Se i modelli e le correlazioni del passato continueranno a trovare conferma, un contesto di crescita globale più dinamico aiuterà le economie dei mercati emergenti in particolare e, allo stesso tempo, sarà accompagnato da un indebolimento del dollaro, che, a sua volta, sosterrrebbe la maggior parte delle valute dei paesi emergenti. Tuttavia, proprio come nel settore delle obbligazioni societarie, gli investitori sono molto selettivi anche nel campo dei mercati emergenti. I paesi più forti sono ricercati, mentre quelli più deboli vengono evitati. Da molto tempo nei nostri fondi obbligazionari EM stiamo seguendo un approccio rivolto alla qualità e il contesto attuale non fa che rafforzare gli argomenti a suo favore. Nel nostro fondo obbligazionario in valuta locale, il **Raiffeisen Obbligazionario Mercati Emergenti Valute Locali**, l'esposizione ai paesi più deboli come Brasile, Turchia e Sudafrica è stata mantenuta piuttosto bassa o è stata eliminata del tutto. Ciò ha funzionato bene, anche se, proprio come nel settore delle obbligazioni high yield, nelle ultime settimane si è assistito a un rally degli emittenti di qualità inferiore. A proposito di questo e passando all'Europa centrale e orientale, stiamo osservando da vicino la Turchia per ricostruire l'esposizione. Ha pagato evitare in gran parte le obbligazioni in lire, ma ci sono timidi segnali che il deprezzamento della valuta turca potrebbe essere prossimo alla fine, per ora. Anche se è improbabile che i problemi economici strutturali del paese scompaiano in tempi brevi, i mercati hanno già scontato molti sviluppi negativi, spingendo al ribasso la lira del 40% circa rispetto all'euro dall'inizio dell'anno. Il rublo russo, invece, gode di fondamentali economici molto più solidi della Turchia, ma ha risentito dei nuovi rischi politici e

delle minacce di ulteriori sanzioni. Nel 2020 ha perso circa il 24% rispetto all'euro, il che sembra un po' eccessivo, anche se si tiene conto del calo del prezzo del petrolio e dei rischi di ulteriori sanzioni da parte dell'Occidente.



I prodotti a spread nella nostra asset allocation tattica e strategica

In generale, siamo ancora molto favorevoli alle obbligazioni societarie nei nostri portafogli (obbligazionari) misti e nella nostra asset allocation tattica. Tuttavia,

pur rimanendo fedeli alle obbligazioni societarie investment grade, di recente abbiamo ridotto la nostra esposizione al segmento high yield e al debito in valuta forte dei mercati emergenti nell'ambito della nostra asset allocation tattica. Prevediamo un aumento dei rischi a breve termine e una potenziale maggiore volatilità su questi mercati (elezioni USA, ulteriori aumenti dei casi di COVID-19 in molti paesi, nessun nuovo stimolo nel breve termine).

Per quanto riguarda l'asset allocation strategica di lungo periodo, abbiamo sfruttato la debolezza dei prodotti a spread per aumentare sostanzialmente l'esposizione nel

primo trimestre dell'anno. Dato che gli spread si sono ridotti e i rendimenti sono scesi, abbiamo effettuato prese di profitto su queste posizioni e le abbiamo ridimensionate o vendute interamente (ad esempio, i titoli di Stato italiani). Consideriamo le obbligazioni societarie e il debito dei mercati emergenti (in valuta forte e locale) ancora delle classi di attivo piuttosto interessanti nei prossimi anni e pertanto continuiamo a mantenerle nei nostri portafogli di asset allocation strategica.

Gli investimenti in fondi comuni d'investimento sono associati a rischi elevati, che possono portare anche a perdite del capitale investito.

Il prospetto e il documento contenente le informazioni chiave per la clientela (KID, Key Investor Information) dei fondi di Raiffeisen Capital Management sono disponibili all'indirizzo www.rcm-international.at/it in lingua inglese e, nel caso del KID, in italiano.

La strategia d'investimento permette al Raiffeisen Obbligazionario Mercati Emergenti Valute Locali di investire in strumenti derivati in maniera predominante (in riferimento al rischio a ciò associato).



Disclaimer

La presente è una comunicazione di marketing della Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m. b. H. Il presente documento ha solo scopo informativo per clienti professionali e/o consulenti e non è consentita la sua distribuzione a clienti privati. Nonostante l'accuratezza delle ricerche, le indicazioni messe a disposizione hanno scopo puramente informativo, sono basate sullo stato delle conoscenze delle persone incaricate della sua redazione al momento dell'elaborazione e possono essere modificate da Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H. (KAG) in qualunque momento senza ulteriore comunicazione. Si esclude qualunque responsabilità della KAG in concomitanza con queste informazioni o la presentazione orale basata su di essa, in particolare in riferimento all'attualità, esattezza o completezza delle informazioni o fonti d'informazione a disposizione o al realizzarsi delle previsioni ivi formulate.

Impressum

Proprietario: Zentrale Raiffeisenwerbung

Documento redatto da: Raiffeisen Kapitalanlage-Gesellschaft m.b.H., Mooslackengasse 12, 1190 Vienna

Photo: iStockphoto.com

Data di aggiornamento: 13.10.2020

Prima di stampare pensa
all'ambiente

