

Credito investment grade: gli spread creditizi sono veramente a buon mercato?

Il periodo compreso tra metà febbraio e fine marzo è stato teatro di alcune tra le peggiori performance per i mercati degli attivi rischiosi in generale e per il segmento delle obbligazioni investment grade (IG) in particolare. Questa situazione, che è una conseguenza della crisi della Covid-19, si è caratterizzata per la velocità e l'entità dell'ampliamento degli spread

Christopher Hult, Gestore di portafoglio, reddito fisso

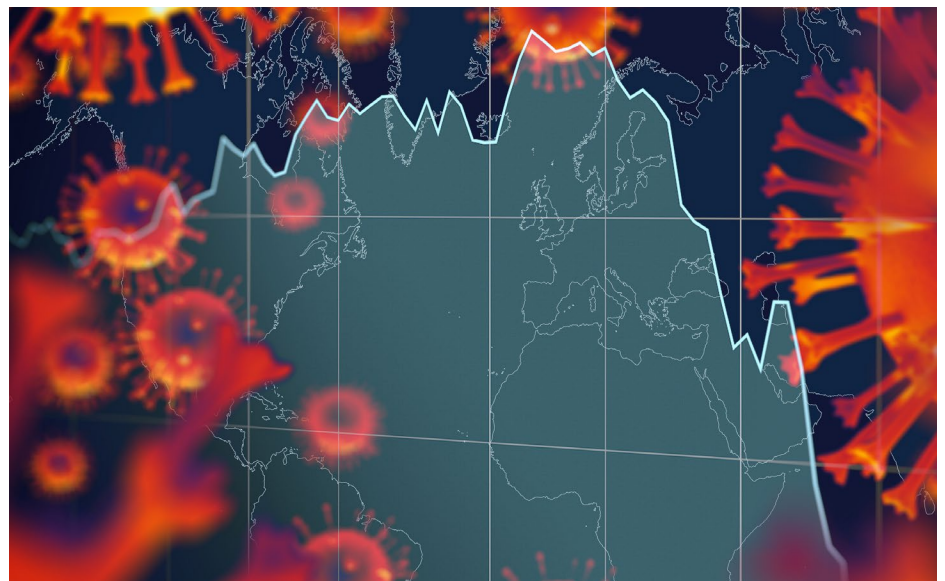
Nello specifico, gli spread delle obbligazioni IG globali rispetto ai titoli di Stato sono passati da 100 a 340 pb, nella correzione dei titoli IG più repentina della storia. Si tratta altresì degli spread più elevati dalla crisi finanziaria globale del 2008, quando arrivarono a sfiorare i 500 pb.¹

A marzo è stato registrato un extra-rendimento² del -9%, peggio del -6% e -5% osservati a settembre e ottobre 2008, nel pieno della crisi finanziaria globale.³ A un livello di 340 pb, gli spread IG globali si situavano a quasi tre deviazioni standard dalla media di lungo periodo di 130 pb. Ad aprile gli spread hanno ceduto parte di tale ampliamento e al momento si attestano a 1,2 deviazioni standard dalla media di lungo periodo.

Domande a cui dobbiamo rispondere

L'ampliamento degli spread ha fatto sorgere una serie di domande: i mercati del credito sono abbastanza sottovalutati da giustificare un aumento del rischio nei portafogli? Se così fosse, in quale misura dovremmo utilizzare il nostro budget di rischio? Ci troviamo quindi di fronte a un'occasione ghiotta, di quelle che capitano una volta in un decennio, per incrementare il rischio?

Tenuto conto del nostro approccio fondamentale bottom-up, la risposta non può prescindere da una valutazione dei fondamentali societari, indispensabile per stabilire se le valutazioni compensano o meno i rischi. Non vi è dubbio che i mercati siano diventati molto più convenienti, ma è



altrettanto incontrovertibile che ci troviamo di fronte a una situazione senza precedenti in cui interi settori sono fermi e intere popolazioni sono in quarantena, con un enorme impatto sulla disoccupazione. Ad esempio, i dati sull'occupazione nel settore non agricolo pubblicati la scorsa settimana indicano che quasi tutti i posti di lavoro creati negli Stati Uniti dal 2009 sono andati persi, con circa 21 milioni di licenziamenti nell'arco di un paio di mesi.

La risposta alla crisi

All'inizio del 2020 la nostra valutazione sul ciclo del credito era "prudente", alla luce della crescente enfasi sui rendimenti per gli azionisti, dell'indebitamento

elevato, dell'inasprimento delle condizioni finanziarie (benché l'Europa rappresentasse un'eccezione per via del quantitative easing della BCE), nonché delle valutazioni appena prossime, se non inferiori, alla media di lungo periodo.

Oggi le cose sono molto diverse. Le banche centrali e i governi hanno messo da parte le regole canoniche e hanno varato programmi rivoluzionari per evitare le insolvenze. Gli strumenti messi in campo dagli istituti centrali stanno garantendo liquidità quasi illimitata al sistema finanziario, mentre per le aziende e le famiglie sono state introdotte misure di stimolo fiscale senza precedenti per

- ▶ scongiurare il collasso economico e consentire all'economia di riemergere dallo shock pandemico. Alla luce di questi sviluppi significativi, abbiamo elevato a "favorevole" il nostro giudizio sulla congiuntura economica.

Contesto economico negativo, salute delle società in declino

La nostra valutazione delle prospettive economiche, tuttavia, è stata declassata a "negativa". Siamo convinti che una recessione globale di portata significativa sia inevitabile. I dati iniziali sulla fiducia delle aziende (PMI) e sul mercato del lavoro negli Stati Uniti appaiono particolarmente allarmanti, mentre gli utili del primo trimestre mettono in luce la brusca flessione dei ricavi in tutta l'economia. Il nostro scenario di riferimento ipotizza una ripresa a U in cui occorreranno circa 10 trimestri per rivedere i livelli di crescita del 2019 dopo un 2020 profondamente buio.

All'inizio dell'anno avevamo espresso un giudizio negativo nei confronti dei fondamentali aziendali e ora questa valutazione è peggiorata. Inizialmente, tenuto conto della leva finanziaria elevata, eravamo preoccupati che i bilanci societari potessero essere minati da un eventuale shock economico. La risposta delle banche centrali e dei governi per garantire liquidità e sostegno all'economia è stata senza precedenti, ma il fatto che il supporto giunga sotto forma di prestiti significa che la maggior parte delle aziende sta incrementando di fatto i propri livelli di indebitamento in un periodo in cui i ricavi sono calati notevolmente.

Di conseguenza è verosimile ipotizzare un incremento generalizzato della leva finanziaria in tutto il nostro mercato. I tassi d'interesse indubbiamente bassi rendono gestibile il servizio di questo debito, resta però il fatto che le società già fortemente indebitate devono prendere in prestito altro denaro per sostenere i bilanci e superare la tempesta evitando la bancarotta. Le misure sono pensate per scongiurare il rischio di una valanga di insolvenze, il che è positivo, ma riteniamo che la

qualità dei bilanci societari ne uscirà alquanto indebolita. Quello dell'IG era un segmento con rating A ma, secondo il nostro scenario di riferimento, la qualità complessiva di questo universo è probabilmente destinata a migrare verso BBB. Infatti abbiamo già assistito a una serie di declassamenti ad opera delle agenzie di rating.

Remunerazione del rischio eccessiva?

L'universo IG globale esibisce in media un rating pari ad A dal 2000, con una leva finanziaria netta intorno a 1,2x negli Stati Uniti e 2,3x in Europa. All'interno di questo segmento, i titoli BBB sono stati caratterizzati in media da una leva finanziaria netta intorno a 2x negli USA e 2,6x in Europa. Unendo le previsioni bottom-up dei nostri analisti al nostro scenario ribassista connesso alla Covid-19, osserviamo un incremento della leva finanziaria netta da 1,7x a 2,2x per l'IG statunitense e anche oltre per quello europeo.

Pertanto, in uno scenario di stress, ravvisiamo un aumento della leva finanziaria netta per il segmento IG globale a livelli più in linea con quelli delle società con rating BBB. Per tenere conto del potenziale deterioramento della qualità creditizia e capire cosa sia già stato scontato, confrontiamo l'IG globale con i dati storici dell'indice dei titoli BBB.

L'IG globale ha chiuso il mese di aprile con uno spread di 209 pb, ovvero a 1,2 deviazioni standard dalla media di lungo periodo (130 pb); tuttavia, il segmento si attesta ad appena 0,2 deviazioni standard dalla media di lungo periodo dei titoli BBB (190 pb). A dire il vero si tratta di un ribasso alquanto accentuato, non contemplato nel nostro scenario di riferimento, ma risulta utile per inquadrare la nostra assunzione di rischio. Gli spread, che si situano su livelli lontani dalla media dei titoli BBB, sono sicuramente convenienti, ma forse non al punto da offrire un'opportunità unica, tenuto conto dell'entità del potenziale deterioramento dei fondamentali dei mutuatari.

“ Le banche centrali e i governi hanno varato programmi rivoluzionari per evitare insolvenze... garantendo liquidità quasi illimitata al sistema finanziario

Come ci siamo mossi a livello di portafoglio?

A fine marzo abbiamo aumentato il profilo di rischio dei nostri fondi da un livello pressoché neutrale a circa il 75% del nostro budget di rischio,⁴ prevalentemente mediante una maggiore esposizione ai settori difensivi, che a nostro giudizio riusciranno a superare egregiamente la crisi e, in alcuni casi, a uscirne addirittura rafforzati.

Abbiamo aumentato l'esposizione a tecnologia, servizi di pubblica utilità, bevande e beni di prima necessità, mentre nel settore bancario siamo intervenuti in modo da privilegiare le società che hanno sede in paesi con un solido quadro fiscale.

Con tutta probabilità, quando l'emergenza della Covid-19 sarà passata, i vertici aziendali si concentreranno sul rimborso dei debiti. Per il momento, tuttavia, continuiamo a costruire la nostra esposizione orientandoci sui settori relativamente difensivi e manteniamo con una certa fiducia il sovrappeso sul rischio di credito, ma non riteniamo che le valutazioni siano sufficientemente basse da giustificare il ricorso all'intero budget di rischio.

¹ ICE BofA Global Corporate Index, al 31 Marzo 2020.

² Performance relativa di una obbligazione corporate confrontata con una obbligazione governativa con stessa duration.

³ Bloomberg, al 10 Aprile 2020.

⁴ Cioè, siamo al 75% del livello tra rischio neutro e massimo.

Per maggiori informazioni, visitare
COLUMBIATHREADNEEDLE.IT



Riservato esclusivamente ad investitori professionali e/o qualificati (da non destinarsi agli investitori retail). Le performance conseguite in passato non costituiscono un'indicazione di analoghi rendimenti futuri. Il valore degli investimenti e il rendimento che ne deriva possono diminuire così come aumentare ed un investitore potrebbe non recuperare la somma investita. Il capitale è a rischio. Il presente materiale è realizzato a scopi puramente informativi e 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. Il riferimento a specifiche azioni o obbligazioni non deve essere considerato una sollecitazione all'acquisto. Le analisi riportate nel presente documento sono state effettuate da Columbia Threadneedle Investments ai fini delle proprie attività di gestione degli investimenti, potrebbero essere state utilizzate prima della pubblicazione ed essere state inserite nel presente documento per caso. Tutte le opinioni contenute nel presente documento sono valide alla data di pubblicazione, possono essere soggette a modifiche senza preavviso e non devono essere considerate una consulenza in materia d'investimento. Le informazioni provenienti da fonti esterne sono considerate attendibili ma non esiste alcuna garanzia in merito alla loro precisione o completezza. Il presente materiale include riflessioni su eventi futuri, tra cui previsioni di condizioni economiche e finanziarie a venire. Né Columbia Threadneedle Investments, né tanto meno alcuno dei suoi amministratori, dirigenti o dipendenti rilascia alcuna garanzia, dichiarazione o qualsivoglia altra assicurazione circa l'accuratezza di tali previsioni. Pubblicato da Threadneedle Asset Management Limited ("TAML"). Registrata in Inghilterra e Galles, numero di iscrizione 573204. Cannon Place, 78 Cannon Street, Londra EC4N 6AG, Regno Unito. Autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority. Columbia Threadneedle Investments è il marchio commerciale globale del gruppo di società di Columbia e Threadneedle columbiathreadneedle.it Pubblicato il 04.2020 | Valido fino al 10.2020 | J30564 | 3042631