

CORPORATE BOND: Da “Spread seeker” ad “Yield Seeker”

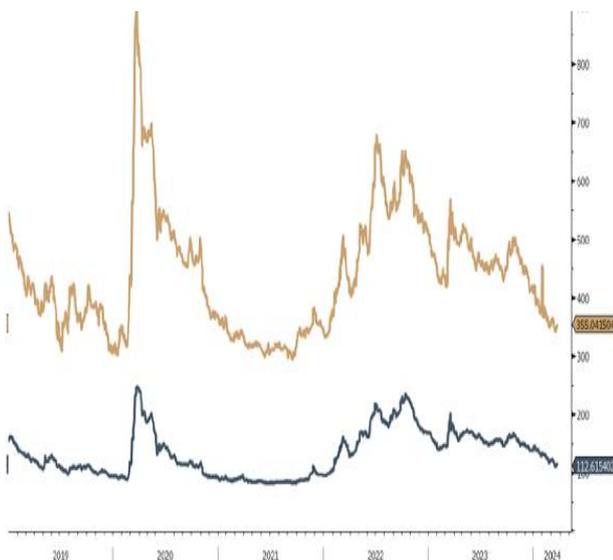
Nel mondo del fixed income, l’attrattività di un investimento in corporate bonds si misura in termini assoluti e relativi. I termini assoluti vengono espressi dal tasso di rendimento delle differenti emissioni laddove i termini relativi si esprimono come sovrarendimento di tali bond rispetto ai cosiddetti tassi free risk (il rendimento dei titoli governativi di migliore qualità) ovvero rispetto alla media dei rendimenti degli emittenti di buona/ottima qualità del settore bancario, espressa dai tassi swap.

I ripetuti aumenti di tasso di interesse operati dalle principali banche centrali negli ultimi due anni e finalizzati al controllo di una esplosiva dinamica inflattiva rialzista, da un lato hanno inferto notevoli perdite agli investitori in titoli del reddito fisso ma hanno al contempo gettato le basi per un periodo di ritorni sull’investimento insperati nella lunga fase della politica di tassi zero e del Quantitative Easing.

I tassi di interesse hanno ormai raggiunto il picco e si avviano ad una fase ribassista il cui sviluppo resta tuttavia incerto nei tempi e nelle dimensioni. Vale dunque ancora la pena investire in obbligazioni diverse dai titoli governativi, siano esse corporate o finanziarie?

In termini relativi gli spread di credito si trovano nella parte bassa del loro range storico e questo in ragione di alcuni elementi positivi che andremo ad analizzare. L’alto valore assoluto dei tassi di interesse governativi (mattone fondante nella determinazione del rendimento adeguato per una emissione corporate) si trovano invece nella fascia storicamente alta, rendendo il comparto dei corporate bonds terreno di caccia per instancabili “yield seekers”.

Grafico1: Spread EUR HY (Oro) & EUR IG (Blu) Grafico2: yield corp bonds



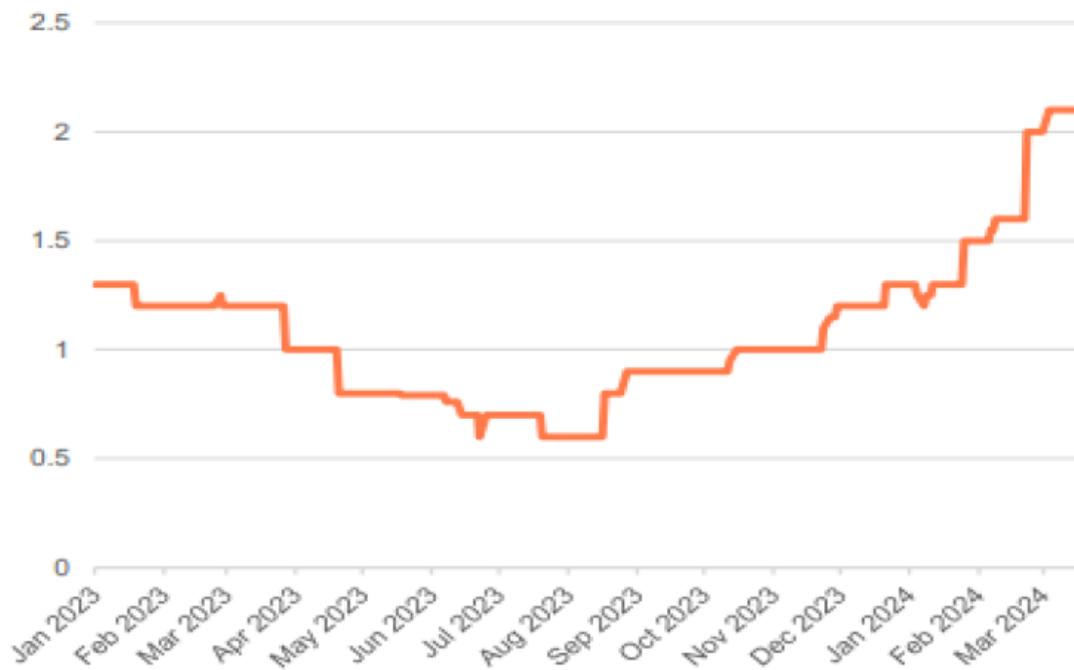
Asset class	Duration	Yield	YTD
USD IG	7,2	5,3	-1,0
USD HY	3,7	7,6	1,3
USD SUB IG	6,2	5,7	0,3
EUR IG	4,6	3,7	0,0
EUR HY	3,0	7,5	1,8
EUR SUB	3,4	4,4	0,6
EUR BANK T2	3,4	4,4	-1,1
EUR T2 INS	4,8	4,4	1,4
EUR ATI	3,3	7,6	3,2
EM Local Currency	7,1	4,0	-0,5
EM Hard Currency	6,3	7,1	1,1

Fattore indispensabile per la performance dei corporate bonds è la tenuta del settore creditizio con disponibilità di finanziamenti, la stabilità ovvero la crescita dell'economia e la performance operativa degli emittenti.

In questa fase più indicatori ci danno conferma di come la disponibilità di credito risulti in fase di miglioramento, innestando un circolo virtuoso fatto di resilienza finanziaria degli emittenti e di minore impatto atteso dei tassi di default (probabilmente prossimi al picco).

L'Outlook economico risulta in miglioramento in particolare negli Stati Uniti e la costante politica fiscale espansiva americana ed europea hanno buon gioco a contrastare gli effetti delle politiche monetarie restrittive volte al contenimento dell'inflazione. A ciò si aggiunga la perdurante fase espansiva dei bilanci delle banche centrali cinese e giapponese sulla liquidità globale.

Grafico2: US GDP 2024 estimate

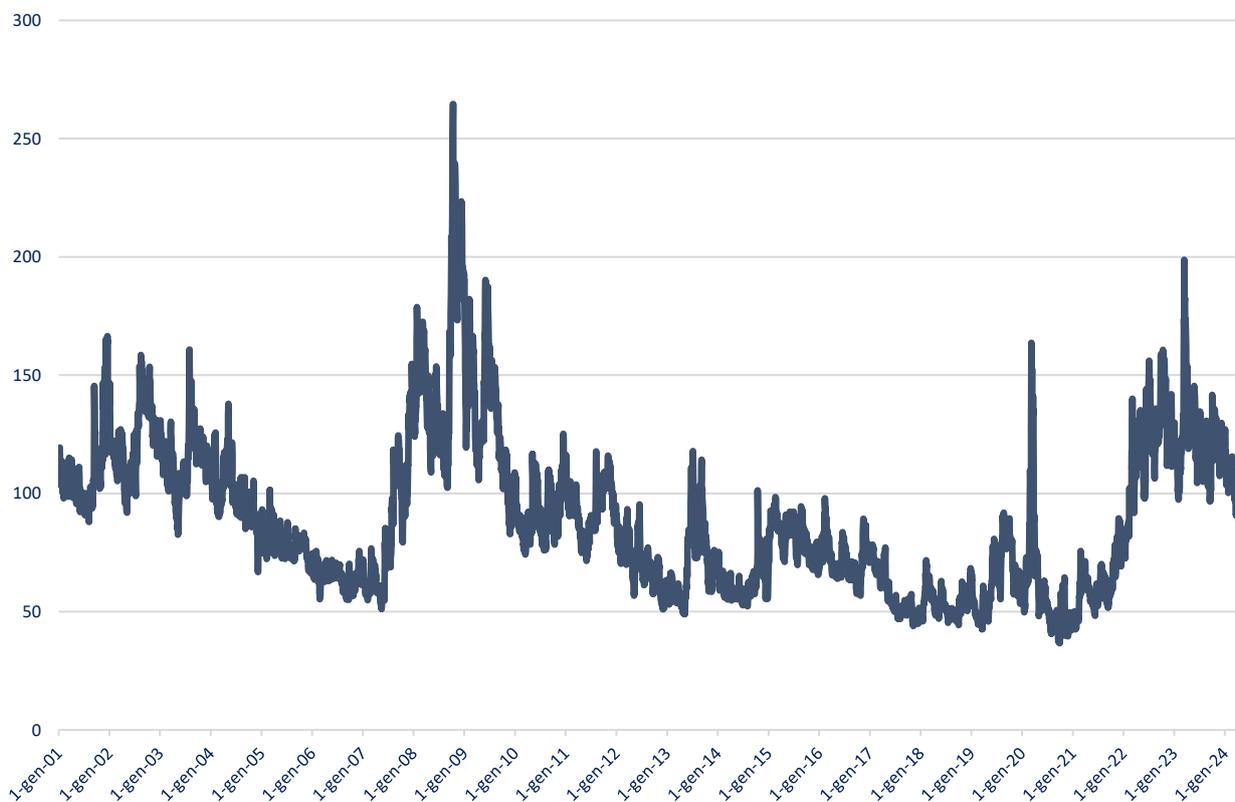


Questo quadro benigno si riflette positivamente su risultati societari migliori delle attese sia in termini di redditività (margini e fatturato) che in termini di copertura degli oneri finanziari, comunque in aumento dato il livello assoluto dei tassi di interesse.

Lato mercato, l'attuale situazione positiva si riflette in livelli di spread di credito contenuti ma anche nel posizionamento "lungo" dei principali investitori desiderosi di partecipare a questo vero e proprio soft landing del credito fatto di rendimenti forse bassi in termini relativi ma poco volatili, dalle correzioni brevi e poco accentuate e dalla ricerca del carry come punto finale.

Altri due interessanti fattori positivi risultano essere il ritorno ad una "sana" correlazione positiva tra tassi di interesse e spreads ed una parziale attenuazione della volatilità dei tassi di interesse espressa dall'indicatore Ice BofA MOVE, tornato sotto area 100.

Grafico3: Move Index (Volatilità implicita del Treasury)



Si diceva dell'appetito degli investitori. I principali (assicurazioni e fondi pensione) garantiscono un flusso positivo verso Etf e fondi di investimento, contribuendo al sostegno del mercato ed all'assorbimento di un notevole volume di emissioni sul mercato primario. Su quest'ultimo i bid to cover ratio delle emissioni continuano ad essere rassicuranti e il cosiddetto "new issue premium" o NIP, la concessione che le nuove emissioni offrono sulle esistenti nel mercato secondario, resta positivo anche se non eccessivo. Il livello raggiunto attualmente dagli spread di credito ci porta a preferire la parte medio breve dell'investment grade e dell'High

yield europeo con qualche concessione in termini di duration leggermente più lunga per il mercato americano. I settori di preferenza risultano essere inoltre il debito subordinato bancario e assicurativo e la tipologia dei titoli corporate hybrids con una selettività che ne assicuri il premio rispetto alle corrispondenti emissioni senior ed ai pari rating del settore HY.

Grafico4: Percentile model

Cm	Average	3Y		5Y		10Y		20Y		VALUATION			
		Yield	Spread	Yield	Spread	Yield	Spread	Yield	Spread	Yield		Spread	
USD	US IG	91%	5%	81%	9%	71%	13%	75%	5%	CHEAP	RICH	CHEAP	RICH
	US HY	50%	17%	63%	11%	76%	6%	59%	7%	NEUTRAL/CHEAP	RICH	NEUTRAL/CHEAP	RICH
EUR	EUR IG	59%	38%	73%	39%	86%	47%	62%	37%	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH
	EUR HY	64%	32%	74%	28%	87%	39%	64%	31%	CHEAP	NEUTRAL/RICH	CHEAP	NEUTRAL/RICH
	EUR INS	53%	33%	69%	26%	83%	16%	51%	20%	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH
	EUR COCO	50%	27%	64%	23%	69%	19%	69%	19%	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH
	EUR TI	52%	68%	67%	102%	72%	104%	72%	90%	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL	NEUTRAL/CHEAP	CHEAP
	EUR HYBRID	50%	31%	53%	33%	53%	25%	53%	23%	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH
EM	EUR SUB	52%	34%	69%	33%	78%	34%	78%	34%	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH	CHEAP	NEUTRAL/RICH
	EM USD HC	55%	35%	70%	36%	85%	10%	84%	6%	CHEAP	RICH	CHEAP	NEUTRAL
	EM LATAM	69%	36%	77%	24%	86%	28%	88%	28%	CHEAP	NEUTRAL/RICH	CHEAP	NEUTRAL
	EM LOCAL CNRCY LATAM	48%	75%	66%	75%	77%	16%	80%	18%	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/CHEAP	CHEAP	RICH
GBP	EM LOCAL ASIA	43%	58%	44%	69%	26%	72%	17%	48%	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL
	GBP IG	59%	30%	44%	69%	26%	72%	63%	14%	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH
	GBP HY	49%	75%	63%	75%	74%	75%	74%	70%	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH	NEUTRAL/CHEAP	NEUTRAL/RICH
	GBP TI	60%	75%	74%	75%	78%		78%		CHEAP	NEUTRAL/RICH	CHEAP	NEUTRAL/RICH

In questo “goldilock scenario” occorre tuttavia tenere ben monitorati alcuni fattori di rischio per permettere di evitare il consueto affollamento all’uscita che il mercato del credito sa esprimere in certe fasi di correzione strutturale.

Chiaramente la variabile inflazione è la prima di cui tenere conto. Le ultime letture mensili segnano un rallentamento della discesa se non in qualche caso una vera e propria inversione. Dovesse questo scenario non confermarsi transitorio, la prudenza e la riduzione dell’esposizione sarebbe d’obbligo soprattutto a fronte di banche centrali costrette a rivedere i percorsi di discesa dei tassi di interesse.

Altro elemento da monitorare è la tenuta di questa fase di rilancio del ciclo economico e la capacità delle imprese di tradurla in margini e utili sostenibili nel tempo. Va da sé che il mercato del lavoro risulta la cartina di tornasole di questa resilienza economica e segnali di cedimento oltre il fisiologico dovranno essere intesi come campanelli d’allarme.

Temporanei momenti di storno potrebbero presentarsi in presenza di fasi di illiquidità o di eccessiva attività di mercato primario (circa 700 i miliardi di euro di emissioni attesi per il 2024 in EU).

Ultimo ma non certo trascurabile, il cumulo di tensioni geopolitiche internazionali (Ukraina, Palestina, Taiwan, ecc.,) che l’anno elettorale americano in questa fase non contribuisce a guardare con ottimismo.

DISCLAIMER

Le presenti informazioni sono state elaborate da Valori Asset Management SA (Svizzera), autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari FINMA.

Questo materiale viene fornito da Valori Asset Management SA (Svizzera) esclusivamente a scopo informativo, è destinato esclusivamente al vostro uso e non costituisce un'offerta o un impegno, una sollecitazione di un'offerta o di un impegno, né un consiglio o una raccomandazione a effettuare o concludere alcuna transazione (alle condizioni indicative indicate o in altro modo).

Questo materiale è stato elaborato da Valori Asset Management SA (Svizzera) sulla base di ipotesi e parametri determinati in buona fede. Le ipotesi e i parametri utilizzati non sono gli unici che potrebbero essere utilizzati e pertanto non si garantisce l'accuratezza, la completezza o la ragionevolezza di tali quotazioni, divulgazioni o analisi. Una serie di ulteriori ipotesi o parametri, o altri fattori di mercato e altre considerazioni, potrebbero portare a differenti analisi o valutazioni in buona fede delle transazioni sopra descritte. I risultati passati non devono essere considerati come un'indicazione o una garanzia dei risultati futuri e non viene fornita alcuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, in merito ai risultati futuri. Le opinioni e le stime possono essere modificate senza preavviso. Le informazioni sopra riportate sono state ottenute o basate su fonti ritenute affidabili da Valori Asset Management SA (Svizzera), ma Valori Asset Management SA (Svizzera) non ne dichiara né garantisce l'accuratezza o la completezza. Questo materiale non ha la pretesa di contenere tutte le informazioni che un soggetto interessato potrebbe desiderare. In ogni caso, le parti interessate dovrebbero condurre le proprie indagini e analisi delle transazioni descritte in questo materiale e dei dati in esso contenuti.

Valori Asset Management SA (Svizzera) può, di volta in volta, partecipare o investire in altre operazioni di finanziamento con gli emittenti dei titoli citati nel presente documento, prestare servizi per tali emittenti o sollecitarne l'attività, e/o avere una posizione o effettuare operazioni sui titoli o sui loro derivati.