

## Mercato obbligazionario, per Gamma Capital Markets è buy

di Redazione  
tempo di lettura 3 min

**Una nota sulle opportunità del mercato obbligazionario: è già ora di comprare o è meglio attendere le prossime decisioni delle autorità monetarie?**



Giulio Palazzo

*A cura di Giulio Palazzo, responsabile consulenza Fee Only di Gamma Capital Markets*

Dopo anni di rendimenti al rovescio per buona parte delle obbligazioni mondiali, **da qualche mese si trovano interessanti opportunità nel mondo del reddito fisso.**

Gli effetti della pandemia, dell'inflazione combinata alla guerra in Ucraina e del percorso di rialzo dei tassi già avviato dalla FED e da altre banche centrali hanno elevato sensibilmente i rendimenti obbligazionari di tutte le classi di rating creditizio. La conseguenza sui prezzi delle obbligazioni a medio/lungo termine è stata estremamente pesante con perdite medie, sia sui governativi che sugli emittenti più rischiosi, di circa il 12-18%. **E' naturale chiedersi se sia già arrivato il momento di comprare** o se sia più prudente attendere le prossime decisioni delle autorità monetarie.

Gli elementi macroeconomici disponibili descrivono una probabile recessione globale in arrivo in un contesto di forte divergenza fra mondo americano e mondo europeo, ben segnalata dall'evidente rafforzamento del dollaro. La forza dell'economia USA, energeticamente indipendente e poco condizionata dalla vicenda ucraina, è segnata da un'inflazione giunta al 9,1%, oltre le aspettative, in un regime di piena occupazione. Ciò ha legittimato la FED a muovere due corposi rialzi (fino a 1,5-1,75%) con l'aspettativa di vederne ancora altri nei prossimi mesi sino a quota 3-3,5%. L'ampiezza di queste mosse dovrà bilanciarsi con la necessità di limitare i rischi di recessione con l'impressione che, fra i due estremi, la FED preferisca prioritariamente domare l'inflazione sino a riportarla rapidamente verso il range 2-3% per poi rilanciare una fase espansiva. In Europa, invece, la guerra morde aggressivamente e si stima che la recessione arriverà prima e sarà più intensa rendendo più complesso il percorso della BCE che non ha mezzi potenti per mitigare i rincari dell'energia. Domare l'inflazione, in questo caso, significa colpire l'economia ed aggravare lo scenario recessivo. Le attese sul punto di arrivo dei futuri rialzi BCE indicano un range 1,25-1,75%, quindi non oltre la metà di quanto stimato per gli USA.

In questo contesto il decennale americano si è spinto sino a rendere il 3,5% per poi stabilizzarsi recentemente poco sotto il 3%. Il Bund tedesco è tornato nel mondo positivo sino a quota 1,6% per poi stabilizzarsi attorno all'1,15%. **I mercati obbligazionari, quindi, hanno già "fissato" i rendimenti al livello atteso alla fine del ciclo dei rialzi** e i mercati azionari hanno vistosamente riprezzato al ribasso il valore dei titoli per adeguare il rapporto prezzo/utile e il dividend yield alla concorrenza posta dalle cedole obbligazionarie. Si può infatti osservare che i ribassi azionari più intensi si sono verificati proprio in corrispondenza del superamento del rendimento 3,5% dei Tbond, vera e propria "soglia del dolore" per le Borse.

La lettura di questi movimenti conferma il nostro favore al ritorno sul mercato obbligazionario. L'azione combinata delle banche centrali e del rallentamento economico faciliterà un rientro graduale e consecutivo dell'inflazione verso il target 2-3% consentendo una stabilizzazione/moderazione dei rendimenti obbligazionari in modo da mantenerli compatibili con i bilanci degli Stati. Questa riflessione non considera, inoltre, l'estemporaneità della guerra in Ucraina che, se cessasse, ricomporrebbe più rapidamente la bolletta energetica. **Una recessione più severa delle attese, con utili aziendali in calo, potrebbe ulteriormente penalizzare l'equity ma, comprimendo i rendimenti, favorirebbe i bond contribuendo a ripristinare la decorrelazione storica azioni/obbligazioni.**

Ciò consente di ritenere interessanti varie categorie di obbligazioni, governative e corporate, queste ultime **miglior se investment grade**. Nel mondo corporate sono preferite le duration medio/brevi entro i 2-4 anni al cui interno si notano rendimenti fra il 3 e il 5%. Considerando di trovarci in un ciclo monetario restrittivo, i mercati corporate potrebbero avere stagioni di minore liquidità e l'acquirente deve ragionare come possibile detentore sino a scadenza.

Per i governativi, molto più liquidi, è possibile porsi anche su duration medio/lunghe sia per catturare buoni rendimenti a scadenza sia per possibili rialzi dei prezzi nella fase di ritorno del ciclo espansivo. Possibili ulteriori flessioni di questi titoli potranno essere occasioni per acquistare duration.

Questo ragionamento vale anche per i **titoli di Stato italiani**. Le maggiori incertezze sulla politica e sul debito del nostro Paese sono bilanciate dal "pilota automatico" della UE e, almeno parzialmente, prezzate nei maggiori rendimenti proposti, oggi al 3,25% sul BTP decennale, secondi, nella Ue, solo alla Grecia.

Restiamo invece **cauti su high yield ed emerging bond**. I prezzi sono diventati interessanti ma preferiamo attendere che si manifestino gli effetti della recessione ventura con un probabile aumento dei fallimenti nel mondo high yield, anche a seguito della cessazione della moratoria pandemica. Per i Paesi Emergenti, soprattutto se importatori di materie prime, il mix dollaro forte (in cui è denominata gran parte del debito estero) e recessione/rallentamento potrebbe produrre ulteriori flessioni.