

# Non avere paura

luglio 2022

“

Quando vedi la luce  
in fondo al tunnel  
è già troppo tardi  
per comprare

Sir John Templeton

**Davide Serra**  
Founder & CEO

**Sebastiano Pirro**  
CIO & Financial Credit  
Portfolio Manager

**Gabriele Foà**  
Global Credit Portfolio Manager

**Silvia Merler**  
Head of ESG & Policy Research

**Tao Pan**  
Head of AI and Big Data

# Non avere paura

*Quando si perdono delle fortune, ce ne sono altre che si possono creare.* Il tempismo può fare la differenza tra perderle e crearle. Giugno ha rappresentato un mese importante nell'attuale mercato ribassista, in quanto sono state spuntate molte "caselle di acquisto", almeno nei mercati del credito. La Russia ha ridotto i flussi di gas, l'inflazione è aumentata ulteriormente e le banche centrali non hanno intenzione di sbilanciarsi sulla crescita. Tutto ciò che potrebbe andare male è andato male, con la paura a prendere il sopravvento sui mercati. Quando il panico domina i mercati, l'altra faccia della medaglia è positiva.

La situazione attuale è la più vicina a una vera e propria capitolazione che abbiamo visto da molto tempo a questa parte. Il credito high yield ha registrato il mese peggiore dalla crisi Covid, con una correzione del 20%. I tassi distress nei mercati obbligazionari raramente sono stati così elevati. Gli attuali livelli di spread implicano ondate di default paragonabili a quelle sperimentate nel 2001 e nel 2008. Gli afflussi verso i mercati obbligazionari sperimentati negli ultimi due anni hanno fatto marcia indietro nel giro di pochi mesi.

La seconda metà dell'anno rimane incerta. I flussi di gas e la geopolitica determineranno l'andamento dell'inverno. Le economie globali rallenteranno ed è difficile stimare quanto profondamente. Entreranno in gioco diversi cicli politici, si vedano le elezioni di metà mandato negli Stati Uniti e le elezioni in Italia, Turchia e Brasile. L'inflazione si attenuerà, ma i dati mensili resteranno volatili. Le banche centrali dovranno destreggiarsi tra economie in rallentamento, prezzi elevati e valute volatili.

Il segnale più forte proviene dalle valutazioni. Nei mercati obbligazionari, i livelli sono diventati estremi. Gli spread hanno effettivamente prodotto tutta la stretta finanziaria che i Treasury non sono stati in grado di fornire. Negli ultimi 20 anni, comprare ai livelli attuali è stato un affare. In linea con gli spread prevalenti, si sono materializzati rendimenti medi del 7% per le società, del 12% per i titoli finanziari e del 15% per i mercati emergenti, su un orizzonte di un anno. Per questo motivo, quello attuale è un ottimo momento di ingresso per gli investitori di lungo termine.

L'inflazione si modererà dopo l'estate. Prevediamo un allentamento delle strozzature dal lato dell'offerta nel secondo semestre, il che si traduce in una minore pressione produttiva, favorendo la disinflazione sia negli Stati Uniti che in Europa. Abbiamo già riscontrato alcuni segnali confortanti nelle stampe di giugno, ma la volatilità dei prezzi dell'energia suggerisce che dovremo aspettare settembre per vederne il pieno impatto. Un'inflazione al suo picco significa che le banche centrali saranno meno aggressive, una buona notizia per i mercati con l'avvicinarsi del rallentamento del terzo trimestre.

**Avevamo suggerito di avvicinarvi in punta di piedi. Ora riteniamo invece che sia giunto il momento per gli investitori di avanzare.**

La severità del rallentamento dipenderà dall'offerta di gas. Tuttavia, i fattori più facili da prevedere fanno intravedere alcuni aspetti positivi. In primo luogo, i bilanci dei consumatori sono sufficientemente solidi da far sì che il rallentamento negli Stati Uniti sia lieve. In secondo luogo, gli attuali flussi di gas indicano come ipotesi di base un rallentamento moderato anche in Europa (anche se un'interruzione delle forniture genererebbe un rallentamento più marcato). Infine, il prezzo delle azioni è in

linea con quanto già sperimentato in gran parte delle recessioni.

L'Europa rimarrà ragionevolmente volatile, con i rischi legati al gas che raggiungeranno il picco in ottobre e il rischio Italia nuovamente sotto i riflettori. La frammentazione politica continuerà a rappresentare una sfida per la BCE.

Nel complesso, riteniamo che questo sia un buon momento per aggiungere rischio nei mercati del credito. L'incertezza è elevata, ma il periodo dopo l'estate fornirà chiarezza su alcune preoccupazioni che caratterizzano i mercati globali. Gli spread di credito hanno già assunto una visione negativa e stanno ora prezzando un risultato estremo. L'opportunità sembra più chiara nel credito di qualità. Gli investitori possono ottenere il 6-7% di rendimento con probabilità di default quasi nulle, per cui il rischio di credito al 12% o superiore non sembra necessario. A giugno avevamo suggerito di avvicinarvi in punta di piedi, ma rimanendo in guardia. Ora riteniamo invece che sia giunto il momento per gli investitori di avanzare.

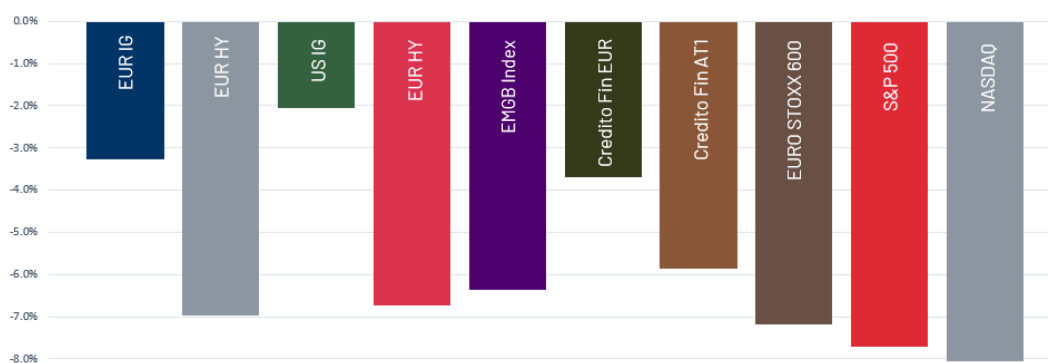
## Il credito crolla – La storia dice di comprare

Il crollo di giugno è stato particolarmente negativo per il credito, rendendo le valutazioni anormalmente convenienti. Le prospettive per la seconda metà del 2022 sono molto incerte, in quanto gli scenari sulla sicurezza energetica e sull'inflazione sono difficili da definire. Abbiamo fatto un passo indietro e guardato ai casi in cui gli spread sono stati così attraenti negli ultimi 20 anni. Ci aspettiamo che gli investitori beneficeranno di rendimenti importanti nei prossimi 12 mesi.

## Mercati obbligazionari – Emerge del valore

L'*high yield* ha registrato una performance negativa pari a quella dei titoli azionari (Grafico 1) e gli spread sono ora coerenti con quelli delle gravi recessioni (Grafico 2). I mercati del credito hanno fornito tutto l'inasprimento che i Treasury a lunga scadenza e le azioni non sono stati in grado di fornire e ora sono posizionati per il peggio. Per noi, questa è una buona notizia per gli investitori obbligazionari. Negli ultimi 20 anni, livelli di spread come quelli attuali hanno segnato importanti punti di ingresso. In media, i rendimenti a 12 mesi sono stati del 7% per le società, dell'11% per i titoli finanziari e del 15% per i mercati emergenti (Grafico 3). Le obbligazioni *investment grade* hanno reso in media il 5-6%, indicando un rendimento atteso relativamente sicuro. L'attrattiva storica è unica per il credito (Tabella 1). I titoli di Stato tendono a registrare perdite a partire dagli attuali rendimenti reali. I

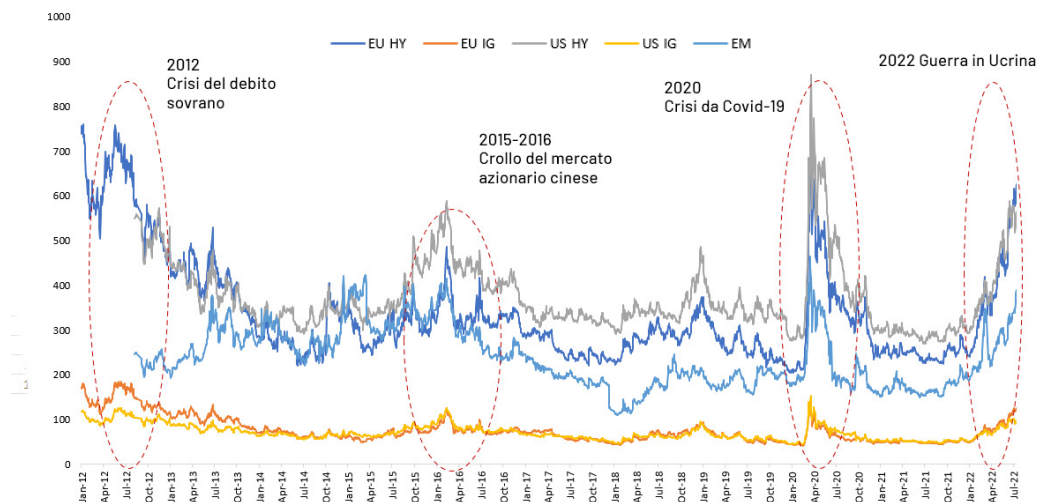
Grafico 1 | Credito sottoperformante a giugno



Fonte: Algebris Investments, Bloomberg Finance L.P. Dati sul rendimento totale al 01/07/2022

mercati azionari tendono a fornire rendimenti altrettanto buoni come quelli dei bond, a fronte di una maggiore volatilità. Le valutazioni ci indicano che tutto il pessimismo circa l'inflazione e l'economia è ben riflesso nel credito, mentre quello implicito negli spread è diventato eccessivo.

**Grafico 2 | Spread di credito ai livelli di recessione**



Fonte: Algebris Investments, Bloomberg Finance L.P. Dati al 14/07/2022.

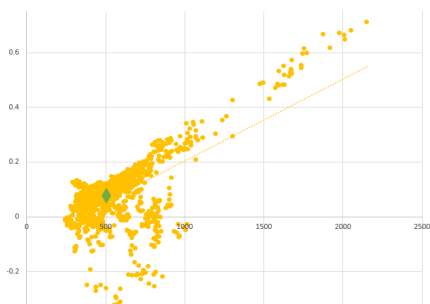
**Tabella 1 | Credito - Rendimenti attesi più alti a 12 mesi sulla base delle valutazioni**

	Spread attuale	Rendimenti previsti
<b>Contanti</b>		
Euro IG	202	7.0%
Euro HY	646	5.8%
IG USA	159	5.8%
US HY	543	6.0%
EM	439	15.2%
Credito Fin EUR	313	8.9%
Credito Fin - AT1	472	11.1%
<b>Governativi</b>	<b>Rendimento reale attuale</b>	
Italia	-4.15	-8.1%
Germania	-6.35	-7.8%
USA	-5.65	-7.7%
<b>Azionario</b>	<b>P/E attuale</b>	
EURO STOXX 600	14.98	8.5%
S&P 500	19.19	9.2%
NASDAQ	37.81	15.5%

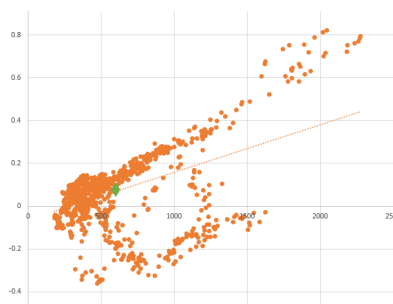
Fonte: Algebris Investments, Bloomberg Finance L.P. Dati al 30.06.2022.

**Grafico 3 | Forte predittore dei rendimenti del credito a 12 mesi**

Dati settimanali su US HY, rendimento a 1 anno



Dati settimanali su EUR HY, rendimento a 1 anno

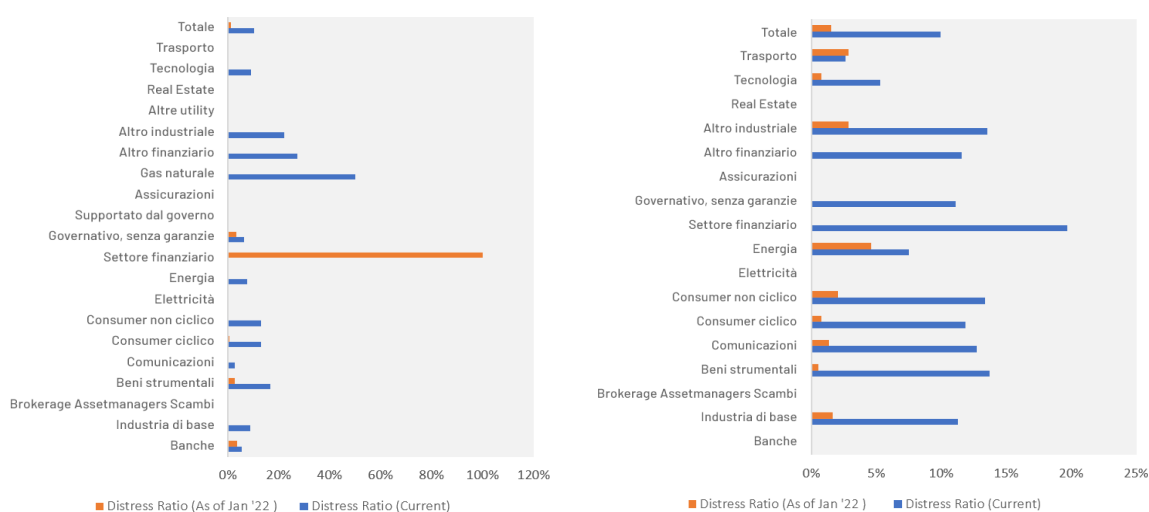


Fonte: Algebris Investments, Bloomberg Finance L.P. Dati al 14/07/2022.

## Valutazioni del credito - Stressate

Anche i livelli di stress impliciti nelle valutazioni sono estremi. Gli indici CDS (*credit default swap*) prezzano tassi di default a 1 anno del 2% per il credito IG e dell'8-10% per l'*high yield*. I *default* dell'IG sono estremamente infrequenti, mentre il tasso di fallimento degli *high yield* difficilmente supera il 3%. I tassi di sofferenza vanno nella stessa direzione (Tabella 2). In Europa e negli Stati Uniti, il 10% del credito ad alto rendimento paga più di 1.000 punti di spread, contro appena l'1% all'inizio dell'anno. Nei mercati emergenti, un bond governativo su tre scambia a livelli *distressed*. Un tale valore è coerente con una profonda recessione in cui le condizioni finanziarie non migliorano, il peggiore degli scenari sia per l'economia che per la politica monetaria.

Tabella 2 | Tassi di distress in aumento (UE a sinistra, USA a destra)



Fonte: Algebris Investments, Bloomberg Finance L.P. Dati aggiornati al gennaio 2022.

## Flussi - Esodo dal credito

Anche i flussi dei fondi indicano una capitolazione del credito. I dati relativi agli ETF (*exchange-traded fund*) mostrano che i deflussi dall'*high yield* nel primo semestre del 2022 hanno cancellato due anni di flussi in entrata. I flussi dei fondi EPFR mostrano che i fondi obbligazionari hanno registrato \$200 miliardi di deflussi quest'anno, mentre i flussi azionari sono ancora in territorio positivo. I fondi di credito societario hanno registrato riscatti pari all'80% degli *inflow* del 2021. Per i fondi specializzati nei mercati emergenti, il dato si avvicina al 150%. Gli indici obbligazionari sono in calo del 15-18% YTD, non lontano dalla performance dell'*equity*. L'avversione al rischio sta quindi aumentando, soprattutto nel credito, in quanto gli investitori stanno esaurendo la pazienza per ulteriori performance negative. I sondaggi riportano che i livelli di liquidità dei fondi attivi sul credito si aggirano intorno al 15%.

## Macro - Tentativi di sgonfiamento

A giugno i dati sono peggiorati, aumentando le probabilità di una recessione. I mercati stanno tenendo conto di questo esito negativo. Il calo dell'*equity* registrato nella prima metà dell'anno è in linea con le perdite massime registrate nelle recessioni meno severe. I prezzi attuali possono quindi essere giustificati solo dal rischio di coda. L'inflazione si attenerà a partire da settembre, aprendo la strada a banche centrali meno aggressive.

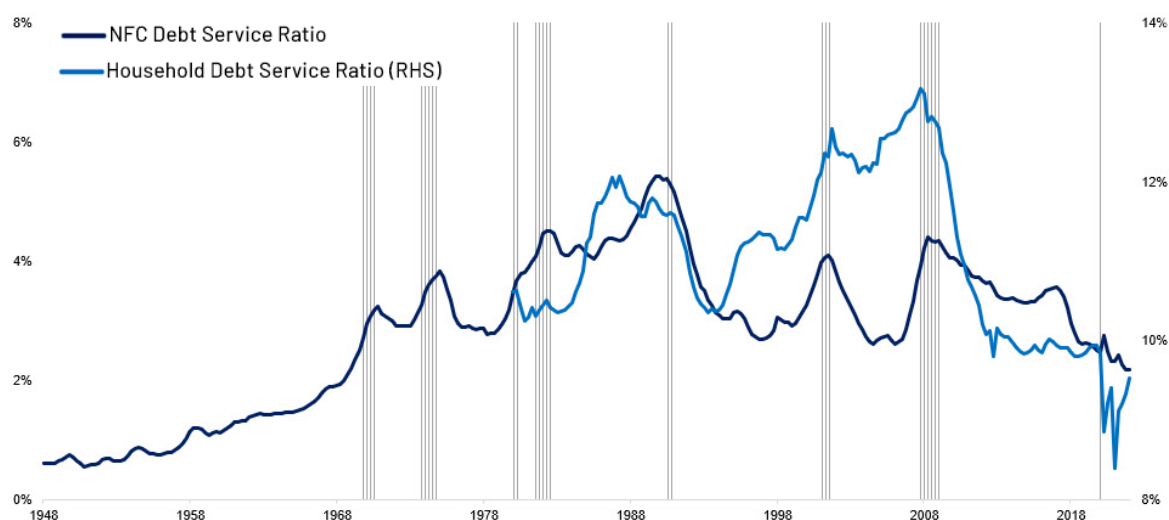
## Rischi di recessione - In aumento, ma già prezzati

I dati delle varie economie hanno sorpreso al ribasso a partire da giugno, innescando un pricing più aggressivo di una recessione a breve termine. Secondo il nostro modello interno, le probabilità di una recessione negli Stati Uniti nei prossimi 6 mesi sono salite al 30%, mentre per i prossimi 12 mesi sono ora del 60%. Allo stesso modo, le probabilità di recessione a 6 e 12 mesi nell'area dell'euro sono salite rispettivamente al 75% e all'80%. Il nostro modello vede le chance di recessione più vicine al 90% quando si utilizzano solo le variabili finanziarie, suggerendo che i mercati stanno prezzando pienamente tale risultato.

## Recessione USA - I bilanci puntano ad una recessione superficiale

Le finanze dei consumatori sono molto più solide rispetto alle precedenti recessioni, soprattutto negli Stati Uniti (Grafico 5). I rapporti di servizio del debito sono vicini ai minimi storici sia per le famiglie che per le imprese. Allo stesso tempo, le famiglie continuano a disporre di ingenti risparmi - nel 1° trimestre del 2022, persino il 20% della popolazione meno abbiente disporrà del 9% di liquidità aggiuntiva rispetto ai livelli pre-Covid. La solida ricchezza delle famiglie indica, quindi, maggiori probabilità di un rallentamento più lieve.

**Grafico 5 | Bilancio delle famiglie statunitensi - Un quadro rassicurante**



Fonte: Algebris Investments, FRED, Bloomberg Finance L.P. Dati al 1° trimestre 2022.

## Recessioni poco profonde - Animali diversi

Le recessioni poco profonde tendono a provocare crolli di mercato meno marcati. Abbiamo studiato 12 recessioni statunitensi dagli anni '40 in poi, suddividendole in recessioni profonde e poco profonde, a seconda che la contrazione del PIL reale o l'aumento del tasso di disoccupazione sia stato superiore alla media storica (Tabella 3). In media, il PIL reale si è contratto dell'1,6% in una recessione poco severa contro il 4,5% in quelle gravi, mentre la disoccupazione è aumentata rispettivamente di 2,8 punti percentuali contro 5,9 punti percentuali. La performance degli asset ha sofferto di più in una recessione grave, con un calo medio dello S&P500 di -38% e un allargamento dello spread del credito Baa di 245 pb rispetto a -25% e 174 pb in una recessione meno grave. Il drawdown dell'S&P registrato nel 1° semestre del 2022 è, quindi, già in linea con i livelli che si verificano in una recessione lieve

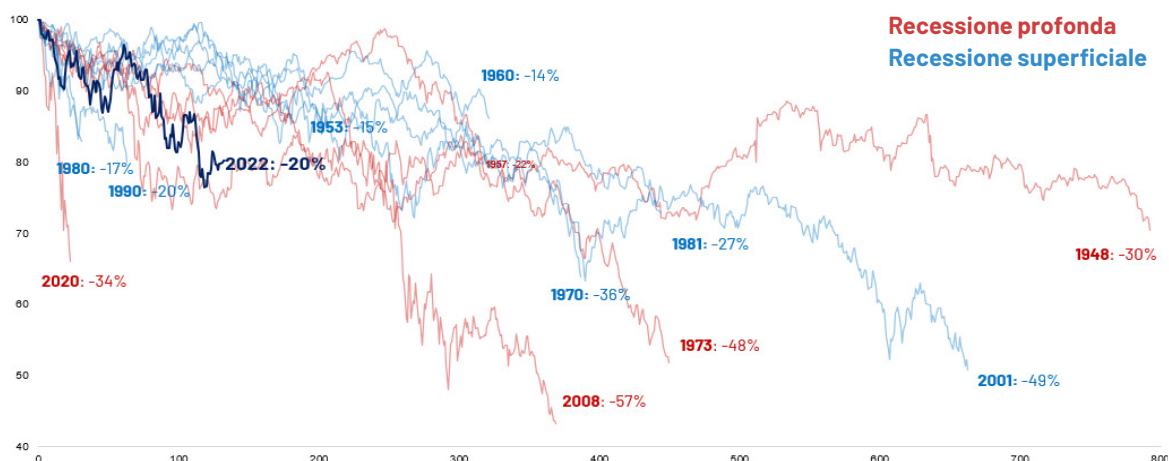
(Grafico 6). Il minimo della performance azionaria ha tendenzialmente coinciso con il cambiamento di politica della Fed verso un allentamento monetario.

**Tabella 3**

Data di inizio	Data di fine	Durata (mesi)	Riduzione reale del PIL (verso il basso)	Variaz. tasso disoccupazione (verso l'alto)	Cambio di politica sui tassi della Fed	Discesa del SPX	Allargamento spread corp Baa, pb	Tipologia
Dec-1948	Nov-1949	11	-1.7%	+4.5pp	Nil	-29.6%	Nil	Profonda
Aug-1953	Jun-1954	10	-2.5%	+3.6pp	Nil	-14.8%	50	Superficiale
Sep-1957	May-1958	8	-3.6%	+3.8pp	-2.9pp	-21.6%	132	Profonda
May-1960	Mar-1961	10	-1.3%	+2.3pp	-2.8pp	-13.9%	82	Superficiale
Jan-1970	Dec-1970	11	-1.1%	+2.7pp	-5.8pp	-36.1%	187	Superficiale
Dec-1973	Apr-1975	16	-3.1%	+4.4pp	-6.1pp	-48.2%	220	Profonda
Feb-1980	Aug-1980	6	-2.2%	+2.2pp	-5.6pp	-17.1%	289	Superficiale
Aug-1981	Dec-1982	16	-2.6%	+3.6pp	-10.5pp	-27.1%	289	Superficiale
Aug-1990	Apr-1991	8	-1.4%	+2.8pp	-6.9pp	-19.9%	105	Superficiale
Apr-2001	Dec-2001	8	-0.4%	+2.5pp	-5.6pp	-49.1%	216	Superficiale
Jan-2008	Jul-2009	18	-4.0%	+5.6pp	-5.2pp	-56.8%	446	Profonda
Mar-2020	May-2020	2	-10.1%	+11.2pp	-2.4pp	-33.9%	182	Profonda
<b>Media</b>		<b>10</b>	<b>-2.8%</b>	<b>+4.1pp</b>	<b>-5.4pp</b>	<b>-30.7%</b>	<b>200</b>	
<b>Media (recessione profonda)</b>		<b>11</b>	<b>-4.5%</b>	<b>+5.9pp</b>	<b>-4.1pp</b>	<b>-38.0%</b>	<b>245</b>	
<b>Media (recessione superficiale)</b>		<b>10</b>	<b>-1.6%</b>	<b>+2.8pp</b>	<b>-6.2pp</b>	<b>-25.4%</b>	<b>174</b>	

Fonte: Algebris Investments, FRED, Bloomberg Finance L.P. Dati alla fine di giugno 2022.

**Grafico 6 | Discesa dell'S&P coerente con una recessione poco profonda**

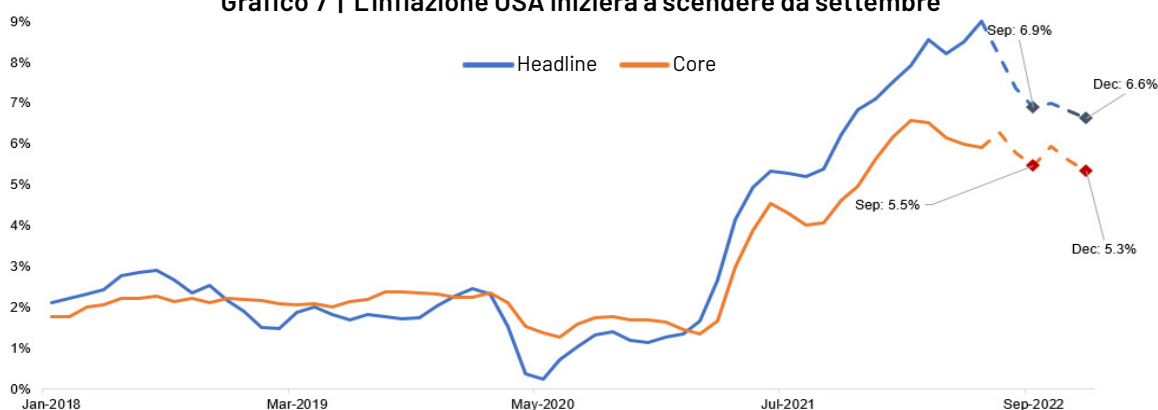


Fonte: Algebris Investments, Bloomberg Finance L.P. Dati all' 11.07.2022.

## Inflazione - Difficile da credere, ma stiamo raggiungendo il picco

A giugno l'inflazione è rimasta relativamente alta, vicina all'8% in Europa e al 9% negli Stati Uniti. L'energia, tuttavia, ha rappresentato il driver principale del dato, direttamente e indirettamente, attraverso le componenti dell'indice core. La voce mediana del paniere core si è stabilizzata nei prezzi, sia negli Stati Uniti che in Europa. Il settore manifatturiero ha registrato un timido calo, indicando un allentamento dei vincoli di fornitura. Secondo il nostro modello, l'inflazione inizierà a diminuire a settembre e quella core raggiungerà il 5% negli Stati Uniti e il 3% in Europa entro dicembre (Grafico 7). Lo slancio deflattivo comporterà una guidance meno aggressiva da parte delle banche centrali. Il pricing dei tassi potrebbe quindi aver raggiunto il picco del 4% negli Stati Uniti e del 2% all'inizio di giugno.

**Grafico 7 | L'inflazione USA inizierà a scendere da settembre**



Fonte: Algebris Investments, Bloomberg. Dati al 30.06.2022, proiezioni al 31.12.2023.

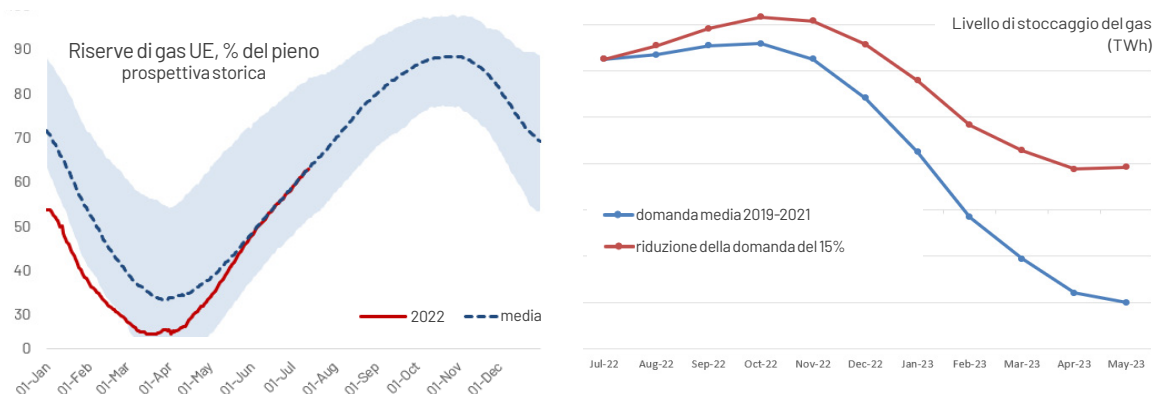
## Europa - Energia e politica

In Europa, l'incertezza è in aumento a causa della politica energetica e della maggiore volatilità che ruota intorno all'Italia. Il gas rimane un serio rischio, poiché i flussi attuali sono appena sufficienti per affrontare l'inverno. Qualsiasi ulteriore restrizione richiederebbe misure sulla domanda.

### Gas - Il rischio maggiore

Il gas è il rischio principale per le prospettive macroeconomiche europee. Gazprom ha già eliminato completamente le sue controparti in 6 Paesi dell'UE, per un equivalente di 252 TWh. La quota di fornitura di gas dell'UE fornita dalla Russia è scesa da oltre il 40% nel 2021 ad appena il 20% a giugno 2022. Il divario è stato colmato principalmente da importazioni aggiuntive e più costose di gas naturale liquefatto (GNL), ma ora vi è il rischio concreto che i gasdotti Nord Stream non vengano ripristinati dopo i lavori di manutenzione pianificati da tempo per quest'estate. Se questo scenario dovesse concretizzarsi, l'Europa scivolerebbe in recessione e si troverebbe ad affrontare una pressione significativa durante l'inverno. In caso di interruzione totale, lo stoccaggio sarebbe completamente esaurito intorno a gennaio o febbraio 2023. Gli incentivi per la riduzione dei consumi di gas e gli aiuti di Stato saranno quindi con ogni probabilità molto utilizzati dalla Commissione Europea e dai governi nazionali.

**Grafico 8 | Energia europea: non c'è spazio per altri tagli**



Fonte: Algebris in base a dati di ENTSOG e Bruegel. Dati al 20 luglio 2022



## Conclusione

La prima metà dell'anno ha visto uno dei peggiori crolli del mercato negli ultimi vent'anni. Il colpo è stato particolarmente duro nel credito. Le valutazioni, i flussi e il posizionamento mostrano ora un attraente punto di ingresso per gli investitori di lungo termine. La maggior parte degli *outcome* dovrebbe essere favorevole agli investitori. Storicamente, investire nel mercato del credito ai livelli correnti ha generato ritorni del 7-15% nei successivi 12 mesi, in base al settore di riferimento. Avevamo suggerito di entrare in punta di piedi all'inizio dell'estate; è ora il momento per avanzare.

### Autori

---

**Davide Serra**  
Founder & CEO

**Sebastiano Pirro**  
CIO & Financial Credit  
Portfolio Manager

**Gabriele Foà**  
Global Credit Portfolio Manager

**Silvia Merler**  
Head of ESG & Policy Research

**Tao Pan**  
Head of AI and Big Data

## Note

---

Per ulteriori informazioni su Algebris e i suoi prodotti, o per essere aggiunti alle nostre liste di distribuzione, vi preghiamo di contattare Client Relations all'indirizzo [client.relations@algebris.com](mailto:client.relations@algebris.com). Visitate [Algebris Insights](#) per i commenti precedenti.

## TABELLA 1

Dati storici dal gennaio 2000. Previsione dei rendimenti totali a 12 mesi basata sulla regressione dei rendimenti totali a 12 mesi delle classi di attività specificate sulla rispettiva caratteristica (Cash: spread, governativi: rendimento reale, azionari: P/E) alla data di investimento. Nota: ICE BofA Euro Corporate Index (EUR IG), ICE BofA Euro High Yield Index (EUR HY), ICE BofA US Corporate Index (US IG), Indice ICE BofA US High Yield (US HY), Indice ICE BofA Emerging Markets External Debt Sovereign (EM), Indice ICE BofA Euro Subordinated (Fin Credit EU), ICE BofA Contingent Capital Index (Fin Credit AT1), Bloomberg Italy Govt 7 to 10 Year TR (Italia), Bloomberg Germany Govt 7 to 10 Year TR (Germania), Bloomberg US Government 10 Year Term Index Total Return USA)

## Fonti

---

La fonte di tutte le immagini è [Wikimedia Commons](#), salvo diversa indicazione.

## Disclaimer

---

Questo documento è emesso da Algebris Investments. È destinato esclusivamente alla circolazione privata. Le informazioni contenute in questo documento sono strettamente confidenziali e sono destinate esclusivamente all'uso della persona a cui viene inviato. Le informazioni contenute nel presente documento non possono essere riprodotte, distribuite o pubblicate da qualsiasi destinatario per qualsiasi scopo senza il previo consenso scritto di Algebris Investments.

Le informazioni e le opinioni contenute in questo documento sono solo a scopo informativo, non pretendono di essere complete o esaustive e non costituiscono un consiglio di investimento. Algebris Investments non sta organizzando o accettando di organizzare alcuna transazione in alcun tipo di investimento o altrimenti intraprendere alcuna attività che richieda un'autorizzazione ai sensi del Financial Services and Markets Act 2000. Il presente documento non costituisce o fa parte di alcuna offerta di emissione o vendita, o di alcuna sollecitazione di un'offerta di sottoscrizione o acquisto, di alcun investimento, né esso o il fatto della sua distribuzione devono costituire la base di, o essere invocati in relazione a, qualsiasi contratto in tal senso.

Non si può fare affidamento per qualsiasi scopo sulle informazioni e le opinioni contenute in questo documento o sulla loro accuratezza o completezza. Nessuna dichiarazione, garanzia o impegno, esplicito o implicito, viene fornito in merito all'accuratezza o alla completezza delle informazioni o delle opinioni contenute nel presente documento da parte di Algebris Investments, dei suoi membri, dipendenti o affiliati e nessuna responsabilità viene accettata da tali persone per l'accuratezza o la completezza di tali informazioni o opinioni.

Il presente documento viene comunicato da Algebris Investments solo a persone alle quali può essere legittimamente rilasciato ai sensi del Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005, comprese le persone autorizzate ai sensi del Financial Services and Markets Act 2000 del Regno Unito (la "Legge"), alcune persone con esperienza professionale in materia di investimenti, società ad alto valore netto, associazioni non costituite in società e partnership ad alto valore netto, fiduciari di trust di alto valore e persone che si qualificano come investitori sofisticati certificati. Questo documento è esente dal divieto di cui all'articolo 21 della legge sulla comunicazione da parte di persone non autorizzate ai sensi della legge di inviti o incentivi a impegnarsi in attività di investimento in quanto viene emesso solo a tali tipi di persone. Questo è un documento di marketing.

La distribuzione di questo documento può essere limitata in alcune giurisdizioni. Le informazioni di cui sopra sono solo di orientamento generale, ed è responsabilità di qualsiasi persona o persone in possesso di questo documento di informarsi e osservare tutte le leggi e i regolamenti applicabili di qualsiasi giurisdizione pertinente. Questo documento è adatto solo per gli investitori professionali. Il Gruppo Algebris comprende Algebris (UK) Limited, Algebris Investments (Ireland) Limited, Algebris Investments (US) Inc. Algebris Investments (Asia) Limited, Algebris Investments K.K. e altre società non regolamentate come veicoli a fini speciali, entità partner generali e società holding.

© 2022 Algebris Investments. Algebris Investments è il nome commerciale del Gruppo Algebris.



Londra, Milano, Roma, Zurigo, Dublino, Lussemburgo, Boston, Singapore, Tokyo  
**[www.algebris.com](http://www.algebris.com)**