

Resilienza tra le divergenze:

un contesto impegnativo che richiede un
approccio globale e attivo



Flavio Carpenzano
Investment Director



Peter Becker
Investment Director

Considerazioni principali

- Dinnanzi ai rialzi aggressivi dei tassi di interesse le economie si sono rivelate straordinariamente resilienti. Eppure, abbiamo iniziato a intravedere alcune divergenze: alcuni Paesi, come gli Stati Uniti, l'India e il Giappone, si sono dimostrati più resilienti di altri, come ad esempio Europa, Regno Unito e Cina. Le principali cause di tali divergenze sono le differenze in termini di consumi, investimenti e politiche fiscali.
- Nel lungo periodo (2-5 anni) le economie resilienti dovrebbero confermarsi tali e in assenza di riforme a favore della crescita - o di un aumento della produttività - anche le economie più fragili rimarranno probabilmente tali, comportando ulteriori divergenze strutturali a livello globale.
- A lungo termine, tale condizione inciderà sui prezzi degli asset, con le economie più resilienti che dovrebbero presentare tassi più elevati su tutta la curva, un maggior livello di stabilità

finanziaria e una maggiore contrazione degli spread creditizi. Per quanto riguarda le economie più fragili, invece, non saranno in grado di sostenere tassi più elevati unitamente a un indebolimento della crescita nominale e a una minore stabilità finanziaria.

Le prospettive per i mercati obbligazionari restano estremamente favorevoli. I rendimenti dell'intera asset class sono ancora a livelli storicamente elevati e il probabile cambio di rotta da parte delle banche centrali a favore di un taglio dei tassi dovrebbe rappresentare un fattore di slancio per le obbligazioni, grazie al possibile apprezzamento dei titoli. In questo contesto il livello di confidenza del mercato sembra decisamente eccessivo date le attuali valutazioni.

Nell'ambito della riunione semestrale del Portfolio Strategy Group (PSG) di Capital Group, i gestori di portafogli obbligazionari, gli analisti e gli economisti di CG si sono recentemente riuniti per discutere delle ripercussioni dei fattori ciclici e secolari sull'economia globale e sui mercati obbligazionari.

Per fornire un contesto in merito all'incontro di quest'anno, vale la pena di ricordare i temi oggetto di discussione da parte del gruppo nel corso del 2023. L'anno scorso¹, l'obiettivo principale del PSG era duplice. In primo luogo, capire se l'inflazione elevata che ha fatto seguito alla pandemia fosse strutturale e per questo destinata a durare, oppure ciclica e quindi suscettibile di calo. In secondo luogo, valutare se il ciclo aggressivo di rialzo dei tassi da parte delle banche centrali, insieme all'inflazione elevata, avrebbe influito sulla stabilità finanziaria e, in ultima analisi, sulla crescita, in particolare in caso di eventi come la crisi bancaria regionale in corso.

Per ora la risposta all'enigma (almeno negli Stati Uniti) sembra essere che l'inflazione è stata complessivamente ciclica, sebbene alcuni segnali suggeriscano che sta diventando più persistente man mano che si avvicina all'obiettivo del 2% della Federal Reserve (Fed). Questo calo dell'inflazione, accompagnato dalla resilienza economica, ha consentito all'economia statunitense di evitare la recessione. Il presidente della Fed Jerome Powell lo ha confermato in occasione della conferenza stampa di novembre, quando ha sottolineato che i dati recenti dimostrano la resilienza della crescita economica e della domanda di lavoro.

Le principali domande a cui dobbiamo rispondere quest'anno sono dunque le seguenti:

- 1) in che misura la resilienza osservata nell'economia statunitense vale anche a livello globale;
- 2) quanto è sostenibile l'attuale resilienza ciclica; e
- 3) cosa significa per gli investitori obbligazionari il divario a livello globale tra economie resilienti ed economie fragili.

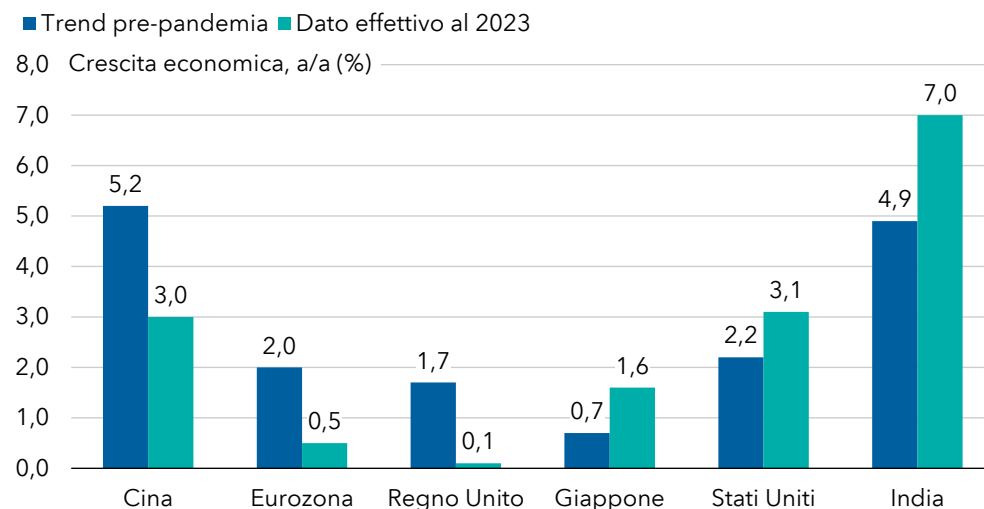
Prima di rispondere a queste domande, è forse utile stabilire cosa intendiamo per economie resilienti ed economie fragili. In questo documento utilizziamo il termine "resilienza" per descrivere le economie i cui dati economici sono più solidi oggi rispetto al periodo precedente la pandemia. Se i loro dati sono

1. Pubblicato sul sito web di Capital Group nel 2023: A framework for navigating uncertainty e Affrontare l'incertezza 2.0: "sweet spot" per le obbligazioni?

invece più deboli, parliamo allora di economie fragili. La resilienza e i fattori che vi contribuiscono vengono valutati sia dal punto di vista ciclico (situazione attuale) che strutturale (a 2-5 anni).

In base a queste definizioni, riteniamo che economie come gli Stati Uniti, il Giappone e l'India siano ciclicamente resilienti e che Paesi come l'Europa, il Regno Unito e la Cina siano fragili. Un fattore della nostra analisi che dimostra tale teoria è il confronto tra la crescita del PIL reale di un'economia nel 2023 e il suo trend di crescita prima della pandemia, come illustra il grafico seguente.

Confronto tra la crescita del PIL reale registrata nel 2023 e il trend prima del Covid-19



Fonte: OCSE al 16 febbraio 2024, National Statistics. In merito alla Cina, stime del team Capital Strategy Research (CSR).

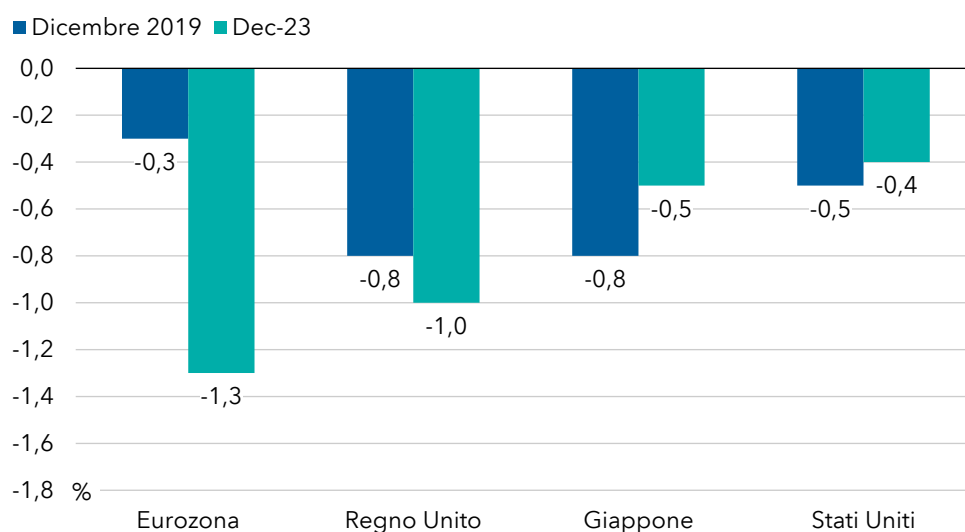
1) In che misura la resilienza ciclica osservata nell'economia statunitense vale anche a livello globale?

All'inizio del 2023 la narrazione del mercato era praticamente unanime: il ciclo di rialzi più aggressivo mai registrato rendeva inevitabile il verificarsi di una recessione. Tuttavia, l'economia statunitense si è dimostrata resiliente e la recessione, almeno finora, è stata evitata. Alla base di questa resilienza ciclica ci sono diversi fattori. Il più importante risiede nella solidità del mercato del lavoro e della spesa al consumo.

Come illustra il grafico seguente, il mercato del lavoro di tutti i Paesi sviluppati continua a essere caratterizzato da un eccesso di domanda, con il tasso di disoccupazione osservato al di sotto del NAIRU (tasso di disoccupazione coerente con un tasso di inflazione stabile).

I mercati del lavoro continuano a essere caratterizzati da un eccesso di domanda a livello globale...

Tasso di disoccupazione meno il NAIRU



Fonte: OCSE. Dati sul Regno Unito a novembre 2023. Un dato negativo significa che il tasso di disoccupazione è inferiore al tasso di equilibrio e quindi che nel mercato del lavoro risulta un eccesso di domanda.

Tra i motivi per cui la domanda di lavoro ha superato l'offerta vi sono il cambiamento delle preferenze dei lavoratori a causa della pandemia nonché l'incremento dei pensionamenti anticipati e dei congedi di lungo periodo per malattia della forza lavoro. Queste tendenze sono state acuite dal fatto che gran parte della domanda di lavoro in eccesso si è concentrata nei settori disertati dai lavoratori, come quello ricettivo.

Tra le aziende si sono inoltre registrati segnali di accumulo di manodopera (labour boarding). Nello specifico, le società che durante la pandemia hanno ridotto il numero di dipendenti, successivamente hanno avuto difficoltà a riassumere e si sono pertanto dimostrate poco disposte a ridurre nuovamente il personale al prefigurarsi di un contesto macroeconomico più complesso secondo gli indicatori.

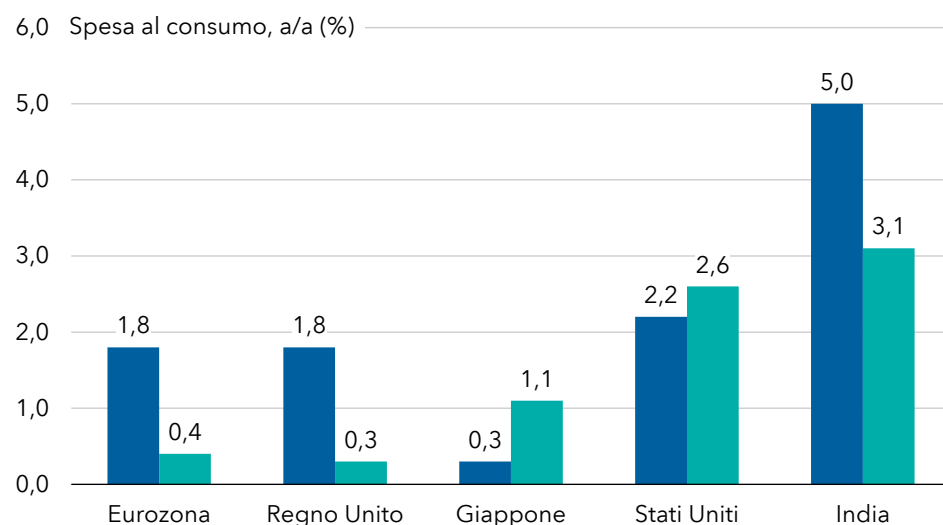
...ma la crescita economica ciclica si è differenziata a livello globale perché

a) La spesa al consumo è stata diversa nelle varie economie: confidando nella sicurezza del loro impiego, i consumatori statunitensi hanno continuato a spendere. Per gli Stati Uniti si tratta di un aspetto importante, poiché i consumatori hanno un peso determinante sul PIL statunitense. Secondo i dati pubblicati dal Bureau of Economic Analysis degli Stati Uniti, i consumi privati rappresentano circa il 68% del PIL relativo al quarto trimestre del 2023. Sebbene la crescita della spesa delle famiglie statunitensi abbia registrato un rallentamento per tutto il 2023, rimane superiore ai livelli pre-pandemici.

Eppure la spesa al consumo non ha retto in tutti i Paesi. Il divario rispetto a questo dato consente di spiegare perché - sebbene l'eccesso di domanda all'interno del mercato del lavoro si riscontri praticamente ovunque - la resilienza economica non è universale. Un ottimo esempio è rappresentato dall'Europa, dove le famiglie hanno dato la priorità a ricostituire i propri bilanci rispetto all'aumento della spesa e, di conseguenza, la spesa successiva alla pandemia si è rivelata significativamente inferiore al trend pre-pandemia.

Spesa al consumo

■ Trend pre-pandemia ■ Dato effettivo al 2023

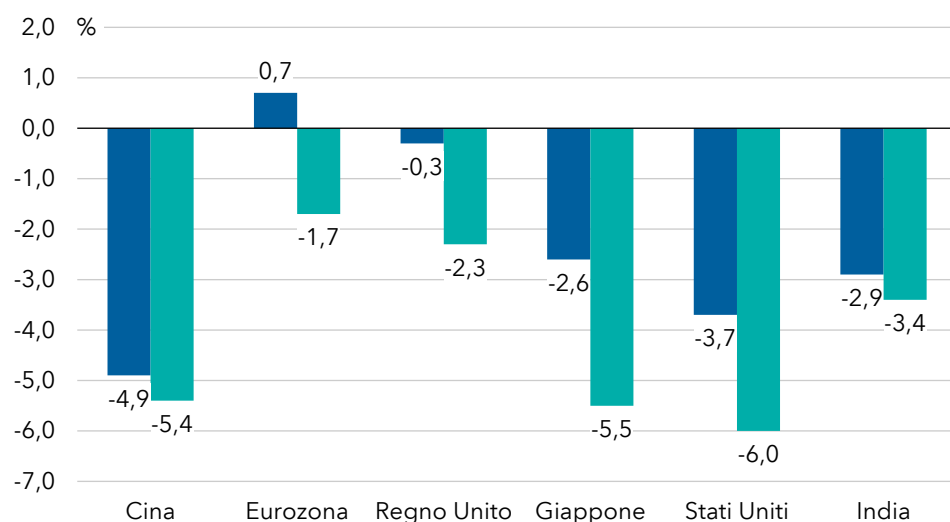


Fonte: National Statistics. Il trend pre-pandemia è lineare per il periodo 2015-2019.

b) L'entità degli incentivi fiscali è stata diversa: altri fattori in cui si sono riscontrate alcune differenze e che quindi hanno probabilmente contribuito alla dispersione della resilienza ciclica riguardano l'entità degli incentivi fiscali adottati da ciascun Paese. Sebbene la politica fiscale (misurata dal saldo primario corretto per il ciclo in percentuale del PIL potenziale) sia stata accomodante in tutti i Paesi oggetto di analisi, si è rivelata significativamente più importante negli Stati Uniti rispetto al resto del mondo. In Europa, invece, la quantità di stimoli è stata nettamente inferiore. Si riscontra un notevole divario anche nel livello degli investimenti non residenziali, con l'Europa in forte ritardo rispetto agli Stati Uniti.

Saldo primario corretto per il ciclo in percentuale del PIL potenziale

■ Dicembre 2019 ■ Dicembre 2023



Fonte: FMI

Le divergenze non si limitano alle economie dei mercati sviluppati.

Ravvisiamo una certa resilienza ciclica anche in India, che rappresenta attualmente una delle economie a crescita più rapida al mondo. La crescita indiana è sostenuta da un numero relativamente significativo di fattori macroeconomici. L'inflazione è sotto controllo e in calo, con una politica monetaria che rimane restrittiva. All'altro estremo dello spettro c'è la Cina, il cui rallentamento è stato ben argomentato. Secondo la nostra analisi, l'economia cinese è ciclicamente fragile e deve affrontare numerosi ostacoli.

2) Quanto è sostenibile l'attuale resilienza ciclica?

Per stabilire la resilienza di un Paese nel lungo periodo è necessario analizzare i fattori strutturali alla base della sua economia. Alcuni dei principali fattori strutturali includono i dati demografici, la dipendenza dagli scambi commerciali in caso di shock geopolitici e la produttività. Dalla nostra analisi è emerso che, nel lungo periodo (2-5 anni), le economie ciclicamente resilienti si confermeranno tali e in assenza di riforme a favore della crescita - o di un aumento della produttività - anche le economie più fragili rimarranno probabilmente tali, comportando ulteriori divergenze strutturali a livello globale.

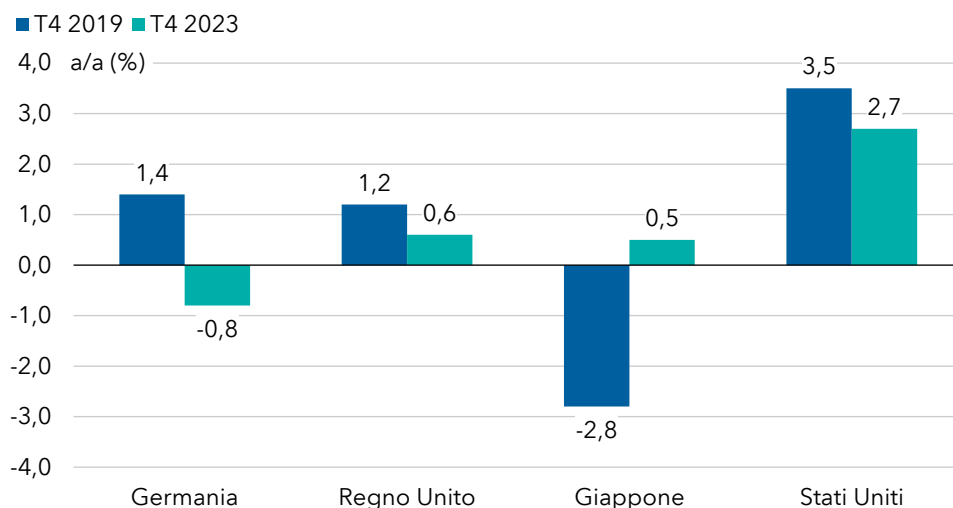
La politica pubblica ha un'importante influenza su questi fattori e, di conseguenza, influisce anche sulla resilienza a lungo termine di un'economia. Un valido esempio è la Cina. Come già menzionato, riteniamo che la Cina sia attualmente fragile dal punto di vista ciclico e anche strutturalmente in difficoltà, a causa ad esempio dell'invecchiamento della popolazione e del calo della produttività. Senza cambiamenti strutturali significativi, è probabile che rimanga strutturalmente fragile. Eppure la Cina dispone delle risorse necessarie per superare l'attuale rallentamento ciclico e - qualora adottasse riforme a favore della crescita - potrebbe diventare più resiliente, favorendo la crescita strutturale a lungo termine.

I tentativi della Cina di ridurre la sua dipendenza dagli scambi commerciali e di sviluppare il proprio ampio mercato interno, nonché le misure a lungo termine volte a internazionalizzare il renminbi, sono tutti esempi del tipo di riforme necessarie per realizzare concretamente la sua transizione verso un'economia in fase di riforme e, in definitiva, in crescita.

Gli Stati Uniti, invece, dimostrano già molti punti di forza strutturali che, a nostro avviso, conferiscono alla loro economia una resilienza strutturale. Tra questi vi sono una bassa dipendenza dagli scambi commerciali (particolarmente utile nei periodi di tensioni geopolitiche) e un'elevata produttività, che rimane ben al di sopra delle controparti. Questi punti di forza contribuiscono a compensare gli elevati livelli di debito e l'invecchiamento della popolazione (anche se i dati demografici statunitensi sono meno critici rispetto ad altre economie sviluppate).

Le ragioni alla base della produttività negli Stati Uniti sono molteplici, ma potrebbero comprendere gli investimenti, gli incentivi fiscali, un mercato del lavoro più flessibile - in cui i lavoratori possono spostarsi più agevolmente dai settori dell'economia meno produttivi a quelli più produttivi -, nonché la predilezione a sostenere la disoccupazione dell'era pandemica tramite sussidi per i disoccupati anziché ricorrere al modello europeo di cassa integrazione.

La produttività degli Stati Uniti è ineguagliabile



Fonte: Haver. Per la Germania e il Regno Unito i dati si riferiscono al terzo trimestre del 2023.

In un'ottica futura, gli Stati Uniti dovrebbero essere in grado di mantenere il loro vantaggio in termini di produttività grazie all'intensificazione del capitale (capital deepening, ovvero l'incremento del rapporto capitale/lavoro), all'innovazione dell'intelligenza artificiale, ai brevetti, all'attività di R&S e alla loro posizione di leader in materia di talenti e infrastrutture per tecnologie di base.

Inoltre, l'economia statunitense è caratterizzata da un grande mercato interno (con la maggior parte del PIL trainata dai consumi), un'elevata indipendenza energetica, una dipendenza dagli scambi commerciali relativamente contenuta e - aspetto importante - il dollaro USA rimane la valuta di riserva mondiale. Ciò significa che è in grado di sostenere livelli elevati di indebitamento, sebbene la sua posizione fiscale potrebbe comportare volatilità per i Treasury USA e la richiesta di un premio a termine maggiore da parte del mercato.

Questi fattori denotano che gli Stati Uniti dovrebbero essere ben posizionati per affrontare la crescente incertezza e l'aumento del rischio geopolitico che contraddistinguono l'attuale contesto globale.

Dall'altra parte, l'Europa deve affrontare molte sfide strutturali, tra cui la situazione demografica, la produttività e la geopolitica.

A gennaio 2023 l'età media della popolazione dell'Unione europea era di 44,0 anni, mentre l'Italia presenta l'età media più alta pari a 48,1 anni. Il dato relativo all'invecchiamento della popolazione suggerisce che la regione ha un tasso di dipendenza demografica relativamente elevato. A titolo di confronto, l'età media degli Stati Uniti è di 38,5 anni.²

La crescita della produttività in Germania (come proxy dell'Eurozona) si è rivelata molto più debole rispetto agli Stati Uniti (-0,8% vs 2,7%)³. Ciò è indicativo di una serie di fattori, tra cui minori investimenti, minore integrazione delle tecnologie all'interno delle aziende, determinate caratteristiche demografiche della popolazione nonché elevate barriere all'entrata e all'uscita per le aziende. Molti di questi fattori rappresentano delle sfide strutturali a lungo termine per la produttività, che difficilmente scompariranno nel breve periodo.

2. Fonte: CIA World Factbook

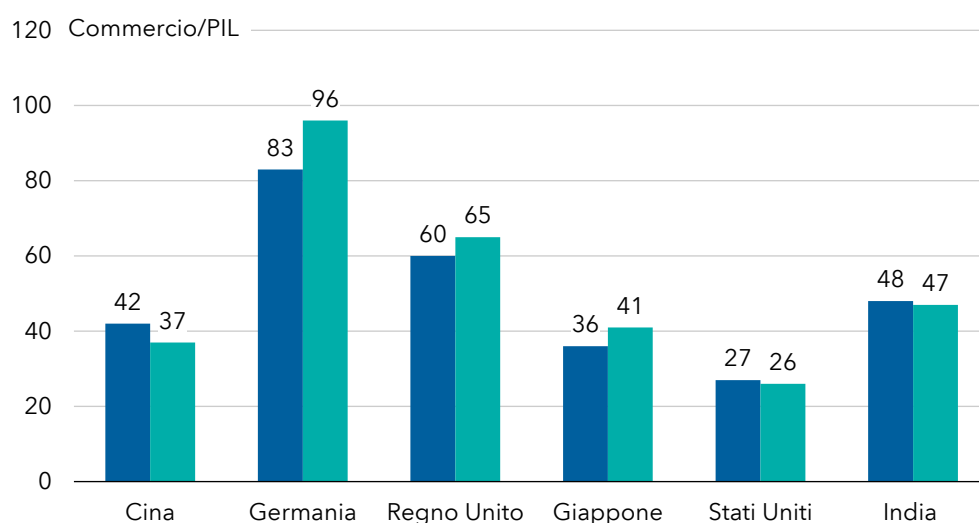
3. Fonte: Haver. In base ai dati relativi al terzo trimestre del 2023 per la Germania e al quarto trimestre del 2023 per gli Stati Uniti.

Ad aggravare tali difficoltà c'è l'incremento dell'influenza della geopolitica sulle economie, poiché guerre e/o sanzioni sono in grado di interrompere filiere e mercati. Paesi come la Germania, con un'elevata dipendenza dagli scambi commerciali, sono particolarmente vulnerabili a tale incremento. Il fatto che gran parte del commercio europeo dipenda dalla Cina rappresenta un ulteriore freno alla sua economia, sia oggi che in futuro, quando potrebbe trasformarsi in una possibile fonte di fragilità strutturale.

Gli effetti negativi di questi fattori suggeriscono che, senza una riforma importante, sono probabili ulteriori divergenze tra Europa e Stati Uniti.

In un contesto incerto, la dipendenza dagli scambi commerciali è destinata a essere costosa

■ 2014 ■ 2023 (o ultimo dato disponibile)



Fonte: UNCTAD (Conferenza delle Nazioni Unite sul Commercio e lo Sviluppo) e National Statistics.

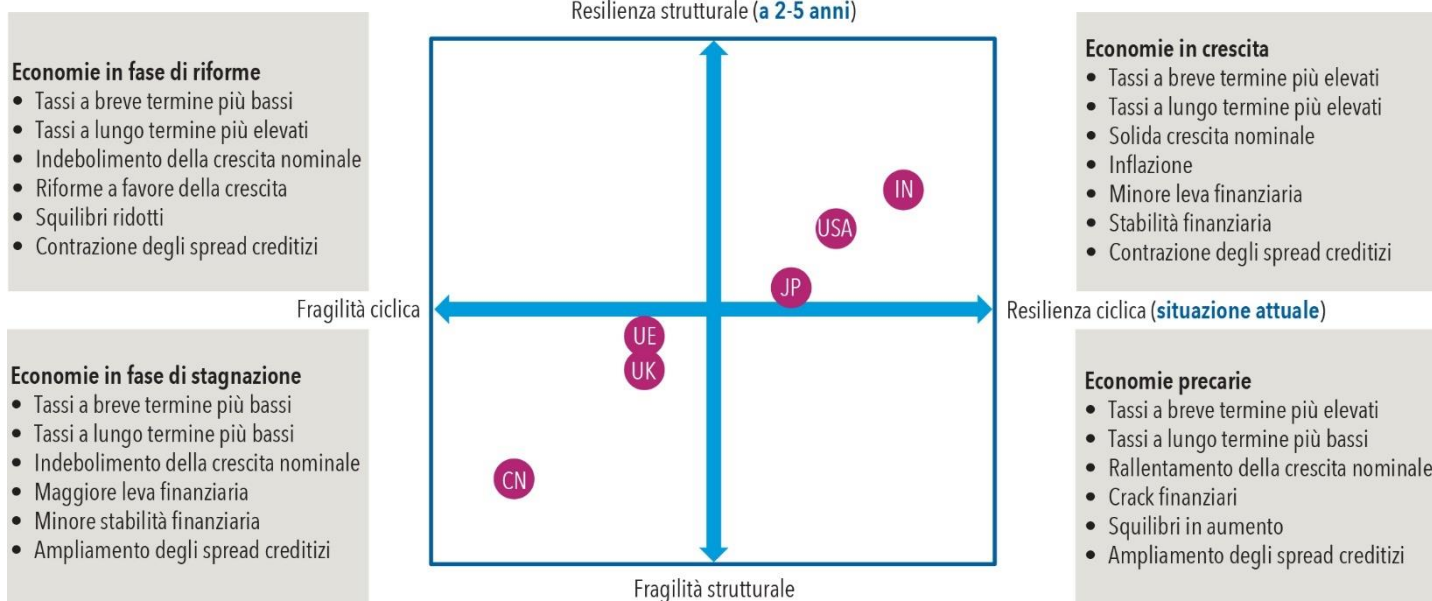
3) Implicazioni per gli investimenti: cosa significa per gli investitori obbligazionari il divario a livello globale tra economie resilienti ed economie fragili?

Al fine di comprendere le ripercussioni economiche e sui mercati finanziari di tali divergenze, la resilienza strutturale e ciclica delle principali economie è stata riassunta in un quadro di riferimento raffigurato nel grafico seguente. La resilienza ciclica è riportata sull'asse x mentre quella strutturale è riportata sull'asse y, suddividendo così il grafico in quattro quadranti.

Da questa valutazione emerge che gli Stati Uniti, il Giappone e l'India presentano un'economia in crescita e sono sia ciclicamente che strutturalmente resilienti, mentre la Cina, il Regno Unito e l'Unione europea sono in fase di stagnazione nonché ciclicamente e strutturalmente fragili. Nella parte in basso a destra del grafico sono riportate le economie precarie. Si tratta di economie che, sebbene attualmente resilienti, potrebbero in realtà presentare una fragilità sottostante. In alto a sinistra figurano le economie in fase di riforme. Vi sono infine le economie in fase di stagnazione che, tramite l'adozione di riforme a favore della crescita, dovrebbero passare alla categoria delle economie in fase di riforme per poi iniziare gradualmente a crescere nel lungo termine.

Un quadro di riferimento per riflettere sulla resilienza

Le divergenze strutturali saranno alla base delle divergenze in termini di tassi di interesse e spread



Solo a scopo illustrativo. Dati al 5 febbraio 2024.

Posizione assoluta e relativa di ciascun Paese in base ai contributi degli analisti di CSR e sostenuta da dati empirici. Fonte CSR, CSR: Capital Strategy Research. CN: Cina, UE: Unione europea, Regno Unito: Regno Unito, JP: Giappone, ID: Indonesia, IN: India.

Che cosa comporta tutto ciò per i mercati obbligazionari?

L'attuale contesto di mercato è estremamente favorevole alle obbligazioni in generale. I rendimenti sono complessivamente elevati e i tassi di riferimento sono prossimi al picco o l'hanno già raggiunto. Poiché nei prossimi 12 mesi i tassi potrebbero iniziare a diminuire gradualmente, i mercati obbligazionari dovrebbero beneficiarne. Tuttavia, le divergenze delle economie dovrebbero suggerire che tra i mercati ci sono alcune importanti differenze.

Nelle economie in crescita, un contesto caratterizzato da tassi più alti più a lungo comporta la possibilità di conseguire un livello di carry più elevato da parte degli investitori per un periodo più lungo. Dall'altra parte, nelle economie in fase di stagnazione, l'allentamento più aggressivo previsto da parte delle banche centrali significa che la finestra temporale per ottenere rendimenti più elevati sarà probabilmente più breve, ma l'effetto positivo della duration dovuto al calo dei tassi arriverà prima.

Le divergenze tra i mercati dovrebbero riverberarsi anche negli spread creditizi. Ci attendiamo che gli spread siano più elevati nelle economie in fase di stagnazione, a causa del contesto economico meno favorevole e della maggiore incertezza. Tale aspetto è già osservabile sul mercato, con un maggior ampliamento degli spread creditizi europei rispetto alle controparti statunitensi.

A livello macroeconomico, il contesto divergente delineato dalla nostra analisi, unitamente all'elevata incertezza geopolitica, comporta una minore integrazione commerciale, un minore coordinamento delle politiche, deficit più elevati, un incremento degli investimenti e possibili shock continui sul fronte dell'offerta. Per quanto riguarda i prezzi degli asset si può presumere che tale condizione comporti un rafforzamento del dollaro USA e che favorisca i Paesi isolati a livello geopolitico nonché quelli le cui economie dipendono in misura inferiore dalle materie prime. A sua volta, ciò potrebbe offrire vantaggi in termini di

diversificazione agli investitori obbligazionari che adottano un approccio globale tra le varie opportunità a livello di spread creditizi e tassi sia nei mercati sviluppati che in quelli emergenti.

Opportunità nei tassi dei mercati sviluppati

Le divergenze tra le varie aree geografiche implicano che i prezzi degli asset potrebbero subire conseguenze diverse. Nei nostri portafogli globali siamo prudenti in merito alla duration assoluta, che rimane neutrale rispetto al benchmark. Tuttavia, questa neutralità complessiva nasconde differenze sottostanti tra i diversi Paesi, oltre alle divergenze di cui sopra. In particolare:

I mercati dei tassi rimangono estremamente volatili, a conferma della necessità di un approccio misurato. Per questo motivo siamo passati a una posizione di duration neutrale per quanto riguarda gli Stati Uniti e rimaniamo in sottopeso sulla duration giapponese, ossia sui Paesi più resilienti in termini di crescita.

Sebbene il recente rialzo dei rendimenti abbia reso più interessanti le valutazioni dei tassi statunitensi, la nostra view riflette la recente prudenza dimostrata dalle banche centrali, che potrebbe far salire i rendimenti. Negli Stati Uniti, la Fed ha rinviato il ciclo di allentamento aggressivo precedentemente scontato dal mercato, considerando la resilienza della crescita e il persistere dell'inflazione. Nel frattempo, la decisione della Bank of Japan di accantonare il controllo della curva dei rendimenti fa sì che i rendimenti dei titoli di Stato giapponese (JGB) siano vulnerabili a un ulteriore repricing. La decisione della BoJ rispecchia il recente trend di reflazione, che sembra destinato a continuare tramite l'inflazione importata (in seguito all'indebolimento dello yen giapponese) e l'incremento dei salari.

Il sottopeso sulla duration è parzialmente compensato da un sovrappeso sulla duration in euro e, in misura minore, su quella britannica, con un'esposizione più concentrata nella parte centrale della curva (scadenza 5-10 anni). Il posizionamento riflette una politica monetaria potenzialmente più accomodante in seguito alla fragilità di queste economie vista la loro crescita stagnante (nonostante i primi segnali di lenta ripresa). La persistente disinflazione favorirebbe la duration in questi mercati, poiché sia la Banca Centrale Europea (BCE) che la Bank of England (BoE) hanno riconosciuto che i tassi sono in "territorio restrittivo" ed entrambe hanno spianato la strada ai tagli. La tempistica relativa agli eventuali tagli dipende tuttavia dai dati sui salari e, al momento, il mercato del lavoro rimane resiliente.

Restiamo fermamente convinti che nei mercati sviluppati si verificherà un irripidimento della curva in modo da sfruttare un probabile repricing del premio a termine e a fini di copertura da un ciclo di tagli in ritardo, ma potenzialmente più significativo.

Mantenere gli investimenti nel credito con un'attenzione per la qualità elevata e adottare un approccio selettivo poiché il livello di confidenza del mercato è diventato eccessivo

Prevediamo che la crescita ciclica globale si attenuerà pur restando positiva intorno al 2%, vale a dire al di sotto dei livelli precedenti al Covid (3%). Questo dato rispecchia soprattutto la continua debolezza della crescita economica in Cina. Tuttavia, poiché si prevede che la crescita rimanga positiva e che quest'anno sia meno probabile che si verifichi una grave recessione sincronizzata, è probabile che i mercati creditizi realizzino buone performance,

anche se questo scenario sembra riflettersi nelle valutazioni, con gli spread dei titoli corporate investment grade e high yield che si attestano o sono inferiori alle medie storiche.

Un approccio attivo selettivo a livello di area geografica, settore ed emittente è fondamentale sia per evitare i segmenti di mercato in cui il livello di confidenza è diventato decisamente eccessivo in termini di valutazioni, sia per intercettare alcune opportunità idiosincriche dove gli spread sono interessanti mentre la dispersione rimane elevata.

Nell'ambito delle obbligazioni corporate dei mercati sviluppati, continuiamo a privilegiare l'investment grade di elevata qualità rispetto all'high yield, poiché il differenziale di spread tra questi due mercati rimane a livelli bassi rispetto agli standard storici.

Mentre gli Stati Uniti - un'economia in crescita - rimangono più resilienti rispetto a un'Europa più fragile, le valutazioni nel mercato delle obbligazioni corporate investment grade statunitensi lo riflettono con spread a livelli storicamente bassi. Tuttavia, questo non significa necessariamente che sia imminente un ampliamento significativo degli spread rispetto a questi livelli ridotti.

Sebbene non si possa escludere tale ampliamento, tendenzialmente gli spread creditizi sono sempre rimasti ridotti per periodi di tempo prolungati. In genere, gli spread creditizi hanno registrato ampliamenti significativi solo in risposta a un forte catalizzatore a livello macroeconomico (ad esempio, un rapido aumento dell'inflazione) o a causa di eventi idiosincrici (volatilità o crisi in alcuni settori). Tuttavia, a questo punto, la Fed e le altre banche centrali hanno riserve di liquidità sufficienti per intervenire.

Gli eventi recenti hanno dimostrato che le banche centrali sono pronte a reagire e ad iniettare liquidità nel mercato, ove necessario. Inoltre, possono tagliare i tassi di interesse in modo da favorire l'economia. Indirettamente, quindi, le banche centrali forniscono un sostegno ai mercati del credito.

La domanda di credito rimane robusta, in quanto i fondamentali sono solidi e i rendimenti complessivi sono ai massimi storici. Detto questo, prestiamo attenzione alle valutazioni e manteniamo un orientamento difensivo, in particolare nel mercato corporate investment grade degli Stati Uniti, dove riscontriamo del valore in alcuni settori come le banche (soprattutto grandi banche d'investimento), i servizi di pubblica utilità e i prodotti farmaceutici.

Ravvisiamo inoltre opportunità tra i titoli corporate IG in euro, poiché gli spread in questo mercato sono più elevati rispetto agli analoghi titoli denominati in dollari USA. Anche gli spread europei sono prossimi alle relative medie storiche, a dimostrazione della "fragilità" dell'Eurozona.

Un'area in cui riscontriamo alcune opportunità è il settore bancario europeo, che rimane interessante anche nel segmento senior della struttura del capitale. Il capitale, la qualità degli asset e la redditività delle banche rimangono solidi e gli spread creditizi del settore bancario sono più alti rispetto a quelli offerti dai prodotti industriali. È importante notare che abbiamo iniziato a intravedere alcuni timidi segnali di ripresa ciclica in Europa, il che dovrebbe favorire le valutazioni complessive.

Gli spread high yield sono relativamente ridotti. Tuttavia, il rendimento complessivo e il livello di carry offerti dal mercato rimangono elevati e continuano a rappresentare una buona fonte di reddito. Pertanto, sebbene le valutazioni ci inducano a rimanere prudenti, manteniamo un approccio diversificato ed equilibrato, concentrandoci sulle obbligazioni HY con rating BB e sui settori difensivi come quello sanitario. In generale, i mercati high yield

dovrebbero continuare a registrare buone performance in un contesto caratterizzato da una solida crescita economica e l'elevato carry offerto dall'asset class dovrebbe far sì che rimanga ben supportata da una forte domanda di reddito.

Mercati emergenti

La resilienza non si limita ai Paesi sviluppati. Molte economie dei mercati emergenti si trovano in posizioni solide, con un buon rapporto partite correnti/PIL e discrete riserve in valuta estera per offrire protezione durante i periodi di incertezza.

Dal punto di vista degli investimenti, riteniamo che in questo momento il debito dei mercati emergenti sia interessante, con buoni fondamentali e valutazioni ragionevoli sia in termini assoluti che rispetto ad altri segmenti del reddito fisso. Da un punto di vista macroeconomico, l'asset class ha retto al ciclo di rialzi degli Stati Uniti e dovrebbe trarne vantaggio se la Fed inizierà ad allentare la politica monetaria. In tutte le economie dei mercati emergenti, le banche centrali sono riuscite a gestire bene il ciclo e, di conseguenza, molte di esse dispongono di un buon margine di reazione qualora il loro contesto nazionale lo richieda.

Detto questo, all'orizzonte si prospettano numerosi rischi. La geopolitica, soprattutto in Medio Oriente, è probabilmente il primo della lista. A parte il costo in termini di vite umane, un'eventuale escalation delle tensioni potrebbe incrementare le pressioni inflazionistiche, inducendo le banche centrali dei mercati sviluppati a mantenere invariata la propria politica più a lungo.

Anche la politica è potenzialmente in grado di causare problemi visto che il 2024 sarà un anno elettorale molto intenso sia nei mercati sviluppati che in quelli emergenti. Il problema è che le elezioni possono spesso portare a trascurare i fondamentali con il sopravvento della componente emozionale. A sua volta, questo può portare ad un aumento della volatilità. Infine, la fragile crescita della Cina rimane un rischio reale per i ME. Va tuttavia notato che la Cina ha iniziato a stimolare la propria economia e questo, storicamente, è sempre stato vantaggioso per i ME.

L'insieme di questi fattori ci porta a prediligere l'incremento dell'esposizione, pur essendo consapevoli dei rischi a breve termine e agendo dunque con prudenza. Il rendimento è importante in questo contesto, in quanto non solo fornisce un contributo costante ai risultati, ma consente anche di ammortizzare eventuali oscillazioni del mercato.

Investire in emittenti che amplificano la diversificazione è un altro modo efficace per incrementare l'esposizione, mitigando al contempo i rischi. Un valido esempio di questo approccio è l'India che, come evidenziato in questo documento, sta godendo di una crescita ciclica resiliente ed è destinata a conseguire una resilienza strutturale. I titoli di Stato indiani saranno inseriti negli indici dei mercati emergenti per la prima volta nel corso dell'anno. Poiché il comportamento degli investitori nazionali indiani tende a dominare i prezzi dei titoli di Stato indiani, la loro correlazione con i ME in generale è relativamente bassa, garantendo così buoni vantaggi in termini di diversificazione del portafoglio.

Altre aree del mercato in cui stiamo riscontrando opportunità sono le obbligazioni latinoamericane in valuta locale, le obbligazioni asiatiche in valuta locale con copertura e alcuni emittenti high yield/in sofferenza come Argentina e Nigeria.

Analogamente alle controparti dei mercati sviluppati, le economie dei mercati emergenti resilienti dovrebbero presentare tassi strutturalmente più elevati e le loro economie relativamente favorevoli dovrebbero comportare una forte domanda per quanto riguarda le loro obbligazioni.

Conclusioni

La crescita si sta differenziando tra le varie aree geografiche e ci aspettiamo che questa tendenza persista, dato che la sempre maggiore influenza della geopolitica consente di distinguere le economie che dipendono dagli scambi commerciali da quelle che invece non lo sono. Mentre gli Stati Uniti beneficiano di vantaggi strutturali e hanno registrato una crescita economica resiliente, altre aree come l'Europa devono affrontare ostacoli di natura strutturale che, in assenza di riforme, limiteranno probabilmente la loro crescita economica futura.

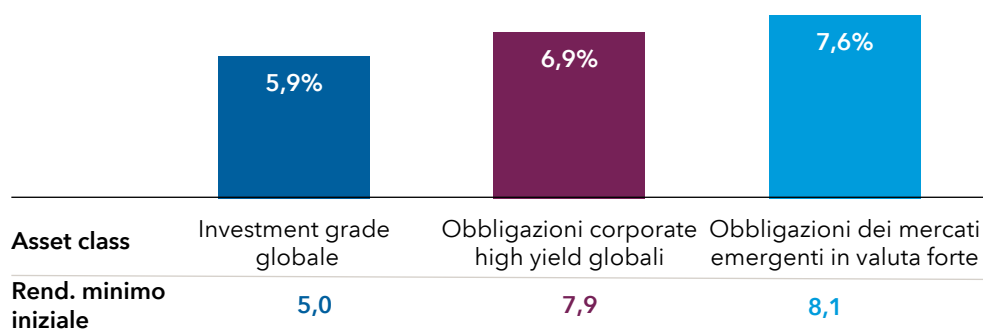
Nel complesso, si tratta di un contesto molto favorevole al reddito fisso. Al momento, il clima macroeconomico favorevole negli Stati Uniti sostiene il rischio di credito e la svolta prevista da parte delle banche centrali dovrebbe favorire la duration.

Con l'incremento delle divergenze tra le economie, è probabile che aumentino le opportunità di diversificare il rischio, in quanto aumenta la dispersione tra le diverse aree dell'universo obbligazionario. A livello globale, al momento, si possono trovare opportunità interessanti nei titoli investment grade, dei mercati emergenti, high yield e di Stato.

Nel lungo termine, è probabile che i mercati obbligazionari offrano rendimenti interessanti. Come illustra il grafico sottostante, il rendimento iniziale di un investimento obbligazionario è in genere un buon indicatore dei rendimenti complessivi futuri e gli attuali livelli di rendimento sono tra i più alti degli ultimi decenni. Inoltre, i rendimenti sono interessanti in diversi segmenti dei mercati obbligazionari, il che consentirebbe agli investitori di costruire un portafoglio obbligazionario diversificato ed equilibrato senza sacrificare il rendimento totale potenziale.

Un'interessante opportunità di reddito

Performance media prospettica a 5 anni agli ultimi livelli di rendimento



I risultati passati non sono indicativi di quelli futuri.

Rendimenti e performance al 29 febbraio 2024 in USD. Fonti: Capital Group, Bloomberg e JP Morgan. I dati risalgono al 2022 per tutti i settori. Sulla base dei risultati medi mensili di ciascun settore in un range di rendimento minimo pari a +/-0,3%. I rendimenti settoriali sopra indicati si riferiscono agli indici Bloomberg Global Corporate Investment Grade, Bloomberg US High Yield 2% Issue Capper e JP Morgan EMBI Global Diversified.

Che cos'è il PSG?

Il Portfolios Strategy Group (PSG) di Capital Group ha il compito di elaborare parametri strategici generali su cui si basa la costruzione dei nostri portafogli obbligazionari.

Il PSG organizza un forum semestrale della durata di due giorni, che riunisce i gestori dei portafogli obbligazionari, gli analisti, i trader e gli economisti di Capital Group per discutere, approfondire e mettere in discussione la ricerca interna.

Al termine del forum, il PSG elabora delle conclusioni e fornisce indicazioni in merito al posizionamento orientativo per i principali parametri del portafoglio. Il team PSG si riunisce settimanalmente e adegua di volta in volta le indicazioni, ove necessario, in base alle analisi/ricerche di mercato.

Flavio Carpenzano è Investment Director presso Capital Group. Vanta un'esperienza di 18 anni nel settore, di cui due in Capital Group. Ha conseguito una laurea di secondo livello in economia e finanza presso l'Università Bocconi. Opera dalla sede di Londra.

Peter Becker è Investment Director presso Capital Group. Vanta un'esperienza di 27 anni nel settore, di cui cinque in Capital Group. Prima di entrare a far parte di Capital è stato Managing Director nel team di gestione dei prodotti obbligazionari di Wellington Management. Prima ancora è stato gestore di portafoglio presso Aberdeen Asset Management. Ha conseguito una laurea di secondo livello presso la Ingolstadt School of Management. Vanta inoltre la qualifica di Chartered Financial Analyst®. Opera dalla sede di Londra.

Le dichiarazioni espresse da un singolo individuo rappresentano l'opinione di tale persona alla data di pubblicazione e non coincidono necessariamente con le opinioni di Capital Group o delle sue affiliate. Le informazioni fornite possono non essere esaustive e non costituiscono consulenza di investimento. Questa comunicazione è confidenziale, solo per uso interno e non è previsto inoltrare a terze parti. La presente comunicazione è a carattere generale e non ha pretese di fornire consulenza di investimento, fiscale o di altra natura, né costituisce una sollecitazione per l'acquisto o la vendita di titoli. Tutti i dati sono aggiornati alla data indicata e attribuiti a Capital Group, salvo diversa indicazione. Capital Group si impegna ragionevolmente per ottenere informazioni da fonti terze che ritiene affidabili, tuttavia non può offrire alcuna garanzia in tal senso.

Salvo altrimenti specificato, questa comunicazione è pubblicata da Capital International Management Company Sàrl (CIMC), che è soggetta alla regolamentazione della Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF, autorità di vigilanza finanziaria in Lussemburgo).

In Svizzera, la presente comunicazione è pubblicata da Capital International Sàrl, autorizzata e regolamentata dall'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA).

Tutti i marchi commerciali Capital Group sono di proprietà di The Capital Group Companies, Inc. o di una società affiliata. Tutti gli ulteriori nomi di aziende menzionati sono di proprietà delle rispettive società.

© 2024 Capital Group. Tutti i diritti riservati. **WF5858116 IT ALL**