

APPROFONDIMENTO SUI MERCATI DEL REDDITO FISSO

04/11/2024 | KEVIN THOZET

IL CONTESTO MACROECONOMICO

Dopo un 2023 che ha visto un ritorno alla performance positiva in tutto lo spettro del reddito fisso, nel 2024 il livello di performance ha seguito la stessa tendenza. I rendimenti dei titoli di Stato dei Paesi core su entrambe le sponde dell'Atlantico sono stati inferiori al carry, anche se questi mercati hanno riacquisito alcuni dei loro elementi di diversificazione (cioè hanno ottenuto buoni risultati quando era più necessario, nei momenti di stress del mercato). I rendimenti dei mercati del credito - misurati dagli indici - hanno sostanzialmente eguagliato il carry incorporato all'inizio dell'anno. La principale eccezione è stata il debito locale dei mercati emergenti (EM), che quest'anno ha reso meno della liquidità nonostante i rendimenti a inizio anno fossero quasi a due cifre.

Performance YTD dei principali indici obbligazionari (al 23/10/2024)

Indice	Performance Rendimento totale	Livello attuale (rendimento/ spread)	Delta
Titoli di Stato USA (10 anni)	+1.19%	4.25%	+37 bps
Germania (10 anni)	-0.08%	2.30%	+28 bps
Credito Investment Grade (EUR)	+3.93%	103 bps	-32 bps
Credito High Yield (EUR)	+7.29%	325 bps	-70 bps
Debito sovrano EM Valuta forte (USD)	+5.79%	344 bps	-40 bps
Debito sovrano EM locale (USD)	+0.16%	6.39%	+20 bps

In termini di traiettoria economica, **siamo ancora sulla buona strada per un soft landing dell'economia globale**, con una crescita del PIL che dovrebbe stabilizzarsi intorno al 2,5% nei prossimi mesi grazie alla resistenza dei consumatori statunitensi e a un ciclo sincronizzato di tagli dei tassi.

Questa stabilizzazione sarà ulteriormente sostenuta **dalla disinflazione in corso sia negli Stati Uniti che a livello globale**, che è finalmente culminata in un ciclo di allentamento sincronizzato, atteso da tempo.

Inoltre, il **governo cinese sta finalmente aprendo la porta a stimoli monetari e fiscali, andando così nella giusta direzione**. Ci sono sempre più segnali che indicano che Pechino sta aggiungendo una "put fiscale" alla sua "put monetaria". Concretamente, il governo cinese sta finalmente prendendo il toro per le corna, il che potrebbe **avere effetti positivi anche su altri mercati emergenti e sull'Europa**.

Questo sarà un gradito sostegno, dato che l'austerità indotta dalle regole di Bruxelles comprometterà la crescita economica, in particolare in Francia e in Italia. E il pesante lavoro svolto dalla Banca Centrale Europea, che ha abbassato il tasso di riferimento a circa il 2%, non sarà sufficiente a garantire una ripresa sostenuta dell'economia.

La reazione dovish delle banche centrali, la stretta fiscale della Cina e il calo dell'inflazione nell'area dell'euro sono tutti elementi che **mettono un freno alla decelerazione della crescita globale**.

ANALISI DELLE ASSET CLASS A REDDITO FISSO

Di seguito forniamo una visione approfondita di ciascuna asset class dell'universo del reddito fisso:

Obbligazioni governative dei mercati sviluppati

Il ciclo di allentamento monetario globale e sempre più sincronizzato sta guadagnando slancio. I mercati del reddito fisso prevedono che i tassi nell'Eurozona scenderanno vicino al 2,0% nel prossimo anno, mentre i rendimenti delle obbligazioni sovrane core a lungo termine si attestano attualmente al 2,25%. Negli Stati Uniti, i tassi dovrebbero attestarsi un po' al di sotto del 3,5%, mentre il rendimento del Treasury decennale è in rialzo di appena lo 0,7%, al 4,2%.

Questo scenario richiede un certo grado di cautela nei confronti delle obbligazioni sovrane a scadenza più lunga.

L'offerta di queste obbligazioni è ancora ampia e le banche centrali stanno tagliando i tassi in modo proattivo per evitare di danneggiare le loro economie. Poiché il quantitative tightening è ancora in atto (riducendo così ulteriormente la domanda di obbligazioni), c'è **il rischio di una pressione al rialzo sui rendimenti sovrani**. Inoltre, sembra giustificato un certo premio per l'inflazione, dato che le banche centrali stanno abbassando i tassi anche se l'inflazione non è ancora tornata all'obiettivo del 2%.

Per contro, le **obbligazioni sovrane a più breve scadenza appaiono più interessanti**. Se dovessero riemergere i timori di un rallentamento economico più grave, i mercati prezzerebbero un ciclo di tagli più aggressivo, che farebbe scendere i rendimenti a breve termine. Questa "put" della banca centrale sul rischio ciclico è uno dei motivi per cui preferiamo il credito societario e i mercati emergenti tra gli asset rischiosi.

Negli Stati Uniti, riteniamo che la curva dei rendimenti dei titoli di Stato continuerà a irripidirsi, anche in considerazione dell'esito delle elezioni americane. Nell'Eurozona, l'accelerazione della disinflazione - che ha finalmente portato le letture dell'inflazione complessiva al di sotto della soglia del 2% - e le misure di austerità fiscale imposte da Bruxelles in Italia e Francia stanno penalizzando la crescita del PIL. Ciò dovrebbe portare a un calo dei rendimenti obbligazionari core su tutta la curva.

Per quanto riguarda i titoli di Stato dei mercati sviluppati, agli investitori è stato ricordato che in questi mercati non contano solo i tassi, ma anche gli spread. Le preoccupazioni per l'aumento dei deficit fiscali, in particolare in Francia, sono state portate alla luce del sole. **Suggeriamo quindi cautela sugli spread governativi dell'Eurozona in generale, e soprattutto in Francia.**

Credito

I mercati del credito stanno fornendo un antidoto alla configurazione della curva dei rendimenti governativi descritta in precedenza. **La curva degli spread creditizi è inclinata positivamente lungo tutto lo spettro delle scadenze, offrendo agli investitori un modo per mitigare la pendenza negativa della curva dei titoli di Stato** e rendendo la curva dei rendimenti delle obbligazioni societarie molto più interessante.

Anche i fattori tecnici sono favorevoli. I flussi verso questa asset class sono stati massicci, soprattutto nelle strategie meno sensibili al mark-to-market (ad esempio i fondi target maturity) e dove gli asset tendono quindi a essere meno volatili. Le emissioni sono rallentate, ma restano solide. Il numero di *rising star* è positivo per il quarto anno consecutivo.

Infine (e cosa più importante), **anche i fondamentali sembrano essere meglio inquadrati.** La crescita economica sta dando segni di aver toccato il fondo, dato che sia la put della Federal Reserve che quella cinese sono rientrate. **Il previsto calo del costo del capitale e l'allentamento degli standard di prestito suggeriscono che i tassi di insolvenza si stabilizzeranno** (nell'area del 4%). Inoltre, il raggiungimento del fondo della crescita economica indica anche un contesto più favorevole sul fronte degli utili.

Di conseguenza, siamo positivi sul credito e sui fondamentali, anche grazie al carry (che varia dal 3,5% al 6,4% per i segmenti denominati in euro). Il principale svantaggio riguarda i livelli di valutazione; gli spread del credito appaiono relativamente stretti rispetto agli standard storici.

Obbligazioni governative emergenti

Riteniamo che il **debito locale emergente offra ancora rendimenti corretti per il rischio molto interessanti nel segmento del debito sovrano globale.** Il debito locale emergente dovrebbe beneficiare di un carry attraente (6,4% a livello di indice) e del potenziale di apprezzamento dei prezzi delle obbligazioni con l'inizio del ciclo di tagli della Federal Reserve, che dovrebbe consentire alle banche centrali emergenti di tagliare i tassi in modo più aggressivo di quanto attualmente previsto.

Riteniamo che i tassi reali siano troppo elevati in queste economie, dove la disinflazione è più avanzata rispetto al mondo sviluppato.

Gli emittenti dei paesi emergenti offrono temi d'investimento interessanti nell'attuale contesto e forniscono una preziosa decorrelazione, poiché il debito locale emergente tende a muoversi indipendentemente dalla narrativa risk-on/risk-off (contrariamente al debito in valuta forte e ai mercati valutari).

Tuttavia, la **chiave sarà un'attenta selezione.** In oltre il 60% dei Paesi emergenti, l'inflazione è ancora al di sopra dell'obiettivo o della fascia obiettivo della banca centrale. Le banche centrali di paesi come il Brasile e il Messico hanno un ampio margine di manovra per sostenere la crescita economica in caso di peggioramento delle prospettive, dato che i tassi d'interesse reali sono attualmente compresi tra il 5% e il 6%.

Obbligazioni indicizzate all'inflazione

Le aspettative di inflazione sono in calo a causa della disinflazione in corso. Le aspettative di inflazione a 10 anni dell'eurozona sono addirittura scese sotto la soglia del 2% per la prima volta dal picco di due anni fa. **Questo** (tra gli altri fattori) **ha portato ai primi tagli dei tassi di interesse da parte di tutte le banche centrali del G7 tranne una.**

Tuttavia, tagliando i tassi ora, mentre la pressione inflazionistica rimane presente in diversi settori dell'economia, **le banche centrali non stanno forse gettando le basi per un'inflazione futura?**

La Federal Reserve sta tagliando i tassi e ha segnalato l'avvio di un ciclo di allentamento, anche se gli indicatori mostrano una crescita del PIL statunitense superiore al 3%, ossia ben al di sopra del suo potenziale. La Cina sembra disposta a stimolare più drasticamente la propria economia, il che include finalmente anche i tradizionali stimoli ciclici veri e propri. E sia in termini di dazi che di scioperi, nell'aria si respira un'aria da fine anni '70.

In questo clima, preferiamo i tassi reali a quelli nominali, ossia privilegiamo le obbligazioni indicizzate all'inflazione rispetto a quelle nominali e le strategie di ampliamento del break-even dell'inflazione.

Il presente documento è pubblicato da Carmignac Gestion S.A., società di gestione approvata dall'Autorité des Marchés Financiers (AMF) in Francia, e dalla sua filiale lussemburghese Carmignac Gestion Luxembourg, S.A., società di gestione approvata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), ai sensi della sezione 15 della Legge lussemburghese del 17 dicembre 2010. "Carmignac" è un marchio registrato. "Investing in your interest" è uno slogan associato al marchio Carmignac. Il presente documento non costituisce una consulenza su investimenti o arbitraggi di valori mobiliari o su qualsiasi altro prodotto o servizio di gestione patrimoniale o di investimento. Le informazioni e le opinioni contenute nel presente documento non tengono conto della situazione specifica degli investitori e non devono mai essere interpretate come consulenza legale, fiscale o di investimento. Le informazioni contenute nel presente documento possono essere parziali e possono essere modificate senza preavviso. Il presente documento non può essere riprodotto in tutto o in parte senza previa autorizzazione. Il presente documento è stato redatto da Carmignac Gestion, Carmignac Gestion Luxembourg o Carmignac UK Ltd e viene distribuito nel Regno Unito da Carmignac Gestion Luxembourg).