

# Panoramica sull'asset class obbligazionaria

Maggio 2024



Il mese di maggio è iniziato in modo positivo: la riunione della Federal Reserve (Fed) infatti è stata caratterizzata da toni meno aggressivi del previsto e il presidente Jerome Powell ha messo in luce la scarsa probabilità di un rialzo come prossima mossa sui tassi. L'allentamento dell'inflazione statunitense e un contesto geopolitico più sereno hanno contribuito a rinnovare il sentiment positivo e un maggiore senso di stabilità.

## Analisi del mese

A maggio le tensioni geopolitiche si sono leggermente attenuate, allentando in parte la morsa sui prezzi del petrolio, con il Brent in forte calo nel corso del mese, in linea con la tendenza da inizio anno.

Anche se l'ultimo rapporto sull'occupazione negli Stati Uniti ha evidenziato un rallentamento della crescita dei posti di lavoro, smorzando i timori di un surriscaldamento dell'economia, i dati sull'inflazione globale sono stati un po' più contrastanti verso la fine del mese. Ciò ha provocato una correzione sulle obbligazioni sovrane in diversi Paesi, con la Fed che ha espresso un tono meno accomodante. In Europa, l'indice PMI dei responsabili degli acquisti (PMI) dell'Eurozona per maggio ha raggiunto un massimo di 12 mesi e i dati salariali della Banca centrale europea (BCE) hanno mostrato un'accelerazione delle retribuzioni negoziate. Tuttavia, il dato dell'indice dei prezzi al consumo core (CPI) è salito del 2,9% nel periodo in esame. Gli investitori hanno ridotto le aspettative di taglio dei tassi della BCE, prezzando 55 punti base (bps) di tagli entro la riunione di dicembre (in calo rispetto ai 66 bps di fine aprile).

Il mercato USD investment grade (IG) ha registrato una buona performance, in parte trainata dalla sovraperformance dei Treasury statunitensi. L'indice Global Investment Grade offre attualmente uno spread di 95 bps, inferiore di 3 bps rispetto al mese precedente. Mentre gli spread continuano a contrarsi in tutte le aree del credito, l'asset class offre ancora livelli di rendimento storicamente elevati. Attualmente, l'indice EUR IG offre un rendimento del 4,0%, mentre gli indici GBP e USD IG presentano rispettivamente rendimenti del 5,7% e del 5,6%.

Il mercato globale high yield (HY) ha messo a segno un rendimento dell'1,2%, con le regioni USA ed Europa che hanno registrato rispettivamente un rendimento dell'1,1% e dello 0,9%. L'ampia performance positiva è dovuta in parte al sostegno dei Treasury statunitensi. Nel corso del mese gli spread si sono contratti in tutte le regioni, anche se quelli europei rimangono ampi rispetto ai livelli statunitensi, ma si stanno avvicinando agli intervalli

storici. Negli Stati Uniti e in Europa abbiamo assistito a un grande recupero del mercato primario. Data la forte domanda, l'offerta potrebbe essere facilmente assorbita, con cedole più contenute a darne testimonianza.

Per i mercati emergenti (EM), in linea con altre asset class, maggio è stato un mese decisamente più positivo dopo il contesto di avversione al rischio che aveva caratterizzato il mese di aprile. I Paesi emergenti continuano a dover fare i conti con gli eventi geopolitici e con un ciclo elettorale storicamente intenso. Tuttavia, buona parte di tali eventi è già scontata nei prezzi, con il ciclo elettorale che sta ormai volgendo al termine. Gli asset in valuta locale hanno registrato un certo recupero nel mese di maggio, anche se da inizio anno restano in territorio negativo, in gran parte a causa di un dollaro molto forte. Un'altra inversione di tendenza nel periodo in esame è stata rappresentata dalla sovraperformance IG rispetto all'HY nello spazio sovrano in valuta forte, mentre i risultati dei titoli societari in valuta forte sono stati più o meno gli stessi.

## Inflazione

### L'inflazione continua a muoversi nella giusta direzione... lentamente ma inesorabilmente

Il processo disinflazionistico sembra essersi rimesso in moto. Dopo alcuni dati più alti del previsto, l'inflazione statunitense è finalmente scesa al di sotto delle aspettative. L'inflazione complessiva è scesa al 3,4% su base annua in aprile rispetto al 3,5% di marzo, mentre l'inflazione di fondo si è attestata al 3,6%, il livello più basso degli ultimi tre anni.

Vanno principalmente messi in luce due temi chiave:

1. **Gli affitti e l'assicurazione auto continuano a giocare un ruolo importante.** Come nel mese precedente, gli affitti e le assicurazioni auto sono stati i principali motori di inflazione, rappresentando circa l'80% dell'IPC di fondo mensile. Tuttavia, è importante notare che queste due componenti avranno un impatto limitato sull'indice delle spese per consumi personali

(PCE), considerato la misura preferita della Fed per l'inflazione. Gli affitti hanno un peso decisamente minore nel PCE, mentre le assicurazioni auto sono calcolate in modo diverso e, secondo il PCE, stanno attualmente decelerando.

2. **Non ci sono prove di una riaccelerazione dell'inflazione.** Negli ultimi mesi si è temuto che l'inflazione potesse accelerare il passo; tuttavia, i dati di aprile hanno fornito prove contrarie a questa visione. La maggior parte delle voci del paniere dell'inflazione è in fase di disinflazione. Ciò è evidente se si considera l'IPC mediano, in calo per il 14° mese consecutivo.

### Cosa possiamo aspettarci dall'inflazione nei mesi a venire?

Il fattore chiave dell'inflazione è l'offerta di moneta. Nel corso della storia, i periodi di pesante inflazione sono stati tutti caratterizzati da un'eccessiva stampa di moneta, e la pandemia Covid-19 non ha fatto eccezione. Oggi ci troviamo nella situazione opposta: il denaro è stato ritirato dal sistema e di conseguenza l'inflazione sta diminuendo. L'offerta di moneta tende a precedere l'inflazione di circa 18 mesi. L'inflazione al netto degli affitti è già tornata al 2%, in linea con quanto previsto dalla massa monetaria.

Esistono quattro sottocategorie chiave dell'inflazione, ciascuna influenzata da fattori diversi:

1. **Alimentari ed energia:** questa categoria rappresenta il 20,3% del paniere dell'inflazione e costituisce in genere la componente più volatile, influenzata dai prezzi delle materie prime. In particolare, l'inflazione energetica è determinata dai prezzi del petrolio, mentre l'inflazione alimentare è strettamente correlata all'indice agricolo. Sia i prezzi del petrolio che l'indice agricolo sono in traiettoria discendente, suggerendo che probabilmente l'inflazione energetica e quella alimentare diminuiranno nei prossimi mesi.
2. **Affitti:** si tratta della componente di gran lunga più importante del paniere dell'inflazione, con il 36,1% dell'indice. Comprendere la direzione degli affitti è fondamentale per prevedere l'inflazione statunitense. Fortunatamente, gli affitti si muovono lentamente e sono abbastanza prevedibili grazie al modo in cui vengono calcolati. Un modo semplice per valutare in che direzione si stanno muovendo gli affitti è quello di osservare i prezzi delle abitazioni, che in genere precedono gli affitti di 18 mesi. È probabile che l'inflazione degli affitti si modererà ulteriormente, anche se potrebbe tornare a crescere verso la fine dell'anno.

3. **Servizi di base escl. affitti:** questa categoria, spesso definita inflazione super-core, rappresenta il 24,9% del paniere dell'inflazione ed è fortemente influenzata dai salari, in quanto il costo del lavoro rappresenta un fattore fondamentale per questi settori. Se si è a caccia di una spirale salari-prezzi, è qui che bisogna concentrarsi. Per questo motivo la Fed è particolarmente preoccupata per questa categoria. Attualmente la crescita salariale si sta moderando e gli indicatori anticipatori suggeriscono che probabilmente continuerà a moderarsi nei prossimi mesi.
4. **Beni essenziali:** questa categoria rappresenta il 18,7% del paniere dell'inflazione e, poiché l'economia statunitense si basa in gran parte su beni importati, il fattore chiave è il dollaro USA. Un dollaro più debole renderà le importazioni più costose, facendo aumentare l'inflazione dei beni di base. Al contrario, un dollaro più forte eserciterà probabilmente una pressione al ribasso sui prezzi dei beni di base. Attualmente, il dollaro USA si conferma robusto, esercitando così una pressione al ribasso sull'inflazione dei beni di base.

In conclusione, l'inflazione si sta muovendo nella giusta direzione, seppur lentamente. Gli affitti potrebbero subire una riaccelerazione verso la fine dell'anno, ma da un livello inferiore rispetto a quello attuale. La domanda diventa dunque la seguente: cosa succederà all'offerta di moneta? Se l'offerta di moneta continuerà a crescere, l'inflazione rimarrà probabilmente al di sopra dell'obiettivo del 2%. D'altro canto, se l'offerta di moneta rimanesse limitata, la deflazione potrebbe diventare importante argomento di discussione.

## Titoli governativi dei mercati sviluppati

Maggio è stato un mese migliore per i titoli sovrani dei mercati sviluppati (DM). Il mese è iniziato positivamente, con il presidente della Fed statunitense Jerome Powell che ha respinto l'idea di ulteriori rialzi dopo i recenti dati sull'IPC. La Fed ha inoltre annunciato di voler rallentare il ritmo della stretta quantitativa. La Riksbank svedese è diventata la seconda banca centrale del G10 a tagliare i tassi, il primo taglio dal 2016.

Il mese è iniziato positivamente per i Treasury statunitensi. Il rallentamento dell'inflazione e i dati sull'occupazione hanno confortato i mercati sul fatto che l'economia non si stesse surriscaldando, giocando a favore dell'asset class. Tuttavia, i dati migliori nella seconda metà del mese hanno consolidato la visione "più alti più a lungo" sui tassi di interesse e la probabilità che la Fed rimandi alla fine dell'anno i suoi tagli, smorzando lo

slancio del momento. Ciononostante, maggio è stato un mese decisamente positivo per i Treasury, con un andamento dell'1,5%.

Nell'Eurozona, il mercato si è convinto sempre più che la BCE sarebbe diventata la prima grande banca centrale a tagliare i tassi nella riunione del 6 giugno. Tuttavia, i dati PMI flash della regione hanno raggiunto una massima di 12 mesi e l'inflazione salariale ha registrato un'accelerazione. Di conseguenza l'ammontare dei tagli totali previsti per la riunione di dicembre è passato dai 66 punti base di fine aprile a 55 punti base. Ciò ha determinato nel corso del mese una correzione sui titoli sovrani dell'Eurozona, in ribasso dello 0,1%. I bund tedeschi (-0,3%) e gli OAT francesi (-0,2%) hanno generato un risultato leggermente peggiore dell'area nel suo complesso.

Nel Regno Unito si è registrato un calo considerevole del dato IPC di aprile, che su base annua è sceso dal 3,2% di marzo al 2,3% nelle cifre più recenti. Si tratta del tasso di inflazione britannico più basso dall'estate del 2021. Pur rappresentando un calo notevole e un passo avanti verso l'obiettivo, il dato ha disatteso le aspettative del mercato e i rendimenti sono di conseguenza saliti. Il primo ministro Rishi Sunak ha indetto le elezioni generali del Regno Unito per il 4 luglio, eliminando parte dell'incertezza politica e permettendo ai mercati di concentrarsi sulle prospettive dei tassi e sulle condizioni economiche. Nel complesso, i gilt hanno beneficiato di un mese favorevole, chiudendo in rialzo dello 0,8%.

I rendimenti dei titoli di Stato giapponesi (JGB) hanno continuato a salire e il rendimento a 10 anni ha superato l'importante traguardo dell'1%, chiudendo il mese all'1,06%. È la prima volta che il rendimento del JGB decennale supera l'1% dal 2012. Il mercato continua a prezzare una posizione più aggressiva da parte della Banca del Giappone (BOJ) e attualmente prevede un rialzo di 29 punti base entro la riunione di dicembre, in aumento rispetto ai 20 punti base di inizio mese. L'indice JGB ha perso l'1,7% nel corso del mese.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

#### Performance complessive titoli di Stato (in valuta locale)

	<b>Rendimento a 10 anni%</b>	<b>Performance complessiva % (1m)</b>	<b>Performance complessiva % (da inizio anno)</b>
<b>Treasury</b>	4,5	1,5	-1,8
<b>Bund</b>	2,7	-0,3	-3,4
<b>Gilt</b>	4,3	0,8	-3,8

Fonte: Bloomberg, 31 maggio 2024

## Credito investment grade

È stato un mese positivo per gli indici IG, in quanto sia gli spread che i tassi si sono mossi al ribasso. Ciò è stato supportato da rapporti positivi sull'inflazione e da una crescita economica solida.

In termini di andamento totale, il mercato IG in USD ha registrato una performance positiva, trainata dalla sovraperformance dei Treasury statunitensi. Tuttavia, dal punto di vista del credito, la performance è stata generalmente simile in tutte le regioni. Il settore più brillante è stato quello finanziario, seguito da alcuni business ciclici come quello immobiliare. I nomi a beta più elevato, in particolare i titoli con rating BBB, hanno registrato una forte performance dal punto di vista del rating.

### In prospettiva

A nostro avviso, il contesto macroeconomico rimane favorevole alla classe d'investimento. Le pressioni inflazionistiche si stanno lentamente attenuando, mentre la crescita rimane sostenuta da un mercato del lavoro in ottima forma.

Molte società di categoria investment grade si trovano in una posizione solida, avendo adottato misure proattive per proteggersi dall'aumento dell'inflazione durante la pandemia. Fissando bassi costi di finanziamento per un periodo prolungato, queste imprese si sono protette da potenziali aumenti dei tassi di interesse. Inoltre, i loro ampi saldi di liquidità fruttano ora tassi di interesse interessanti, che permettono di trarre vantaggio da un aumento dei tassi. Di conseguenza, nonostante i tassi più elevati, i bilanci della maggior parte delle società IG restano soddisfacenti. I parametri di credito si stanno generalmente normalizzando, ma rimangono storicamente discreti. I saldi di liquidità e i margini di profitto restano elevati.

Tuttavia, la maggior parte delle buone notizie è prezzata dal mercato, in quanto gli spread, ovvero la remunerazione aggiuntiva che gli investitori ricevono per detenere debito societario, sono scambiati a livelli storicamente contenuti. Non crediamo tuttavia che gli investitori debbano per questo ignorare l'asset class. Gli spread possono rimanere contratti per un periodo di tempo prolungato, come è accaduto tra il 2004 e il 2006. L'attuale contesto macroeconomico favorevole, unito ai solidi bilanci, suggerisce che gli spread possano mantenersi a livelli contratti o anche più contratti più a lungo.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

#### Performance complessive investment grade

	Spread di credito (bps)	Performance complessiva % (1m)	Performance complessiva % (da inizio anno)
<b>IG USA</b>	88	1,9	-0,6
<b>IG Europa</b>	107	0,2	-0,2
<b>IG Regno Unito</b>	117	1,0	-0,9

Fonte: Bloomberg, 31 maggio 2024

## Credito high yield

Maggio è stato un mese favorevole per l'high yield. L'indice HY globale ha registrato un rendimento dell'1,2% (in termini di USD), con i titoli HY statunitensi (+1,1%) e HY EM (+2,0%) che hanno sovraperformato l'Europa (+0,9%) grazie a un contesto vantaggioso per i Treasury statunitensi. I titoli HY a tasso variabile (FRN) hanno registrato un rendimento dello 0,9% (grazie alla compressione degli spread e al carry) e i mercati HY sintetici (indice HY CDX) hanno guadagnato l'1,4%, superando i mercati HY cash. Gli spread hanno chiuso il mese a 320 bps (USA) e 341 bps (UE). Gli spread dell'Unione Europea rimangono ampi rispetto ai livelli statunitensi, ma prossimi agli intervalli storici. Monitoreremo eventuali distorsioni per potenziali aumenti dell'esposizione approfittando della debolezza europea. Sia negli Stati Uniti che in Europa i mercati primari sono tornati alla ribalta, ma la domanda è più che sufficiente ad assorbire la nuova offerta e la maggior parte delle operazioni presenta un pricing pari o contenuto al limite delle linee guida.

#### View di mercato attuali

- Da un punto di vista macroeconomico, ci aspettiamo che gli Stati Uniti superino l'Europa per quanto riguarda le aspettative di crescita. Potremmo assistere a molteplici tagli dei tassi da parte della BCE. L'assenza di tagli dei tassi negli Stati Uniti significa probabilmente che il contesto di rendimenti più elevati persisterà e continuerà ad attrarre la domanda.
- In termini di dati tecnici di mercato, gli spread rimangono molto contratti ma i rendimenti sono relativamente interessanti, creando un equilibrio tra venditori di spread e acquirenti di rendimenti, il che suggerisce che il mercato rimarrà in tale relativo equilibrio (spread all'interno di un livello

determinato), a meno che non si verifichino eventi o perturbazioni macroeconomiche.

- Gli spread HY sono contratti rispetto ai dati storici e al credito con rating più elevato, con spread che, al di fuori delle code in sofferenza, si attestano su livelli del periodo post-crisi finanziaria globale (GFC). Tuttavia, a nostro avviso, i livelli attuali compensano ancora gli investitori per un ciclo di default "medio". Attualmente, il mercato HY dell'UE sta prezzando un tasso di default implicito a cinque anni del 22%, ipotizzando un tasso di recupero del 40%. Per contro, il tasso di default a cinque anni effettivo dell'indice è stato in media del 13% circa, con il tasso di default a cinque anni peggiore del 38%.
- Gli spread BB e B si sono ridotti, limitando le opportunità di valore relativo. Potrebbero esserci delle opportunità nel segmento CCC, ma è importante essere selettivi. Anche in presenza di una crescita moderata, la classe d'investimento ha il potenziale per generare rendimenti discreti nel 2024, forse a una cifra media o elevata, dato il potere del carry, i pochi default previsti, i bilanci societari piuttosto solidi e la minore volatilità dei tassi.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

#### Performance complessive high yield

	Spread di credito (bps)	Performance complessiva % (1m)	Performance complessiva % (da inizio anno)
<b>HY USA</b>	320	1,1	1,7
<b>HY Europa</b>	341	0,9	2,7

Fonte: Bloomberg, 31 maggio 2024

## Obbligazioni dei Paesi emergenti

Maggio è stato un mese molto più positivo per i mercati emergenti dopo il contesto di avversione al rischio di aprile. Gli Stati Uniti, e in particolare la Federal Reserve, restano sotto ai riflettori per gran parte dei mercati, e gli EM non fanno eccezione.

I Paesi emergenti continuano infatti a dover fare i conti con il rischio geopolitico e con l'intenso ciclo elettorale, ma la maggior parte di tale rischio è già prezzata e il ciclo elettorale è ormai prossimo alla fine.

Le principali economie EM che si sono recate alle urne quest'anno hanno più o meno concluso il loro processo

elettorale, anche se in Sudafrica la coalizione necessaria deve ancora essere formata.

Gli asset in valuta locale sono tornati in auge a maggio, anche se la performance da inizio anno rimane negativa. Gran parte della performance da inizio anno è attribuibile a un dollaro molto forte, sostenuto dai mercati che hanno allontanato le aspettative di taglio da parte della Fed. A maggio, tuttavia, la maggior parte delle valute EM si è apprezzata rispetto al dollaro. Con un discreto livello di carry residuo nello spazio FX EM, le valute hanno generalmente registrato rendimenti totali positivi a maggio. Tra le principali valute EM che hanno arrancato figurano unicamente il peso filippino e il real brasiliano. Da un punto di vista dei tassi, con gli EM ben più avanti rispetto ai loro omologhi DM, anche il proseguimento del ciclo di tagli ha contribuito al risultato.

Un'altra inversione di tendenza nel periodo in analisi è stata costituita dalla sovraperformance dell'investment grade rispetto all'high yield nello spazio sovrano in valuta forte, mentre per i titoli societari in valuta forte i rendimenti sono stati più o meno gli stessi. Per quel che concerne i titoli sovrani, si tratta di un'inversione di tendenza che abbiamo visto consolidarsi nel corso del 2024 e della maggior parte del 2023. Le quote IG e HY hanno reso rispettivamente il 2,1% e l'1,6%, ma il dato a un anno evidenzia che maggio ha rappresentato un'eccezione, piuttosto che la regola, con l'IG che ha reso il 2,4% negli ultimi 12 mesi, mentre l'HY ha reso il 20,5%. Il rendimento del segmento HY è stato battuto solo dall'indice NEXGEM, incentrato sui mercati di frontiera, che ha registrato un rendimento del 21,8% nello stesso periodo, con un rendimento di maggio pari all'1,9%.

Anche i titoli societari hanno chiuso il mese in rialzo, con tutti i settori in positivo. Ad aggiudicarsi il risultato più brillante è stato il settore immobiliare con il 3,8%, mentre quello delle infrastrutture ha generato l'andamento peggiore, rimanendo comunque in territorio positivo con 1,6%. In realtà, i rendimenti dell'universo societario si sono differenziati molto poco in termini di regioni/settori, anche se è degno di nota il fatto che il settore BBB abbia sovraperformato BB e B.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

#### Performance complessive obbligazioni mercati emergenti

	Spread di credito (bps)	Performance complessiva % (1m)	Performance complessiva % (da inizio anno)
<b>Governativi in valuta locale</b>	N/A	1,6	-2,7
<b>Governativi in valuta forte</b>	389	1,8	1,7
<b>Debito corporate in valuta forte</b>	262	1,5	2,9

Fonte: Bloomberg, 31 maggio 2024

## Valute

A maggio il dollaro statunitense ha registrato la performance peggiore tra le valute del G10, in quanto gli investitori prevedono che la Fed mantenga la sua narrativa dei tassi "più alti più a lungo".

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

#### Coppie di valute chiave

	Variazione % (1 m)	Variazione % (da inizio anno)
<b>GBP/USD</b>	2,0	0,1
<b>GBP/EUR</b>	0,3	1,8
<b>EUR/USD</b>	1,7	-1,7

Fonte: Bloomberg, 31 maggio 2024

Il valore degli investimenti è destinato a oscillare. Questo determina il movimento al rialzo o al ribasso degli investimenti e la possibilità che non si riesca a recuperare l'ammontare inizialmente investito.

Le opinioni espresse in questo documento non sono da intendersi come raccomandazioni, consigli o previsioni.