

# Panoramica sull'asset class obbligazionaria

Settembre 2024

A settembre si è finalmente risolto il dilemma di un primo taglio di “25 o 50 punti base” dei tassi della Federal Reserve (Fed), dopo 14 mesi di stallo. La Fed ha dato il via al suo ciclo di tagli con una riduzione di 50 punti base, abbassando il target dei Fed Fund al 4,75%-5,00%. Con il tasso di disoccupazione salito dal minimo del 3,4% nell'aprile 2023 al 4,2% in agosto, i funzionari della Fed hanno chiarito di non essere disposti a tollerare un ulteriore indebolimento dell'economia e di voler riportare i tassi a livelli meno restrittivi.

## Analisi del mese

Nonostante le comunicazioni dai toni audaci della Fed dopo il taglio di settembre (con il presidente Jerome Powell che ha sottolineato come questo non debba essere visto come “il nuovo ritmo” di allentamento), i mercati continuano a prezzare una probabilità del 35% di un'altra riduzione di 50 punti base a novembre. La convinzione è che la Fed sarà più aggressiva, con circa 70 punti base di tagli previsti entro la fine dell'anno e altri 120 punti base entro la fine del 2025.

L'inflazione di fondo delle spese per consumi personali (PCE) di agosto è risultata più debole del previsto, pari allo 0,1% mese su mese (m/m) e al 2,7% anno su anno (a/a), dando possibilità alla Fed di concentrarsi sull'altro aspetto del suo duplice mandato: in questo caso, il mantenimento di un atterraggio morbido della piena occupazione. Nel complesso, il cambiamento delle aspettative degli investitori sui tassi d'interesse ha fatto sì che i titoli di Stato registrassero una performance positiva nel corso del mese, con i Treasury statunitensi e i Bund tedeschi che hanno guadagnato entrambi l'1,2%.

A settembre, inoltre, gli spread investment grade (IG) globali si sono contratti di 2 punti base, con una performance positiva dei mercati del credito sulla scia del calo dell'inflazione e dei tassi d'interesse. Gli spread di credito hanno registrato una contrazione nella maggior parte dei settori, anche se il settore auto ha deluso a causa delle preoccupazioni per il rallentamento della crescita. Nel complesso, l'IG globale ha registrato un rendimento dell'1,5% nel mese, con le società statunitensi che hanno guadagnato l'1,7%, il credito europeo l'1,2% e i titoli societari denominati in sterline un più modesto 0,3%.

Grazie al taglio della Fed e al calo dei rendimenti dei titoli di Stato, settembre ha visto una forte performance dei mercati high yield (HY), con l'indice HY globale che ha registrato un rendimento dell'1,6% nel mese. Gli spread si sono ulteriormente contratti, raggiungendo livelli storicamente ridotti (HY statunitense: 303 bps, HY UE: 350 bps, HY EM: 368 bps) mentre le obbligazioni distressed

con rating CCC hanno messo a segno ottimi guadagni. Le emissioni lorde sono aumentate, soprattutto negli Stati Uniti, che sono arrivati a 36,5 miliardi di dollari. I fattori tecnici di mercato restano favorevoli, trainati dagli squilibri tra domanda e offerta e dall'elevato carry. Da inizio anno, l'HY globale ha reso l'8,4%, nonostante le preoccupazioni per i rischi di recessione all'inizio del 2024.

Il debito dei mercati emergenti (EM) ha continuato a registrare una buona performance nel corso del mese, con un rendimento del 3,4% per i titoli sovrani in valuta locale e dell'1,8% per quelli in valuta forte. L'FX EM ha guadagnato terreno grazie all'indebolimento del dollaro USA, in seguito ai tagli dei tassi della Fed. Il mercato valutario asiatico ha guidato i rendimenti in valuta locale, mentre l'Africa ha sovraperformato nel debito in valuta forte. I settori societari hanno registrato rendimenti positivi, con il settore immobiliare in testa (15% da inizio anno). Sebbene i tagli dei tassi della Fed diano generalmente impulso al debito dei Paesi emergenti, in questo caso gli spread contratti potrebbero limitare la portata del rally.

## Inflazione

L'inflazione a livello mondiale continua a muoversi nella giusta direzione, con l'Eurozona in testa. L'inflazione dell'Eurozona è infatti ora al di sotto dell'obiettivo, con un tasso dell'1,8% a/a a settembre. Si tratta del dato più basso in oltre tre anni. Anche l'inflazione del Regno Unito si sta avvicinando al proprio obiettivo, con l'indice dei prezzi al consumo (CPI) che ha registrato un aumento del 2,2% a/a in agosto. Gli Stati Uniti sono in ritardo, ma probabilmente ciò è dovuto principalmente alla diversa metodologia utilizzata per calcolare l'inflazione. Se si utilizzasse la metodologia europea (Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo IAPC), anche l'inflazione statunitense verrebbe considerata al di sotto dell'obiettivo e si rivelerebbe pari o al di sotto del 2% da oltre un anno.

Guardando più da vicino al mercato statunitense, l'ultimo rapporto sull'inflazione ha mostrato risultati contrastanti. Mentre l'inflazione complessiva dell'indice dei prezzi al consumo (CPI) è scesa al livello più basso degli ultimi tre

anni (2,5%), l'inflazione di fondo si è dimostrata più ostinata, registrando un aumento del 3,2%, marginalmente superiore alle previsioni.

A dominare la scena sono stati ancora una volta gli affitti, che rappresentano un indicatore molto ritardato. Contrariamente alle attese, l'inflazione degli affitti ha subito una lieve accelerazione in agosto, mantenendo vischiosa l'inflazione di fondo. Tuttavia, non riteniamo che questo sia motivo di preoccupazione. Gli affitti sono su una traiettoria discendente e pensiamo che continueranno ad esserlo. Per alcuni mesi potrebbero aumentare o diminuire più del previsto, ma molto probabilmente ciò può essere attribuito alla metodologia utilizzata. È sempre meglio concentrarsi sulla tendenza e non farsi prendere dal panico per un singolo dato.

L'Indice All Tenants Rent Rate del Bureau of Labor Statistics (BLS) è una misura relativamente nuova introdotta dal BLS per fornire informazioni più tempestive sul mercato degli affitti. In genere precede i dati ufficiali di circa un quarto. Secondo questa misura, gli affitti dovrebbero presto riprendere la loro tendenza al ribasso.

Al di là degli affitti, le cose sembrano molto più rosee e ci sono chiari segnali di un'ampia disinflazione. L'inflazione mediana continua a scendere, suggerendo che le pressioni inflazionistiche si stiano effettivamente attenuando. Inoltre, con l'eccezione degli affitti, la maggior parte delle voci oggi registra già un'inflazione inferiore al 2%.

In conclusione, il quadro appare molto migliore di quanto suggeriscano le cifre relative all'inflazione complessiva degli Stati Uniti. La vischiosità dell'inflazione di fondo può essere attribuita agli affitti, che probabilmente sono stati distorti da un insolito adeguamento stagionale. Tuttavia, a nostro avviso, la loro tendenza al ribasso riprenderà probabilmente nel corso di quest'anno. Al di fuori degli affitti, continuiamo a individuare segnali di crescente disinflazione, e la maggior parte delle voci registra ora un'inflazione inferiore all'obiettivo del 2%.

## Titoli governativi dei mercati sviluppati

Dopo la dichiarazione del presidente Jerome Powell a Jackson Hole ("È arrivato il momento di rivedere la nostra politica monetaria"), la Fed ha tenuto fede alla propria promessa e tagliato i tassi di 50 punti base durante la riunione di settembre, segnando il primo taglio dei tassi dal marzo 2020. La decisione di un taglio maggiore di 25 punti base ha contribuito a rassicurare gli investitori sul fatto che la Fed avrebbe reagito rapidamente a un eventuale deterioramento dell'economia, anche se questo taglio, più consistente, è stato accompagnato da un segnale di un'economia fondamentalmente solida e non ha lasciato intendere che siano probabili ulteriori tagli di 50 punti base.

Nel corso del mese, negli Stati Uniti, il recupero dei dati economici è stato accolto con favore e interpretato come segnale che per il momento una recessione o un rallentamento più marcato siano poco probabili.

Abbiamo assistito a un aumento dell'occupazione nell'ISM manifatturiero (anche se ancora al di sotto di 50) e il tasso di posizioni disponibili è sceso più del previsto a luglio, a 7,7 milioni da un tasso rivisto al ribasso di 7,9 milioni, passando dunque al 4,6% dal precedente 4,8%. Il Beige Book (una sintesi delle condizioni economiche) indica un rallentamento dell'attività economica e un contesto di assunzioni più selettive. L'iterazione di settembre del Beige Book della Fed ha mostrato che solo tre distretti hanno segnalato un aumento dell'attività economica e nove un calo.

Il numero di occupati è balzato in avanti nel mese di agosto (142 mila complessivi contro gli 89 mila di luglio, e 118 mila nel privato contro 74 mila) e il tasso di disoccupazione (4,2% contro 4,3%) ha ceduto parte del suo precedente aumento, con una crescita della retribuzione oraria media (+0,4% contro +0,2%) e un aumento di un decimo nella settimana lavorativa.

L'indice CPI complessivo ha segnato lo 0,19% sul mese, abbassando il tasso a/a al 2,5%, come previsto. Si tratta del tasso di inflazione annuale più basso dal febbraio 2021.

Nell'eurozona, la nomina di Michel Barnier a nuovo primo ministro francese ridurrà probabilmente l'incertezza politica.

La Banca centrale europea (BCE) ha attuato come previsto un taglio dei tassi di 25 punti base. Questo taglio ha portato il tasso di deposito della BCE al 3,50%, segnando il secondo taglio di questo ciclo dopo una prima mossa a giugno, e i mercati continuano a prevedere ulteriori tagli nei prossimi mesi. Sono state pubblicate inoltre le sue ultime previsioni, che hanno mostrato proiezioni di crescita di un decimo inferiori ogni anno rispetto a giugno.

La produzione industriale è scesa più del previsto sia in Germania che in Francia. L'IPC dell'eurozona è rimasto al 2,2% e il tasso di disoccupazione è sceso al 6,4%.

Nel Regno Unito, il tasso di disoccupazione è passato al 4,1% rispetto al precedente 4,2% e l'IPC a/a è rimasto al 2,2%. Tuttavia, come previsto, l'IPC di fondo è rimbalzato al 3,6% dal 3,3% di luglio. L'IPC dei servizi è salito al 5,6%.

La Banca d'Inghilterra ha mantenuto il tasso di interesse al 5% durante la riunione di settembre, in linea con le aspettative. La decisione di mantenere il tasso di riferimento è stata sostenuta da una netta maggioranza, con otto membri che hanno votato a favore e un solo membro che ha chiesto una riduzione di 25 punti base.

La crescita delle esportazioni giapponesi ha subito un brusco rallentamento ad agosto, con un aumento del 5,6% a/a (contro il 10,6% previsto), per il nono mese consecutivo e contro un 10,2% rivisto al ribasso. La Banca del Giappone ha deciso di mantenere invariati i tassi di interesse al termine della sua prima riunione di politica monetaria dopo l'aumento dei costi di finanziamento a luglio.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

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

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

Fonte: Bloomberg, 30 settembre 2024

### Credito investment grade

Le principali tematiche macroeconomiche sono rimaste di attualità nel mese di settembre, con un continuo rallentamento della corsa dei prezzi, che ha consentito alle banche centrali di concentrarsi nuovamente sulla crescita economica. L'inflazione complessiva si sta avvicinando agli obiettivi delle banche centrali. Tuttavia, l'inflazione di fondo rimane elevata, soprattutto a causa del costo dei servizi. Negli Stati Uniti, ad esempio, le tendenze sui beni essenziali sono state deflazionistiche ogni mese quest'anno, ma con pressioni sui prezzi esercitate dalla componente dei servizi. Sebbene la persistenza delle pressioni inflazionistiche nel settore dei servizi giustifichi l'attenzione delle banche centrali, è molto più probabile che il percorso della politica monetaria sia influenzato piuttosto dalle prospettive di crescita.

Sul fronte della crescita, il mercato del lavoro statunitense ha mostrato segni di deterioramento, con una tendenza al ribasso sull'occupazione nei settori non agricoli e un indebolimento delle opportunità di lavoro, tipicamente correlate in modo negativo alla disoccupazione. La Fed ha affrontato questo contesto tagliando i tassi di interesse di 50 punti base nella riunione di settembre, il primo taglio da marzo 2020, durante l'inizio della pandemia di COVID-19. I commenti successivi dei funzionari della Fed lasciano pensare che si tratti di una misura una tantum, anche se la continua debolezza del mercato del lavoro potrebbe modificare questa posizione.

In Europa, le prospettive di crescita si stanno deteriorando in modo considerevole. Gli indici dei

responsabili degli acquisti, che sono indicatori prospettici della performance economica, sono diminuiti a settembre, suggerendo un'ulteriore contrazione economica. Anche altri sondaggi sul sentiment, come gli indicatori economici IFO tedeschi e quelli della Commissione europea, evidenziano un rallentamento economico. L'interpretazione del mercato degli ultimi dati economici implica che la BCE ridurrà costantemente i tassi di interesse nelle prossime riunioni, raggiungendo un tasso di riferimento del 2% entro aprile del prossimo anno.

I mercati del credito sembrano essere relativamente stabili fino alla fine dell'anno. Gli attuali livelli di spread indicano una scarsa preoccupazione circa gli sviluppi macroeconomici. Gli spread globali e statunitensi stanno ora scambiando ai livelli precedenti la correzione di inizio agosto, per via della debolezza dei mercati del lavoro. Gli spread sul dollaro USA hanno chiuso il mese a 92 punti base, mentre quelli su euro e sterlina si sono attestati rispettivamente a 116 e 120 punti base. La modesta contrazione è stata ampiamente coerente tra i vari settori, tuttavia il settore auto ha registrato una notevole sottoperformance in tutte le giurisdizioni, probabilmente a causa di una serie di emittenti che hanno evidenziato il rallentamento della crescita come un significativo ostacolo per i relativi parametri di credito.

Nel complesso, i rendimenti del mercato del credito sono stati positivi, soprattutto grazie al calo dei tassi d'interesse.

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>	92	1,7	5,8
<b>IG Europa</b>	116	1,2	3,8
<b>IG Regno Unito</b>	120	0,3	2,3

Fonte: Bloomberg, 30 settembre 2024

## Credito high yield

Settembre è tipicamente un mese turbolento per i mercati high yield, ma grazie al tanto atteso taglio dei tassi della Fed, i mercati high yield globali hanno realizzato uno dei migliori risultati di settembre degli ultimi anni. Grazie ai rendimenti dei titoli di Stato, agli spread di credito leggermente più contratti e all'effetto carry, l'indice Global HY ha registrato un rendimento dell'1,6% nel mese. Anche gli HY FRN hanno conseguito buoni risultati; nonostante la mancanza di duration, l'asset class ha registrato un rendimento dello 0,7%, grazie all'elevato carry.

Gli spread HY si sono ulteriormente contratti a settembre e i livelli attuali sono molto vicini ai minimi storici. A livello di rating, i titoli con rating CCC del segmento distressed continuano a registrare forti guadagni, molti dei quali concentrati in una manciata di grandi strutture di capitale in sofferenza.

Le emissioni lorde sono state molto forti, soprattutto negli Stati Uniti, con 36,5 miliardi di dollari a settembre, il mese più forte degli ultimi tre anni. Anche in Europa le emissioni sono state imponenti, con 10,4 miliardi di euro lordi e 3,5 miliardi di euro netti a settembre. Il rifinanziamento rappresenta ancora la maggior parte (circa il 75%) dell'attività primaria che, da inizio anno, è stata ben suddivisa tra i titoli con rating BB e B. Solo l'1% delle emissioni da inizio anno è appartenente alla categoria CCC, in quanto il segmento deve ancora affrontare costi di rifinanziamento elevati.

I fattori tecnici del mercato restano favorevoli. Con rendimenti complessivi ancora elevati, l'equilibrio tra acquirenti di rendimenti e venditori di spread mantiene il mercato in relativo equilibrio. È importante notare che il mercato più ampio continua a ridursi, con gli emittenti che cercano capitale dai prestiti a leva e dal credito privato o che vengono promossi a categoria IG. Ciò, unito alla natura generatrice di reddito dell'asset class e ai bassi livelli di nuove emissioni, crea uno squilibrio tra domanda e offerta che contribuisce a contenere gli spread.

Da inizio anno, il mercato HY globale ha registrato un andamento dell'8,4%, un risultato eccezionale in un anno iniziato con timori di recessione, costi di finanziamento elevati e muri di scadenze scoscesi per molti emittenti high yield. In futuro, in assenza di un grave shock di mercato/macroeconomico, il potere del carry di per sé potrebbe permettere all'asset class di continuare a generare rendimenti discreti anche durante un lieve rallentamento economico (atterraggio morbido).

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

### Performance totali high yield

	Spread di credito (bps)	Performance complessiva % (1m)	Performance complessiva % (da inizio anno)
<b>HY USA</b>	303	1,6	8,1
<b>HY Europa</b>	350	1,1	7,0

Fonte: Bloomberg, 30 settembre 2024

## Obbligazioni dei Paesi emergenti

Il mercato in valuta locale ha registrato il terzo mese consecutivo di andamenti positivi, con una performance del 3,4%. Sebbene la performance da inizio anno sia ancora inferiore a quella del mercato societario e sovrano in valuta forte, i rendimenti in valuta locale stanno aumentando: il Forex emergente ha finalmente avuto un po' di tregua da un dollaro USA molto forte, che sta iniziando a mostrare segni di rallentamento, in particolare ora che la Fed ha iniziato il suo ciclo di riduzione dei tassi. All'interno della sottoclass di asset, il mercato valutario asiatico ha guidato la carica in termini di performance.

Nell'ambito del mercato sovrano in valuta forte, abbiamo assistito a un altro mese di performance positive da parte di tutte le regioni, con l'Africa che ha continuato a registrare i rendimenti più elevati da inizio anno. L'America Latina ha sovraperformato l'Asia, il che è l'opposto di quanto abbiamo visto nel mercato delle valute locali, dato il rally del mercato valutari in Asia negli ultimi due mesi. Nel corso del mese gli spread sono stati sostanzialmente più contratti, anche se abbiamo assistito a un certo ampliamento in Angola e in Tagikistan, con spread che, curiosamente, sono risultati marginalmente più ampi nello spazio IG. Ciononostante, i rendimenti dello spazio IG sono stati positivi, così come quelli dell'high yield (rispettivamente 1,3% e 2,4%).

Nello spazio societario, tutti i settori hanno registrato rendimenti positivi, con poche variazioni: il settore con la performance peggiore ha ottenuto l'1,1%, mentre quello con la performance migliore l'1,8%. Il settore immobiliare è ancora in testa ai rendimenti da inizio anno con il 15% e, a nostro avviso, ha il potenziale per crescere ulteriormente, visti i recenti stimoli della Cina.

### Mercato

I fondamentali degli EM continuano a mostarsi solidi sia nel settore sovrano che in quello societario: il mercato sta avendo un po' di tregua dalla Fed statunitense. Il taglio dei tassi a settembre era stato ampiamente previsto. Tuttavia, il mercato era diviso su quale sarebbe stata l'entità del taglio, con un dilemma tra i 25 e i 50 punti base. Ad avere la meglio è stata la seconda opzione. In genere, il ciclo di riduzione dei tassi della Fed è positivo per il debito EM, ma la contrazione degli spread così accentuata potrebbe frenarne il rally. Per un prosieguo di performance brillanti nello spazio EM, gli Stati Uniti dovrebbero raggiungere una qualche forma di atterraggio morbido, altrimenti prevarrebbe un sentimento di avversione al rischio. C'è anche la questione delle elezioni statunitensi che si terranno a novembre, che potrebbero pesare sull'umore degli investitori prima della conclusione, anche se finora non ci sono state forti ripercussioni sul pricing di mercato.

Con la contrazione degli spread nel corso del mese, alcune porzioni del mercato continuano ad apparire molto costose, in particolare lo spazio IG in Asia. Ciononostante, ci troviamo ancora in un periodo di rendimenti elevati rispetto alle norme storiche. In prospettiva, potremmo aspettarci che la valuta locale continui a registrare ottime performance, considerando che le obbligazioni in valuta locale tendono a generare i rendimenti più elevati durante i cicli di riduzione dei tassi della Fed. A questo proposito, potrebbe esserci ancora un discreto margine di manovra per l'FX EM e notiamo un calo di circa il 5% dell'USD negli ultimi tre mesi, come misurato dall'indice DXY.

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	3,4	4,9
<b>Governativi in valuta forte</b>	365	1,8	8,6
<b>Debito corporate in valuta forte</b>	263	1,2	8,5

Fonte: Bloomberg, 30 settembre 2024

## Valute

Il dollaro USA, misurato dall'indice DXY, è sceso dello 0,9% a settembre, portando il rendimento del terzo trimestre al -4.9%. Su base spot, il dollaro è sceso rispetto a tutte le valute dei Paesi del G10 e a quelle della maggior parte dei principali mercati emergenti, ad eccezione del peso argentino e del rublo russo, che hanno continuato a generare performance deludenti.

In generale, la regione più performante è stata l'Asia, con diverse valute che si sono fortemente apprezzate rispetto all'USD. Questa tendenza è in atto da un paio di mesi e, più di recente, è stata alimentata dagli stimoli in Cina. Tuttavia, le valute dell'America Latina sono state tra quelle che hanno beneficiato maggiormente del taglio di 50 punti percentuali dei tassi d'interesse da parte della Fed.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.

## Coppie di valute chiave

	Variazione % (1 m)	Variazione % (da inizio anno)
<b>GBP/USD</b>	1,9	5,1
<b>GBP/EUR</b>	1,1	4,1
<b>EUR/USD</b>	0,8	0,9

Fonte: Bloomberg, 30 settembre 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.