

L'ARGOMENTO DEL MESE

La fiducia
va meritata
Amundi
ASSET MANAGEMENT

MERCATI OBBLIGAZIONARI GLOBALI: I PRINCIPALI MOTORI SONO LA LIQUIDITÀ MONDIALE, LE PROSPETTIVE AMERICANE E LA POLITICA

Amundi Research Center

Finalizzato il 09/11/2018

L'essenziale

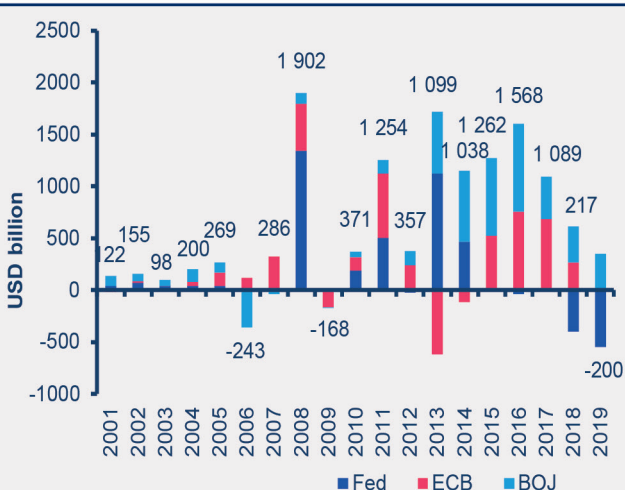
Le prospettive dell'economia americana, il ciclo mondiale della liquidità e la politica saranno i principali motori dei mercati obbligazionari nel 2019. Prevediamo che la crescita americana, finora vigorosa, rallenterà nei prossimi trimestri, ponendo fine alla stretta monetaria della Fed e limitando il rialzo dei rendimenti dei Treasury USA. I rischi geopolitici potrebbero pesare sulla crescita globale e sull'avversione complessiva al rischio dei mercati, spingendo al ribasso i rendimenti obbligazionari dei Paesi core. Vale la pena notare lo status di bene rifugio dei Treasury USA e dei bund tedeschi. La concomitanza dell'aumento dell'offerta di debito USA e della diminuzione delle iniezioni di liquidità della banca centrale avrà un ruolo fondamentale nel determinare i fattori tecnici per i mercati dei titoli di Stato e per quelli delle obbligazioni societarie. In questo contesto gli investitori dovranno aumentare la duration soprattutto negli USA (strategia difensiva) e ridurre il rischio complessivo del loro portafoglio. Rimaniamo prudenti sugli emittenti dei Paesi periferici della zona Euro ed estremamente selettivi sul credito, dove le valutazioni sono compresse soprattutto nel segmento delle obbligazioni societarie di minor qualità (High Yield USA).

Forze divergenti intervengono sui rendimenti delle obbligazioni dei Paesi core: riflettori puntati sulle prospettive americane, sulla Fed e sulla liquidità mondiale.

- **Il rallentamento della crescita americana atteso nel secondo trimestre del 2019 e la pressione contenuta sull'inflazione dovrebbero limitare il rialzo dei tassi di lungo termine nei Paesi sviluppati.** Negli Stati Uniti è prevista la fine della stretta monetaria dopo un altro rialzo dei tassi da parte della Fed a dicembre e due rialzi nel primo semestre del 2019. I membri del FOMC sono sempre più incerti riguardo alle prospettive economiche a partire dal 2020-2021. Uno scenario con tassi a lungo termine più elevati richiederebbe (1) un'espansione economica americana sostenuta per un periodo più lungo, senza forti pressioni sull'inflazione oppure (2) un picco dell'inflazione. Ci sembra piuttosto improbabile che queste due condizioni si realizzino e pensiamo che un eventuale, ulteriore rialzo dei rendimenti obbligazionari USA, indotto da una certa pressione sui salari, potrebbe essere di breve durata e di portata limitata. In Europa i tassi a lungo termine dovrebbero stabilizzarsi con la fine del programma di allentamento quantitativo della BCE e il primo rialzo dei tassi (che tuttavia non è previsto prima del settembre 2019). Prevediamo che la tendenza rialzista dei tassi a lungo termine sarà limitata perché la BCE adotterà una politica molto graduale di rimozione delle misure accomodanti.
- **I fattori tecnici sempre meno favorevoli dovrebbero favorire il rialzo dei tassi e l'ampliamento degli spread ma avere anche un impatto negativo sulla crescita mondiale.** Nel 2019 le iniezioni nette di liquidità da parte delle banche centrali dei Paesi sviluppati diventeranno negative. Al contempo, l'offerta del debito americano salirà in modo consistente per finanziare la politica espansiva dell'amministrazione USA e le obbligazioni in scadenza delle imprese americane fortemente indebitate. Gli investitori non residenti hanno fornito negli ultimi anni un forte sostegno al mercato delle obbligazioni societarie in dollari, ma il contesto è cambiato: gli enormi costi di copertura hanno ridotto l'interesse degli investitori della zona Euro e del Giappone per gli attivi americani. Nel secondo trimestre 2018 gli investitori della zona Euro hanno diminuito per la prima volta in quattro anni le loro partecipazioni nette nei titoli di debito americano, mentre le quote di Treasury USA detenute dal Giappone non sono mai state così basse dal 2011. Pertanto il massiccio aumento delle esigenze di finanziamento in America verrà probabilmente soddisfatto dagli investitori in dollari a scapito dei Paesi emergenti e quindi l'aumento dell'offerta del debito USA potrebbe favorire un rialzo dei tassi; visto che tale rialzo potrebbe acuire i rischi di "downside" per l'economia mondiale, ci aspettiamo delle pressioni rialziste limitate sui rendimenti obbligazionari USA. In Europa,

nonostante la fine dei nuovi acquisti nell'ambito del programma di QE, i fattori tecnici saranno supportati ancora in parte dai volumi robusti dei reinvestimenti della BCE e da un approccio molto graduale che essa quasi certamente adotterà nella normalizzazione dei tassi.

1/ Bilanci delle banche centrali



Fonte: Bloomberg, Amundi Research

2/ USA: emissione netta dei Treasury USA



Fonte: Bloomberg, Amundi Research

Principali convinzioni per i mercati obbligazionari e del credito nel 2019

Il potenziale per un aumento dei tassi USA americani è, a nostro avviso, limitato da numerosi fattori: 1) la forte richiesta di Treasury USA da parte degli investitori in dollari USA 2) il rischio di downside associato allo scenario della crescita mondiale (la sensibilità dei mercati emergenti e della crescita mondiale ai livelli dei tassi USA); e 3) la fase matura del ciclo americano. Nella zona Euro, la BCE si muoverà con cautela sui rialzi dei tassi e l'avversione al rischio probabilmente rimarrà alta. Di conseguenza prevediamo una pressione limitata sui tassi di interesse.

In uno scenario di rialzi limitati, ecco le nostre previsioni:

- **Negli USA: nel primo semestre 2019** i tassi di interesse dovrebbero stabilizzarsi o aumentare solo leggermente perché ci aspettiamo che i rendimenti dei Treasury decennali raggiungano il picco vicino a quello atteso per i Fed fund. In questo scenario, il rendimento dei Treasury decennali dovrebbe aggirarsi nei prossimi mesi attorno ai livelli attuali e la curva USA potrebbe appiattirsi solo leggermente. In termini di segmenti della curva, il segmento a breve-medio termine offrirebbe ancora una combinazione rischio/rendimento interessante rispetto al segmento lungo della curva. Nel secondo semestre 2019 prevediamo invece un leggero rischio di downside dei rendimenti obbligazionari, con un rallentamento della crescita americana e con il raggiungimento dell'obiettivo sulla normalizzazione dei tassi da parte della Fed.

- **In Europa**, la BCE probabilmente manterrà la sua "forward guidance" prudente sui tassi: il primo rialzo non dovrebbe avvenire prima del terzo trimestre 2019, al quale dovrebbe far seguito un lungo periodo di reinvestimenti (da due a tre anni): questo approccio molto graduale dipenderà dai dati (e dalle questioni commerciali/dai rischi politici/dall'impatto dei prezzi del petrolio sull'euro). La BCE dovrà valutare con attenzione la tempistica del primo rialzo dei tassi di interesse perché esso potrebbe avvenire quando la Fed sospenderà il suo ciclo monetario e l'euro si rafforzerà, creando una situazione che potrebbe causare un inasprimento eccessivo delle condizioni finanziarie. Inoltre, nonostante il quadro positivo della crescita, permangono i rischi sul fronte politico (Italia, elezioni europee, Brexit). Per questi motivi ci aspettiamo un rialzo, seppur limitato, dei bund decennali tedeschi. Una BCE accomodante consente di mantenere viva la ricerca dei rendimenti sul segmento della curva due-cinque anni, segmento in cui gli spread italiani offrono maggiori margini di normalizzazione nel caso di uno scontro nel breve termine con l'UE.

Rendimenti dei Treasury decennali - dic 2019

	Intervallo di riferimento (%)
USA	3,1/3,2
Germania	0,55/0,75
Giappone	0,1 / 0,2
Regno Unito	1,7/1,8

Dati al 15 Ottobre 2018

• In un contesto come quello che abbiamo delineato, gli investitori potrebbero prendere in considerazione la possibilità di proteggere i portafogli obbligazionari dal persistente **rischio d'inflazione**.

• **I mercati del credito** offrono una combinazione di fondamentali ancora favorevoli ma di fattori tecnici più negativi, mentre le valutazioni si differenziano in modo più significativo tra gli USA e la zona Euro e tra le obbligazioni di qualità elevata e quelle di grado speculativo. L'effetto leva, le valutazioni e il supporto agli investitori non residenti rappresentano delle sfide soprattutto negli USA. Qui, un certo livello di diversificazione nei confronti del credito strutturato, compresi gli MBS emessi dalle agenzie federali e gli MBS e gli ABS non emessi dalle agenzie potrebbero offrire un valore relativo più interessante agli investitori. I rischi politici e la crescita macroeconomica meno brillante, nonché la fine del CSPP (programma di acquisti delle obbligazioni societarie), rappresentano delle sfide importanti per le imprese europee. Al contempo, le valutazioni appaiono in genere compresse nelle obbligazioni a beta elevato denominate in USD, dove il rischio di una compiacenza del mercato è maggiore nel caso di sorprese negative riguardo ai trend economici e all'inasprimento delle condizioni finanziarie. La preferenza va alle obbligazioni societarie di qualità elevata negli USA (investment grade) con una bassa duration e a un approccio più tattico sulle High Yield in euro e sui titoli finanziari a seconda dell'evoluzione dei rischi politici, mentre i titoli degli emittenti core continuano a dare prova di buona tenuta.

In conclusione, il contesto sinora descritto richiede per l'anno prossimo un approccio attivo e tattico nelle obbligazioni globali. Questa sottoesposizione in termini di duration che ha caratterizzato gran parte del 2018 è stata rimpiazzata da un orientamento più costruttivo sulla duration (neutrale negli Stati Uniti), che funge anche da copertura nei confronti dei rischi globali. Nell'ambito del credito sarà essenziale migliorare la qualità. La rotazione settoriale in un ampio spettro di attivi obbligazionari e la diversificazione del credito (attivi liquidi e illiquidi/debito privato) potrebbe contribuire a creare valore per gli investitori. Visto che la liquidità mondiale è destinata a ridursi, potremmo assistere a episodi di un suo deterioramento sui mercati. Pertanto sarà essenziale concentrarsi sulla gestione della liquidità così da cogliere le opportunità che dovessero presentarsi nel corso dell'anno.

Elementi propulsori positivi	Rischi da monitorare
Il ridimensionamento del rischio politico unitamente a un accordo per una "soft Brexit" favorirebbe la ripresa degli spread delle obbligazioni societarie e dei Paesi periferici nella zona Euro.	Nell'area dei titoli di Stato, una sorpresa positiva sull'inflazione/sulla crescita negli USA e/o un errore politico (la rimozione troppo veloce del QE da parte della BCE o della BoJ) potrebbe spingere al rialzo i tassi di interesse.
Un accordo tra la Cina e gli USA sul commercio favorirebbe il credito mondiale e americano e anche i differenziali dei tassi nella zona Euro.	Nella zona Euro un persistente e crescente rischio politico potrebbe pesare sui Paesi periferici e sulle obbligazioni societarie nonostante un rischio di contagio sinora limitato.
Nel segmento dei titoli di Stato, i rischi sulla crescita e/o sul fronte geopolitico potrebbero supportare la caccia ai beni rifugio.	Sui mercati del credito, i rischi derivano da un inasprimento improvviso e indesiderato delle condizioni finanziarie causato da una sorpresa negativa sulla crescita, soprattutto negli USA dove i livelli di indebitamento sono più elevati.

Obbligazioni dei Mercati Emergenti

Crediamo che dopo un anno difficile le condizioni miglioreranno gradualmente nel 2019. Nella prima parte dell'anno ci attendiamo ancora pressioni su questa classe di attivi perché la Fed continuerà a normalizzare il suo bilancio e ad aumentare i tassi di interesse in una dinamica di minor liquidità che è meno favorevole agli attivi rischiosi. Le vulnerabilità esterne dovranno essere monitorate attentamente nei prossimi mesi perché un inasprimento delle condizioni finanziarie potrebbe provocare tensioni non solo nei Paesi più vulnerabili, responsabili dei rischi idiosincratici nel 2018, ma anche a un livello più generale. **Per quanto riguarda il debito in valuta locale, riteniamo che le valutazioni non siano particolarmente interessanti** e ci aspettiamo che i tassi reali aumentino nel 2019, anche se rimarranno leggermente più bassi rispetto alla media post-tapering. Per quanto riguarda il debito in valuta forte, il nostro livello atteso per lo spread dell'EMBI nel 2019 è vicino ai 400 punti base, un livello leggermente superiore a quello attuale. Visto l'outlook ancora complesso per le valute dei Mercati Emergenti, **la nostra preferenza per il 2019 va ancora al debito in valuta forte**. Per quanto riguarda il secondo semestre 2019, vediamo condizioni più favorevoli sia per le valute forti, sia per quelle locali man mano che ci avviciniamo alla fine della stretta monetaria della Fed. In questo contesto crediamo che le obbligazioni dei Mercati Emergenti torneranno a essere interessanti grazie ai rendimenti interessanti offerti agli investitori. La selezione sarà estremamente importante, con un forte focus sulla sostenibilità del debito, soprattutto nel settore societario. Infine, vale la pena di notare che l'anno prossimo alcuni fattori tecnici potrebbero influenzare questa classe di attivi. In aprile, le obbligazioni cinesi saranno incluse nel Bloomberg Barclays Global Aggregate Index. Gli investitori stranieri ora possiedono solo il 2,3% del terzo maggior mercato obbligazionario del mondo. Inoltre, nel 2019 gli Stati del Consiglio di Cooperazione del Golfo (GCC) saranno inclusi nel JPM EM USD Sovereign Index. L'inclusione del debito sovrano dei Paesi del GCC potrebbe rappresentare un ottimo volano per la regione, forse a scapito dei Paesi high yield. Sia nel caso dell'inclusione di questi Paesi che della Cina, per gli investitori mondiali questo ampliamento della diversificazione offrirà delle opportunità.

Avvertenze

Nell'Unione Europea, questo documento è rivolto ai soli investitori "professionali", come definiti nella Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari ("MiFID"), ai prestatori di servizi di investimento e di qualsiasi altro professionista del settore finanziario, e se del caso in ogni regolamentazione locale e, per quanto riguarda l'offerta in Svizzera, un "investitore qualificato" ai sensi delle disposizioni della legge svizzera sugli investimenti collettivi del 23 giugno 2006 (CISA), dell'ordinanza svizzera sugli investimenti collettivi del 22 novembre 2006 (CISO) e della circolare FINMA 08/08 sulla pubblicità ai sensi della legislazione sugli investimenti collettivi del 20 novembre 2008. In nessun caso questo materiale può essere distribuito nell'Unione Europea a investitori non "professionali", come definiti nella MiFID o in ogni regolamentazione locale, o in Svizzera a investitori che non rispettino la definizione di "investitori qualificati", come definiti nella legislazione applicabile e la regolamentazione. Il presente documento non è rivolto ai cittadini o residenti degli Stati Uniti d'America o a qualsiasi «U.S. Person» come definita nel SEC Regulation S ai sensi del US Securities Act of 1933. Il presente documento non costituisce un'offerta di acquisto o una sollecitazione a vendere un prodotto, e non deve essere considerato come una sollecitazione illegittima o una consulenza d'investimento. Amundi SGR declina ogni responsabilità, diretta o indiretta, che possa derivare dall'uso delle informazioni contenute in questo materiale. Amundi non può in alcun modo essere ritenuta responsabile per qualsiasi decisione o investimento effettuati sulla base delle informazioni contenute in questo materiale. Le informazioni contenute in questo documento sono divulgate su base confidenziale e non possono essere copiate, riprodotte, modificate, tradotte o distribuite senza la previa autorizzazione scritta di Amundi, a qualsiasi terza persona o entità in qualsiasi paese o giurisdizione che potrebbe sottoporre Amundi o uno qualsiasi dei "Fondi" a requisiti di iscrizione all'interno di suddette giurisdizioni o dove potrebbe essere considerato illegittimo. Di conseguenza, questo materiale è destinato alla distribuzione solo in giurisdizioni ove permesso e alle persone che possano riceverlo senza violare requisiti di legge o regolamentari applicabili. Le informazioni contenute in questo documento sono ritenute accurate alla data di pubblicazione. Dati, opinioni e stime possono essere modificati senza preavviso.

Il presente documento è stato predisposto da Amundi, società anonima con capitale di 1.086.262.605 € - Società di gestione approvata dell'AMF N° GP 04000036 - Sede legale: 90, boulevard Pasteur - 75015 Parigi - Francia 437 574 452 RCS Parigi.