

Perché il reddito fisso in USD può essere sempre più interessante per gli investitori europei

- Il reddito fisso statunitense può essere una preziosa fonte di diversificazione per gli investitori europei, ma in passato il costo di copertura dell'esposizione al dollaro statunitense era elevato, neutralizzando questo vantaggio. La situazione è cambiata e il costo della copertura per gli investitori in euro è molto inferiore rispetto al recente passato. Inoltre, prevediamo che tale costo resterà basso.
- Di conseguenza, riteniamo che il mercato statunitense possa rappresentare un'opportunità d'investimento interessante per gli investitori in euro per integrare la componente investita in obbligazioni interne con le obbligazioni statunitensi.



Paresh UPADHYAYA

Director of Currency
Strategy, US
Portfolio Manager



Kevin Choy

Vice President,
Portfolio Manager



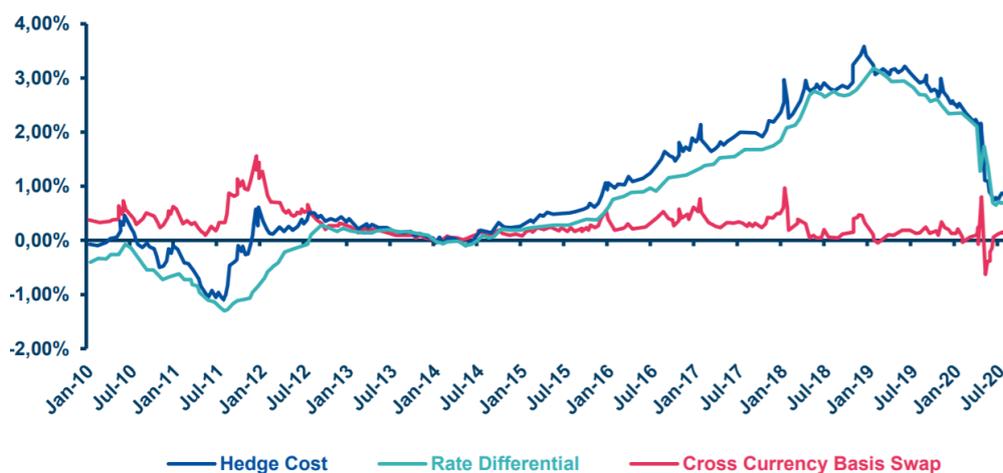
Christine TODD

Head of Fixed Income, US

Il costo della copertura è notevolmente diminuito

Per un investitore europeo, il costo di copertura in EUR delle attività denominate in USD è sceso da un picco elevato del 3,64% verso la fine del 2018 a circa 0,85%, il 27 giugno (-2,79%; Cfr. tabella 1). Si tratta senza dubbio di un cambiamento sostanziale dei costi. Che cosa sta guidando tale cambiamento? Il principale fattore che determina il costo di copertura di un investitore sono i differenziali dei tassi di interesse, fortemente influenzati dalle politiche della Banca Centrale. Alla fine del 2014, i differenziali dei tassi di interesse - e i costi di copertura - hanno iniziato ad aumentare man mano che il Consiglio della Federal Reserve iniziava ad alzare i tassi dal livello zero. Con il passaggio della Fed a una politica monetaria più accomodante nella seconda metà del 2018, i differenziali dei tassi di interesse - e i costi di copertura - hanno iniziato a diminuire. Questa tendenza è notevolmente accelerata di recente, con il taglio dei tassi da parte della Fed e l'attuazione di programmi volti a migliorare la liquidità nei mercati a breve termine per contrastare la reazione del mercato alla pandemia del COVID-19. L'altro fattore che influenza il costo della copertura è il premio per lo swap in USD. Anche questo premio, espresso attraverso il "cross-currency basis swap", è diminuito dal momento che i costi di copertura erano ai livelli massimi.

Tabella 1: I costi di copertura per un investitore in euro sono diminuiti da oltre 3,6% a circa 85 punti base.



Fonte: Bloomberg. Note: Costi di copertura basati su forwards su valute a 3 mesi. Il Cross currency basis swap rappresenta il premio per l'USD. Il costo delle operazioni di copertura è stato elevato il 14 novembre 2018. Ultimi dati al 25 giugno 2020.

Riteniamo che i costi di copertura rimarranno in un range vicino ai recenti bassi livelli

I costi di copertura di USD-EUR e USD-GBP dovrebbero rimanere stabili rispetto ai livelli recenti e, a nostro avviso, non dovrebbero aumentare oltre l'1% fino al 2022. Alla base del nostro outlook favorevole sui costi di copertura vi è un fattore fondamentale e un fattore tecnico. Il fattore fondamentale che dovrebbe fungere da ancoraggio per i tassi di interesse americani è la posizione estremamente accomodante del Consiglio della Federal Reserve. Dopo la riunione del Federal Open Market Committee di giugno, la Fed ha indicato che i tassi dovrebbero rimanere ai livelli attuali fino al 2022. Alla base delle prospettive accomodanti dei tassi vi è la visione economica prudente della Fed secondo cui ci vorrà molto tempo prima che il mercato del lavoro americano si riprenda dall'impatto della pandemia di COVID-19. Il fattore tecnico è che il programma aggressivo di Quantitative Easing (QE) della Fed resta aperto e flessibile, il che contribuirà a tenere a freno i tassi di interesse americani.

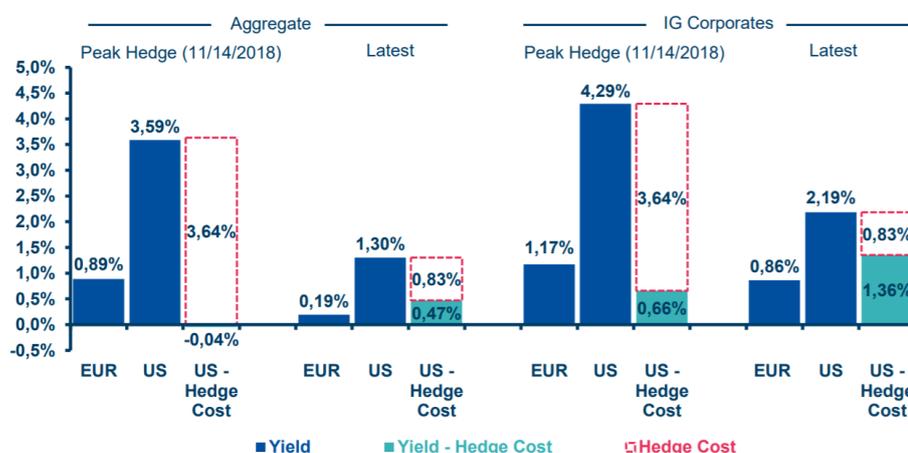
È probabile che i tassi rimangano invariati anche per la Banca centrale europea (BCE) e la Bank of England (BoE). Entrambe le banche centrali si sono impegnate in un QE. La BCE ha inoltre ampliato le operazioni di rifinanziamento a lungo termine (TLTRO) per mantenere i flussi di credito verso le società dell'Eurozona. È probabile che il prossimo anno i tassi di interesse della BCE e della BoE rimangano bassi.

I costi di copertura potrebbero ridursi ulteriormente. Nel 2021, la crescita economica dovrebbe rimbalzare in modo più rapido nell'UE e nel Regno Unito, rispettivamente al 5,5% e al 5,8%, rispetto agli Stati Uniti, che dovrebbero crescere del 4,1%, secondo una recente previsione di consensus di Bloomberg. Anche se non rientra nel nostro scenario base che la BCE abbandoni la sua Politica sui tassi d'interesse negativi (NIRP), implementata per la prima volta nel 2014, i mercati potrebbero iniziare ad anticipare un cambiamento di politica monetaria verso lo zero se entro la fine dell'anno e nella prima metà del 2021 inizieranno ad emergere dati macroeconomici più solidi. Se in prospettiva i mercati iniziassero a valutare un graduale passaggio a zero, ciò potrebbe portare a un ulteriore calo dei costi di copertura, forse a zero il prossimo anno.

Il mercato USA rappresenta una potenziale opportunità di rendimento per l'investitore europeo

Nonostante il recente calo dei tassi d'interesse americani, i rendimenti USA sono ancora significativamente superiori a quelli europei. Ad esempio, l'indice Bloomberg Barclays US Aggregate Bond ha ceduto l'1,30% il 25 giugno e l'indice Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Bond ha ceduto lo 0,19%, con un differenziale di rendimento dell'1,11%. Nell'ambito Investment Grade Corporates, l'indice Bloomberg Barclays US Corporate Bond ha ceduto il 2,19% il 25 giugno e l'indice Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Corporate lo 0,86%, con un differenziale di rendimento del 1,33%. Questi differenziali di rendimento hanno più che compensato il costo recente di una copertura valutaria a 3 mesi, cosa che non si è verificata quando i costi di copertura erano ai livelli massimi verso la fine del 2018 (cfr. grafico 2).

Grafico 2: Rendimenti USA ancora superiori a quelli europei al netto dei costi di copertura



Fonte: Bloomberg, calcoli Amundi. Costi di copertura basati su forwards su valute a 3 mesi. Ultimi dati 25 giugno 2020. Confronto tra Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index e Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Bond Index. Confronto tra Bloomberg Barclays US Corporate Bond Index e Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Corporate Index.

Scomponendo i rendimenti USA ed Euro Corporate nelle loro due componenti primarie - i rendimenti sovrani e gli spread di credito - riteniamo che entrambe le componenti possano fornire supporto al mercato statunitense. I tassi del Tesoro americano sono molto più alti dei tassi dei governi europei, che sono ancora bloccati in territorio negativo. Ad esempio, i rendimenti a 5 anni dei Treasury USA erano pari a 0,33% il 25 giugno, mentre i rendimenti a 5 anni tedeschi erano pari a -0,70%, con una differenza dell'1,03%. La compressione tra i tassi di interesse andrà a vantaggio di un investitore statunitense rispetto a un investitore in euro. Come osservato in precedenza, uno scenario in cui la crescita europea rimbalzi più rapidamente della crescita statunitense nel 2021 e il mercato inizi a prevedere un'eventuale uscita della BCE dal NIRP potrebbe essere un catalizzatore per la compressione dei tassi di interesse.

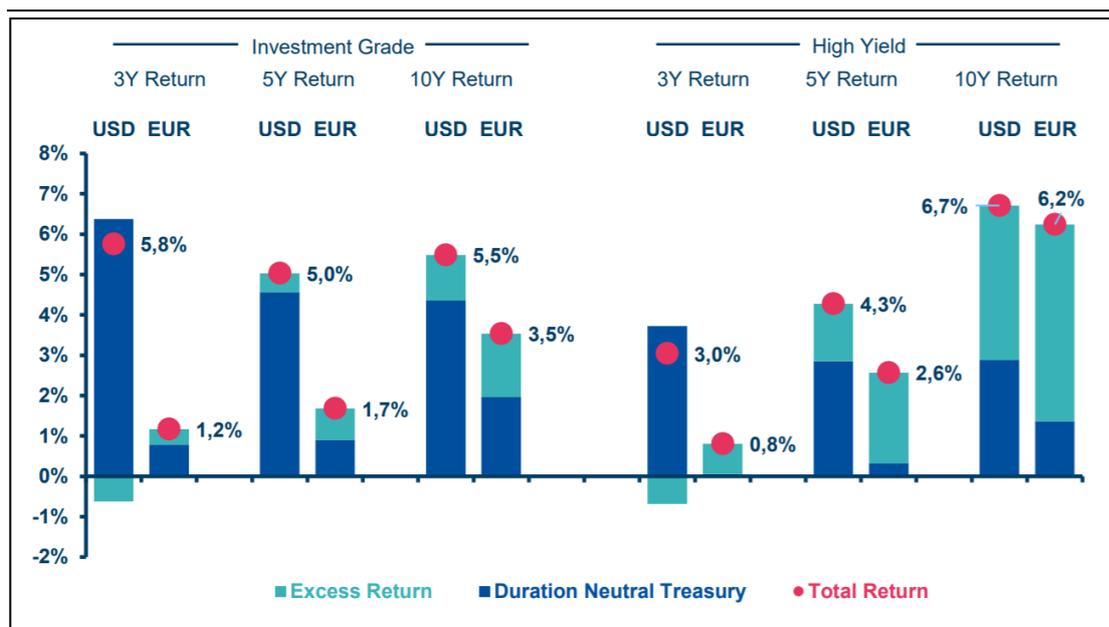
Uno sguardo retrospettivo ai rendimenti Corporate Investment Grade (cfr. grafico 3) mostra che, mentre l'esposizione ai tassi d'interesse statunitensi ha rappresentato un vantaggio relativo per un investitore europeo, il rischio di credito statunitense non è stato così favorevole, in generale in ritardo rispetto all'Europa. Detto questo, c'è il potenziale per invertire questa tendenza. Gli spread di credito negli Stati Uniti sono generalmente più elevati rispetto al mercato europeo, tenendo conto delle differenze nei rating di credito. Riteniamo che una delle ragioni di tale situazione sia il sostegno prolungato che il programma di acquisto di obbligazioni societarie della BCE ha fornito al mercato societario europeo. Dal momento che la Fed sta iniziando a seguire l'esempio della BCE in termini di politiche, il mercato corporate statunitense potrebbe beneficiarne, come ha già fatto il mercato europeo.

"Dal momento che la Fed sta iniziando a seguire l'esempio della Bce in termini di politiche, il mercato corporate statunitense potrebbe trarne vantaggio, come ha già fatto il mercato europeo".

Probabile un'ulteriore compressione degli spread negli Stati Uniti

Riteniamo che la Fed continuerà a svolgere un ruolo determinante nel contribuire a ridurre gli spread di credito. Ciò potrebbe avvenire in due modi. In primo luogo, una convergenza dei tassi di interesse della Fed e della BCE porterebbe a una continua ricerca di rendimenti più elevati. In secondo luogo, il 15 giugno la Fed ha lanciato il Secondary Market Corporate Credit Facility (SMCCF), un'espansione del suo programma di QE che include acquisti di ETF societari e obbligazioni societarie singole. Questo programma dovrebbe avere lo stesso impatto favorevole che ha avuto in Europa con un'ulteriore compressione degli spread. A seguito della recente attuazione di questo programma, prevediamo che nei prossimi mesi gli spread USA continueranno a sovraperformare rispetto all'Europa. Rileviamo un ulteriore vantaggio del SMCCF, che potrebbe aumentare la performance lungo l'intera scala di rating nel medio termine.

Grafico 3: Rendimenti dei mercati Corporate statunitensi ed europei: componente tassi e credito



Fonte: Bloomberg, calcoli Amundi. I dati includono periodi di 3 anni, 5 anni e 10 anni che terminano il 29 maggio 2020. Gli indici utilizzati sono Bloomberg Barclays US Corporate Bond Index, Bloomberg Barclays Euro-Aggregate Corporate Index, Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Bond Index, Bloomberg Barclays Euro High Yield Index.

"I mercati obbligazionari UE e USA non sono perfettamente correlati e, pertanto, gli investitori europei che allocano una parte del loro capitale nei mercati USA potrebbero migliorare il loro profilo di volatilità del portafoglio."

Il mercato statunitense può potenzialmente contribuire a ridurre il livello di rischio in portafoglio

Infine, dati i rendimenti relativamente bassi tra i vari settori, riteniamo che gli investitori dovrebbero non solo cercare strategie di incremento del rendimento per migliorare il potenziale di rendimento stesso, ma anche cercare sempre più caratteristiche che aiutino a ridurre o limitare il rischio di portafoglio. I mercati obbligazionari statunitensi ed europei presentano diversi livelli di esposizione settoriale e diversi gradi di sensibilità ai cambiamenti economici, geopolitici e normativi. Di conseguenza, i due mercati non sono perfettamente correlati e, pertanto, gli investitori europei che destinano una parte del loro capitale nei mercati statunitensi potrebbero migliorare il loro profilo di volatilità del portafoglio (cfr. tabella 4). Inoltre, il mercato statunitense tende ad essere più liquido rispetto a quello euro, un altro fattore che ci porta a credere che il mercato statunitense sia relativamente interessante in questo momento per i mercati europei.

Tabella 4: Correlazioni storiche e volatilità degli indici obbligazionari EUR/USD

	Aggregate			Investment Grade			High Yield		
	EUR	USD	70/30%	EUR	USD	70/30%	EUR	USD	70/30%
3 Anni									
Rendimento	2,42%	5,07%	3,21%	1,17%	5,76%	2,55%	0,81%	3,04%	1,48%
Volatilità	3,53%	3,28%	3,20%	5,07%	6,50%	5,34%	9,51%	8,72%	9,18%
Correlazione			0,64			0,88			0,95
5 Anni									
Rendimento	2,11%	3,94%	2,66%	1,68%	5,03%	2,68%	2,57%	4,27%	3,08%
Volatilità	3,62%	3,14%	3,25%	4,40%	5,64%	4,60%	8,08%	7,93%	7,90%
Correlazione			0,68			0,85			0,92
10 Anni									
Rendimento	3,75%	3,92%	3,80%	3,53%	5,49%	4,12%	6,24%	6,71%	6,38%
Volatilità	3,68%	2,97%	3,22%	4,05%	4,99%	4,13%	8,10%	7,00%	7,60%
Correlazione			0,64			0,80			0,89

Fonte: Bloomberg, calcoli Amundi. I dati includono periodi di 3 anni, 5 anni e 10 anni che terminano il 29 maggio 2020. I rendimenti storici di US Agg e US Corporate non sono coperti. Le statistiche prevedono un ribilanciamento mensile e un mix di 70% EUR e 30% USD. Gli indici utilizzati sono Bloomberg Barclays US Aggregate Bond Index, Bloomberg Barclays Euro Aggregate Bond Index, Bloomberg Barclays US Corporate Bond Index, Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Index, Bloomberg Barclays US Corporate High Yield Bond Index, Bloomberg Barclays Euro High Yield Index.

Conclusioni

Con la prospettiva di una Fed accomodante che manterrà i tassi costantemente bassi nel prossimo futuro, il contesto fondamentale resta costruttivo per la compressione dei rendimenti USA rispetto a quelli europei. Con il netto calo dei costi di copertura dalla fine del 2018 e la nostra aspettativa che resteranno contenuti, crediamo fermamente che il reddito fisso statunitense rimanga potenzialmente interessante per gli investitori esteri, soprattutto europei.

Avvertenze

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenuti sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i Paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento.

Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria.

Data di primo utilizzo: 7 luglio 2020.