

Global Bonds: la chiave per un buon punto di ingresso

- *Nel corso del 2023, l'inflazione vischiosa, la crescita economica migliore del previsto e la maggiore offerta di Treasury hanno colto di sorpresa gli operatori facendo salire i rendimenti a livelli che non si vedevano dai tempi della Grande Crisi Finanziaria*
- *I programmi di QT delle banche centrali rendono i rischi di liquidità meno appetibili, e spingono a valutare segmenti più liquidi dei mercati a reddito fisso quali titoli di Stato, corporate bond investment grade o Mortgage Backed Security negli Stati Uniti*
- *Anche i TIPS rappresentano un ottimo strumento di diversificazione, soprattutto per proteggere i portafogli dal rischio di una ripresa dell'aumento dei prezzi*
- *Specularmente siamo meno esposti al debito high-yield, a quello emergente sub-investment-grade e ai cartolarizzati di minore qualità, che, pur offrendo opportunità nel lungo termine, nel breve e medio periodo non crediamo prezzino sufficientemente i rischi cui potremmo assistere*
- *In un contesto di fine ciclo come quello attuale, l'obbligazionario globale può essere una buona soluzione per un maggiore livello di diversificazione, ma anche per trarre vantaggio dalla dispersione dei rendimenti nei mercati obbligazionari di varie aree geografiche*
- *Nonostante i rischi di cui tenere conto, gli investitori dovrebbero considerare il momento attuale un buon punto di ingresso sul segmento obbligazionario e valutare anche l'allungamento della duration*

A cura di Paul Saint-Pasteur, gestore del Team Global Fixed Income di Payden & Rygel

Milano, 22 novembre 2023 – Il mercato dei bond quest'anno è partito forte, ma la volatilità è stata protagonista. Per capire se il momento attuale, con i relativi rischi di cui tenere conto, offra comunque agli investitori un buon punto di ingresso sul segmento obbligazionario, occorre anzitutto analizzare i fattori che hanno guidato la performance dei mercati nel corso dell'anno e capire cosa li abbia fatti deviare dalle previsioni.

Tre i fattori che hanno colto di sorpresa gli operatori facendo salire i rendimenti a livelli che non si vedevano dai tempi della Grande Crisi Finanziaria, con il rendimento dell'indice obbligazionario globale aggregato con copertura in euro arrivato quasi a toccare il 4%. Il primo fattore è senza dubbio **l'inflazione** che, pur essendo calata, si è rivelata più vischiosa del previsto e ha spinto le banche centrali ad aumentare i tassi al di sopra delle aspettative iniziali. Il secondo è la **crescita** migliore delle previsioni, specialmente negli USA, mentre il terzo è rappresentato dalla **crescente offerta di Treasury**, che ha portato a squilibri tra domanda e offerta nel mercato obbligazionario. Limitarsi a guardare ai rendimenti, pur interessanti rispetto agli standard storici, potrebbe essere semplicistico: l'ideale è **monitorare da vicino l'evoluzione di questi tre fattori**. Ad oggi esistono ancora rischi legati a inflazione, crescita e offerta di Treasury che potrebbero spingere i rendimenti al rialzo, ma dal punto di vista dei ritorni totali, abbiamo un cuscinetto molto più ampio per proteggere gli investimenti obbligazionari. In futuro, le politiche monetarie e gli squilibri tra domanda e offerta di titoli del Tesoro USA potrebbero esercitare una minore pressione al rialzo sui rendimenti. La crescita potrebbe continuare a spingere questi ultimi verso l'alto se si mantenesse solida, ma non possiamo escludere un rallentamento del PIL in futuro, come già si è iniziato a vedere in Europa o nel Regno Unito, con conseguenze in termini di apprezzamento del capitale per le obbligazioni globali. **In un simile contesto di fine ciclo, i rendimenti totali dei bond sono in genere positivi, superiori a quelli della liquidità** e, anche se nel breve restano diverse incertezze, probabilmente quello attuale è un buon momento per iniziare ad allungare la duration.

Un portafoglio aggregato globale può essere la soluzione

Le banche centrali potrebbero aver raggiunto i livelli massimi (o quasi) di questo ciclo di rialzi; forse solo gli Stati Uniti o il Regno Unito, per motivi diversi tra loro, potrebbero optare per uno o due ulteriori aumenti dei

tassi. A nostro avviso, i segnali di rallentamento economico emersi in Europa, Regno Unito, Cina e altre regioni suggeriscono che la stretta monetaria si stia trasmettendo all'economia reale. Gli Stati Uniti, che quest'anno hanno sorpreso molti investitori con la resilienza della loro economia, sono un'eccezione e **pensiamo che la tendenza sarà quella di un rallentamento della crescita a livello globale nel 2024.**

La prosecuzione o l'accelerazione da parte delle banche centrali dei loro programmi di Quantitative Tightening rende i rischi di liquidità meno appetibili, e ci spinge a valutare segmenti *prime* e più liquidi dei mercati a reddito fisso, quali titoli di Stato, corporate bond investment grade o Mortgage Backed Security negli Stati Uniti.

Specularmente **siamo meno esposti al debito high-yield, a quello emergente sub-investment-grade e ai cartolarizzati che si trovano più in basso nello spettro di rating** e che, pur offrendo opportunità nel lungo termine, nel breve e medio periodo non crediamo prezzino sufficientemente i rischi cui potremmo assistere. I TIPS (cioè i Titoli del Tesoro Usa protetti dall'inflazione) rappresentano un ottimo strumento di diversificazione, soprattutto per proteggere i portafogli dal rischio di una ripresa dell'aumento dei prezzi che potrebbe eventualmente verificarsi, ad esempio, nel breve termine a causa di uno shock energetico o nel medio periodo a causa di trend più strutturali come il calo demografico, la decarbonizzazione o la deglobalizzazione. I TIPS presentano valutazioni interessanti e proteggono gli investitori da queste variabili aleatorie rispetto alle obbligazioni nominali tradizionali, pur conservando comunque di queste alcuni vantaggi.

Nella costruzione dei portafogli è inoltre necessario effettuare distinzioni tra le varie asset class. Analizzando l'esposizione ai titoli di Stato e la sensibilità ai tassi d'interesse bisogna tener conto del fatto che con il calo della crescita economica nel Vecchio Continente sia più probabile che i rendimenti si stabilizzino o addirittura diminuiscano; quindi, **saremmo propensi ad allungare la duration e ad avere un'esposizione un po' più elevata ai titoli di Stato nei mercati europei core**, ad esempio.

Dal punto di vista del credito, la situazione è opposta. Il rallentamento della crescita e l'inasprimento delle condizioni di concessione dei prestiti potrebbero esercitare pressioni al rialzo sugli spread del credito in Europa, dando luogo a performance meno brillanti rispetto agli USA.

In ogni caso riteniamo che nel corso del 2024 emergeranno maggiori divergenze a livello regionale rispetto a quanto accaduto nel 2023. Già nella seconda metà di quest'anno, abbiamo visto la crescita economica Usa superare quella di Regno Unito ed Europa e simili divergenze potranno persistere nel 2024. **L'obbligazionario globale può essere una buona soluzione per beneficiare di un maggiore livello di diversificazione**, ma anche per trarre vantaggio dalla dispersione dei rendimenti nei mercati obbligazionari di varie aree geografiche. Pur essendoci ancora molta incertezza sui mercati, crediamo che la combinazione di rendimenti complessivi interessanti e il rischio di un rallentamento economico globale dovrebbe rappresentare una congiuntura favorevole per il reddito fisso, che offre prospettive nel complesso positive per il 2024. Per gli investitori questo rappresenta un buon punto di ingresso sul segmento obbligazionario ed è il momento giusto per prendere in considerazione un allungamento della duration.

Questo materiale è stato approvato da Payden & Rygel Global Limited, società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority del Regno Unito, e da Payden Global SIM S.p.A., società di investimento autorizzata e regolamentata dalla CONSOB italiana.

Questo articolo ha uno scopo puramente illustrativo e non è da intendersi come consulenza fiscale, legale o finanziaria professionale. Vi invitiamo a rivolgervi al vostro consulente fiscale, legale e finanziario per esaminare la vostra situazione specifica. Le dichiarazioni e le opinioni qui riportate sono aggiornate alla data del presente documento e sono soggette a modifiche senza preavviso. Inoltre, le opinioni espresse in questo articolo non sono necessariamente indicative dell'opinione di Payden & Rygel. Questo materiale non può essere riprodotto o distribuito senza l'autorizzazione scritta di Payden & Rygel.

Payden & Rygel

Con oltre 144 miliardi di dollari in gestione, Payden & Rygel è leader nella gestione del risparmio gestito e annovera tra i suoi clienti banche centrali, fondi pensione, imprese di assicurazione, università, banche private e fondazioni di varia

natura. Società di gestione indipendente e non quotata, Payden & Rygel ha sede a Los Angeles con uffici a Boston e hub di gestione a Londra e a Milano.

Per ulteriori informazioni contattare:

BC Communication

Beatrice Cagnoni | Tel: +39 335 5635111 | beatrice.cagnoni@bc-communication.it

Giulia Franzoni | Tel: +39 334 3337 756 | giulia.franzoni@bc-communication.it