**TCW – Reddito fisso: come posizionare il portafoglio se l’economia degli USA inizia a rallentare**

A cura di **Bryan Whalen, CIO Fixed Income, e Tammy Karp, Senior Portfolio Manager, TCW**

Guardando all'economia statunitense nel 2024, il bicchiere è mezzo pieno o mezzo vuoto? I **segnali di un graduale rallentamento sono evidenti: i mercati sembrano aspettarsi chiaramente un atterraggio morbido, ma non sanno dove andare. La recessione resta comunque il nostro scenario di base.** Ci aspettavamo che il rallentamento dell’economia fosse di lunga durata, come la maggior parte dei rallentamenti causati da una stretta monetaria. Questo scenario si sta realizzando. Sono passati circa otto mesi da quando il tasso dei Fed funds ha probabilmente raggiunto il suo massimo. La storia ci dice che **in questo periodo dovrebbe verificarsi una recessione o almeno un forte rallentamento** economico. Anche questa volta sembra non esserci nulla di diverso, ma guardando gli ultimi dati, dobbiamo riconoscere che alcuni settori dell'economia hanno mostrato una forza sorprendente, grazie soprattutto all'impatto degli stimoli fiscali in risposta al Covid di un paio di anni fa. Tuttavia, come emerso dagli ultimi dati sull'occupazione, ci sono segnali che indicano **molta più debolezza rispetto a quanto gli ottimisti e i rialzisti vorrebbero forse credere.**

Economia, un bicchiere mezzo pieno (o vuoto?)  
Rispetto al passato, a questo punto del ciclo, **i fondamentali sono rimasti relativamente stabili, anche se il numero degli upgrade ai rating è decisamente rallentato dopo la pandemia**. In particolare, il rapporto tra upgrade e downgrade, secondo la metodologia di S&P, è risultato inferiore per la prima volta dai livelli del 2020. **Un'altra area di deterioramento è rappresentata dai rapporti di copertura degli interessi** (una misura della capacità delle aziende di onorare i pagamenti del debito), scesi da 13 a circa 10 a causa dell'impatto dei tassi più elevati sui costi di finanziamento.

**I fondamentali delle aziende dovrebbero beneficiare dei tassi in discesa**, se non accompagnati da una recessione. Ma anche in questo caso occorre cautela, perché di solito i tassi più bassi implicano un rallentamento dell'economia. In questo momento il tasso dei Fed funds è a un livello pari a più del doppio di quello che la maggior parte degli economisti ritiene essere il tasso neutrale. Il tasso reale dei Fed funds, invece, tenendo conto dell'inflazione osservata e, in particolare, delle aspettative di inflazione, è al 3%.

I bilanci delle imprese più deboli o di quelle comprese nelle fasce più basse del mercato high yield spesso presentano non poche criticità. **Negli ultimi dodici mesi, il tasso di insolvenza dei titoli high yield ha raggiunto il 4%**, mentre il mercato dei leverage loan (i prestiti erogati a imprese già molto indebitate) ha raggiunto il 6%. Non se ne parla nei titoli dei giornali, ma bisognerebbe incorporare, e molti non amano parlarne, anche le ristrutturazioni. Perché per i creditori, parlare di un default o di una ristrutturazione del debito, è in fondo la stessa cosa.

**I consumatori stanno ancora mostrando una certa forza, che può essere in gran parte attribuita alla performance positiva dei mercati azionari. Vale soprattutto nella fascia più alta dei consumatori**, dove i bilanci familiari sembrano in buono stato, quando i prezzi delle azioni sono ai massimi storici. Nel segmento dei consumatori più basso, invece, si è registrata una forte impennata delle insolvenze sulle carte di credito, sulle morosità nel settore auto e sulle parti di minore qualità del mercato dei mutui.

Sul mercato immobiliare commerciale vediamo un certo stress che dura da anni: non è stato innescato dall'aumento dei tassi, ma dai cambiamenti al nostro stile di vita iniziati durante la pandemia. L'aumento dei tassi ha amplificato le difficoltà in tutti i settori del mercato e ovviamente anche nel segmento immobiliare degli uffici. Anche nel retail stiamo iniziando a vedere qualche segnale di debolezza sul mercato multifamiliare. E questo comincia ad avere degli impatti su molte banche regionali.

Ovviamente la disoccupazione è ancora piuttosto bassa. **In superficie, il tasso di occupazione può sembrare forte, ma guardando in profondità, praticamente tutto il resto mostra segnali di fragilità**. **Nell'indagine sulle famiglie, non solo abbiamo assistito a una stagnazione dell'occupazione**, ma anche a numerosi indicatori di debolezza, come il **numero di dipendenti temporanei in calo** e **i salari in diminuzione**.

Le opportunità sul mercato  
Se l'economia è in potenziale rallentamento, dove trovare valore sul mercato del credito? Quando gli spread sono molto stretti, i rendimenti diventano interessanti. Questo, a nostro avviso, depone **a favore delle strategie di ricerca di rendimento**. Oggi si possono acquistare titoli societari a due o tre anni con un rendimento superiore al 5%, che è quasi lo stesso rendimento dei titoli societari a 30 anni, perché le curve sono molto piatte. I mercati offrono un discreto flusso cedolare e per tutti questi motivi conviene stare nella parte anteriore della curva. Al di fuori delle obbligazioni societarie, vediamo molto valore anche nel mercato delle ABS che vengono scambiate a spread.

Nonostante la cautela sull'andamento dell’economia, vogliamo **aumentare l’esposizione dei nostri portafogli alle obbligazioni societarie sottopesate in passato**. L'unica cosa su cui siamo più sicuri rispetto al semplice rallentamento dell'economia è che il percorso nei prossimi dodici o diciotto mesi non sarà privo di volatilità. In questo momento, le aspettative di base prevedono un atterraggio morbido, con l'inflazione che continua a scendere e l'economia che continua a tenere. Ma pensiamo che sia uno scenario improbabile. Ancora più inverosimile è che questo andamento sia privo di sbalzi.