

Obbligazioni sotto i riflettori

Dolcetto o scherzetto? Tagli dei tassi sullo sfondo dei rischi elettorali

Autore



Pilar Gómez-Bravo, CFA
Co-CIO, Fixed Income

Riteniamo che la sfida maggiore per gli investitori potrebbe arrivare da una vittoria dei Repubblicani sia alla Camera che al Senato. ▲

In breve

- L'esito delle elezioni statunitensi e i rischi geopolitici continuano ad alimentare l'incertezza e a porre rischi estremi
- Le prospettive macroeconomiche appaiono favorevoli grazie all'allentamento delle politiche delle banche centrali e alla solidità dei fondamentali
- I portafogli hanno un posizionamento difensivo ma sono pronti a trarre vantaggio da opportunità idiosincriche

Con le elezioni statunitensi e Halloween ormai alle porte l'incertezza sembra l'unica certezza. Anche se il risultato elettorale non è finora mai stato un driver decisivo per i mercati, le implicazioni sono chiaramente diverse se dovesse vincere un candidato piuttosto che l'altro. Ma fino ad allora possiamo solo avanzare delle ipotesi sulle probabili conseguenze in termini di politica fiscale e monetaria e, pertanto, per i mercati e le prospettive macroeconomiche.

In generale, ci pare probabile che Kamala Harris segni una certa continuità con Joe Biden mentre gli effetti di un secondo mandato di Donald Trump sono meno chiari. Anche dopo il risultato, l'incertezza potrebbe continuare se l'esito venisse contestato. Riteniamo che la sfida maggiore per gli investitori potrebbe arrivare da una vittoria dei Repubblicani sia alla Camera che al Senato perché questo metterebbe a rischio l'indipendenza della Federal Reserve statunitense.

Visto che la volatilità potrebbe aumentare con l'approssimarsi delle elezioni, e anche successivamente, appare quanto mai opportuno posizionare i portafogli in modo difensivo. Una volta che conosceremo l'esito del voto, crediamo che si apriranno delle opportunità per gli investitori pronti a posizionarsi di conseguenza, in particolare nei mercati emergenti, sul dollaro statunitense, sulla duration e sulla curva dei rendimenti nonché con esposizioni azionarie.

La situazione geopolitica continua a presentare rischi di eventi estremi

Lo scenario geopolitico è sempre una fonte di rischio ma gli investitori tendono a sottostimarne finché non si verifica un'escalation. Al momento nel mondo sono tre i focolai in cui potrebbe avvenire un'escalation geopolitica. Innanzitutto, quella tra Russia e Ucraina sembra profilarsi come una guerra prolungata dove è difficile prefigurare un esito immediato. Sfortunatamente, questa situazione continuerà a penalizzare l'Europa e i paesi più vicini al conflitto. Poi ci sono i tragici eventi in Medio Oriente, che rappresentano il maggiore rischio geopolitico del momento. Questo soprattutto per via delle preoccupazioni su Israele e la potenziale escalation con l'Iran, in particolare se si considerano le strutture petrolifere e nucleari iraniane. Da ultimo, anche se momentaneamente in sordina, rimane il rischio geopolitico derivante dalla posizione politica della Cina su Taiwan. Queste minacce geopolitiche rappresentano grandi rischi estremi, in particolare rischi di shock inflazionistici, e pertanto riteniamo opportuno considerare l'inserimento di coperture, come i Treasury Inflation Protected Security (TIPS) statunitensi, o mettere al riparo eventuali sottopesi sul dollaro statunitense.



Le maggiori anomalie di mercato possono offrire più opportunità di generazione di alpha per i gestori attivi. ▲

Le prospettive macroeconomiche per il 2025 appaiono favorevoli

Man mano che ci avviciniamo alla fine del 2024 i nostri pensieri si orientano verso le prospettive per il 2025. Per quanto riguarda lo scenario macroeconomico, riflettiamo su quattro temi: l'evoluzione dell'inflazione, l'evoluzione della crescita, la politica monetaria e la politica fiscale. Se consideriamo questi quattro elementi, emerge un quadro macroeconomico compatibile con un atterraggio morbido. Tuttavia, visto l'attuale livello delle valutazioni siamo più attratti da esposizioni di qualità superiore e più difensive.

L'inflazione è scesa sensibilmente dai suoi massimi ma i rischi restano. Benché non scorgiamo ragioni strutturali per un aumento marcato dell'inflazione, i rischi idiosincratici come shock sulla catena di fornitura del petrolio, dazi, guerre commerciali e disastri naturali potrebbero causare un'improvvisa impennata dei prezzi.

Le prospettive per la crescita sono ormai sempre più correlate con il mercato del lavoro. La Fed ha detto chiaramente di stare monitorando il mercato del lavoro, quindi osserveremo attentamente i dati sull'occupazione e ci affideremo agli analisti della nostra piattaforma di ricerca globale per cercare di comprendere, partendo dalle singole società, come potrebbero muoversi i dati macroeconomici in futuro.

La politica monetaria mondiale è più coordinata ora che le banche centrali dei mercati sviluppati e alcune banche centrali dei mercati emergenti stanno gradualmente allentando le loro politiche. A nostro parere non siamo agli esordi di un ciclo di allentamento aggressivo perché le economie sono ancora in crescita e ci troviamo in una situazione di disinflazione più che di deflazione. Prevediamo quindi una lenta normalizzazione dei tassi di riferimento per gran parte dei paesi, ad eccezione del Giappone, dove la banca centrale sta attuando una stretta.

La situazione fiscale pone un interrogativo più grande. Se i deficit di bilancio si traducono in una maggiore produttività, allora l'inflazione dovrebbe rimanere sotto controllo e non ci sarebbero grandi spinte per un aumento dei tassi. D'altro canto, se la spesa fiscale non è produttiva, i rischi di inflazione aumenterebbero mettendo in allarme le banche centrali. Tornando alle elezioni statunitensi, sembra che nessuno dei due candidati sia intenzionato a ridurre il deficit fiscale e le differenze riguardano più che altro la composizione del deficit.

Posizionamento del portafoglio

Da queste prospettive incerte arrivano notizie positive per gli investitori obbligazionari, specialmente quelli con un universo molto ampio: le maggiori anomalie di mercato possono offrire più opportunità di generazione di alpha per i gestori attivi. La selezione bottom-up dei titoli diventa ancora più preziosa in tempi di aumentata dispersione delle quotazioni e maggiore volatilità. Ci saranno vincitori e vinti dopo le elezioni statunitensi e con il rallentamento delle economie. In un'ottica top-down siamo posizionati in modo globalmente difensivo. La nostra allocazione complessiva nei mercati del credito è legata alla fase di rallentamento del ciclo del credito nella quale crediamo di trovarci. Ci aspettiamo un aumento di volatilità e dispersione e pertanto deteniamo un'esposizione significativa a obbligazioni liquide per potere sfruttare eventuali opportunità che si presenteranno sul mercato.

Investment grade

Manteniamo un sovrappeso sui mercati del credito e, in un contesto di bassa crescita e bassa inflazione, prediligiamo il segmento investment grade (IG). I bilanci aziendali si confermano robusti anche a fronte di tassi superiori e i fondamentali creditizi di gran parte delle società investment grade sono relativamente solidi. Gli spread IG non erano così contratti da molti anni ma i tassi elevati garantiscono ancora un rendimento relativamente interessante a questa asset class, che continua quindi ad attrarre fondi. Anche se le valutazioni appaiono onerose, gli spread IG potrebbero rimanere ristretti per un periodo prolungato, a meno che non si verifichi un cambiamento nel quadro macro fondamentale, ad esempio dovuto ai timori per un passaggio da una fase di rallentamento a una di recessione anziché da un rallentamento a una ripresa o espansione. Per il momento non scorgiamo alcun fattore che potrebbe determinare un significativo allargamento degli spread.



Rimaniamo pronti a trarre vantaggio da opportunità di asset allocation nei mercati obbligazionari globali. ▲

All'interno del segmento investment grade siamo cauti con le nostre esposizioni regionali. Intravediamo opportunità nell'immobiliare europeo se il ciclo di tagli dei tassi dovesse continuare. Questo settore è stato penalizzato dal ciclo di rialzi ma dovrebbe trovare sostegno nei tagli operati dalla Banca centrale europea. Abbiamo ridotto la nostra esposizione al settore finanziario per via della compressione delle valutazioni e dell'aumentato rischio di ampliamento degli spread. Manteniamo un sottopeso sui titoli ciclici, come il settore dell'automobile. Negli Stati Uniti ci siamo tenuti alla larga dal tratto a lunga delle curve dei rendimenti, che sono piatte e non presentano un significativo potenziale di rialzo. Preferiamo le società di beni strumentali con asset reali e quelle che generano cash flow indicizzati all'inflazione.

High yield

Gli investitori high yield si sono riversati su duration brevi, convinti dalla buona probabilità che i flussi di cassa a breve termine ripaghino il debito. I rendimenti disponibili in questo mercato sono interessanti e i fondamentali sono migliorati rispetto all'ultimo ciclo: si tratta quindi di un'area che monitoriamo. Il credito con rating BB ci sembra costoso ma riusciamo ancora a scorgere opportunità idiosincriche guidate dalla ricerca nel credito high yield di breve duration. Dato il basso livello degli spread, la nostra esposizione all'high yield è ridotta ma ci teniamo pronti ad aggiungere rischio quando si presenteranno delle opportunità.

Debito dei mercati emergenti

I mercati emergenti stanno offrendo opportunità nei crediti crossover in paesi con valuta forte che presentano una bilancia dei pagamenti positiva, buoni profili con l'estero e che dovrebbero beneficiare del miglioramento strutturale indipendentemente dall'esito delle elezioni statunitensi. Finché non conosceremo il risultato elettorale sarà difficile impegnarsi a investire di più nell'asset class visto il potenziale aumento della volatilità legato alla possibile introduzione di dazi con l'amministrazione Trump.

Duration

Con le banche centrali apparentemente impegnate a tagliare i tassi, la maggiore opportunità sta nel sovrappesare strategicamente la duration. Con l'avvio dei cicli di allentamento, crediamo che gli investitori dovrebbero cercare di allontanarsi da liquidità e duration brevi per spostarsi verso duration più lunghe. Storicamente, dato il livello elevato dei rendimenti di partenza nei mercati obbligazionari, ci aspettiamo rendimenti totali superiori a quelli della liquidità se le banche centrali continueranno a tagliare i tassi, oltre ai classici vantaggi di reddito e diversificazione. Questo è vero soprattutto per gli investitori con un universo globale che possono investire in più di una curva dei rendimenti. È importante notare che la nostra esposizione di duration e al debito pubblico è diversificata a livello globale e non concentrata negli Stati Uniti. Manteniamo un sovrappeso di duration negli Stati Uniti ma lo abbiamo ridotto e abbiamo spostato la nostra esposizione di duration verso mercati nei quali prevediamo tagli dei tassi che non sono scontati nelle valutazioni, tra cui Europa, Corea e Canada.

Conclusioni

Rimaniamo pronti a trarre vantaggio da opportunità di asset allocation nei mercati obbligazionari globali in un periodo di volatilità e dispersione potenzialmente superiori. Ci concentriamo inoltre sul valore aggiunto e sulle opportunità offerte dalla selezione attiva dei titoli e dal rischio idiosincricato, come rilevato dalla nostra piattaforma globale e approfondita. Dati i continui rischi estremi sul fronte geopolitico, abbiamo sfruttato i bassi spread creditizi e la bassa volatilità per investire in coperture convenienti dei rischi estremi. Crediamo che sia opportuno adottare un approccio prudente con una asset allocation diversificata in considerazione delle potenziali conseguenze significative di tali sviluppi sui mercati di energia e materie prime, commercio globale e catene di fornitura. ▲



Gli investimenti in obbligazioni possono perdere valore per effetto di una riduzione effettiva o percepita della qualità creditizia dell'emittente, del mutuatario, della controparte o di un altro soggetto responsabile del pagamento, della garanzia sottostante o della variazione delle condizioni economiche, politiche, specifiche dell'emittente o di altre condizioni. Alcune tipologie di strumenti obbligazionari possono essere più sensibili a tali fattori e pertanto più volatili. Gli strumenti di debito comportano inoltre un rischio di tasso d'interesse (all'aumentare dei tassi di norma i prezzi diminuiscono). Di conseguenza, in periodi di rialzo dei tassi il valore del portafoglio può diminuire. Le opinioni espresse sono quelle del o degli autori e sono soggette a modifica in qualsiasi momento. Tali opinioni sono fornite a mero scopo informativo e non devono essere considerate una raccomandazione sulla quale basare l'acquisto di titoli né una sollecitazione o una consulenza d'investimento. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino.

Le opinioni espresse sono quelle del o degli autori e sono soggette a modifica in qualsiasi momento. Tali opinioni sono fornite a mero scopo informativo e non devono essere considerate una raccomandazione sulla quale basare l'acquisto di titoli né una sollecitazione o una consulenza d'investimento. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni si avverino. I rendimenti passati non sono una garanzia dei risultati futuri.

Publicato negli **Stati Uniti** da MFS Institutional Advisors, Inc., una società di consulenza d'investimento con sede negli Stati Uniti e filiale di Massachusetts Financial Services Company ("MFS"). Publicato in **Canada** da MFS Investment Management Canada Limited. MFS Institutional Advisors, Inc. fornisce taluni servizi di sub-consulenza a tutti i portafogli di MFS Investment Management Canada Limited, tra cui la gestione discrezionale degli investimenti per i portafogli non canadesi o per le componenti dei portafogli. Ai sensi di un contratto di sub-consulenza concluso tra MFS Institutional Advisors, Inc. ed MFS Investment Management Canada Limited, MFS offre consulenza d'investimento in virtù di esenzioni legali o agevolazioni normative, ove applicabile. Tale consulenza viene resa fuori dal Canada e alcuni membri del team potrebbero non essere registrati ad alcun titolo presso le autorità di vigilanza canadesi competenti. **Nota per i lettori di Regno Unito e Svizzera:** pubblicato nel Regno Unito e in Svizzera da MFS International (U.K.) Limited ("MIL UK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) registrata in Inghilterra e Galles con numero 03062718, e autorizzata e soggetta alla vigilanza della Financial Conduct Authority britannica, che sorveglia sulla conduzione delle sue attività di investimento. MIL UK, una controllata indiretta di MFS®, con sede legale in One Carter Lane, Londra, EC4V 5ER. **Nota per i lettori europei (esclusi quelli di Regno Unito e Svizzera):** pubblicato in **Europa** da MFS Investment Management (Lux) S.à r.l. (MFS Lux) – autorizzata ai sensi del diritto lussemburghese come società di gestione di Fondi con sede in Lussemburgo. La società fornisce prodotti e servizi di investimento agli investitori istituzionali e ha sede legale come S.a.r.l. al 4 Rue Albert Borschette, Lussemburgo L-1246. Tel.: 352 2826 12800. Questo materiale non deve essere diffuso o distribuito a persone diverse dagli investitori professionali (nei termini consentiti dalla normativa locale) e non deve essere utilizzato o distribuito in nessun caso, laddove tale utilizzo o distribuzione contravenga alla normativa locale. Publicato a **Hong Kong** da MFS International (Hong Kong) Limited ("MIL HK"), una private limited company (società a responsabilità limitata) autorizzata e soggetta alla vigilanza della Hong Kong Securities and Futures Commission (la "SFC"). MIL HK è interamente e indirettamente controllata da Massachusetts Financial Services Company, consulente finanziario e sponsor di fondi con sede negli Stati Uniti e registrato presso la Securities and Exchange Commission statunitense. MIL HK è autorizzata a negoziare in titoli e a svolgere attività di gestione patrimoniale, oltre che a fornire taluni servizi di investimento a "investitori professionali", come definiti nella Securities and Futures Ordinance ("SFO"). Publicato a **Singapore** da MFS International Singapore Pte. Ltd., una società a responsabilità limitata registrata a Singapore con numero 201228809M, autorizzata e regolamentata dalla Monetary Authority of Singapore. Publicato in **Giappone:** MFS Investment Management K.K., è iscritta come società di gestione di strumenti finanziari (Financial Instruments Business Operator) presso Kanto Local Finance Bureau (FIBO) con numero 312, fa parte dell'Investment Trust Association giapponese e della Japan Investment Advisers Association. Dato che le spese a carico degli investitori variano in base a diversi fattori, come la tipologia di prodotti e servizi, il periodo di investimento e le condizioni di mercato, non è possibile indicarne in anticipo l'importo totale né i metodi di calcolo. Tutti gli investimenti comportano dei rischi, incluso quello di fluttuazione dei mercati, ed è possibile che gli investitori perdano il capitale investito. Gli investitori devono ottenere e leggere attentamente il prospetto informativo e/o il documento previsto dall'Articolo 37-3 del Financial Instruments and Exchange Act prima di sottoscrivere l'investimento. **Per gli investitori professionali in Australia:** MFS International Australia Pty Ltd ("MFS Australia") (ABN 68 607 579 537) è registrata con numero di licenza per servizi finanziari 485343. MFS Australia è soggetta alla vigilanza della Securities and Investments Commission australiana. **Per gli investitori professionali in Cina –** MFS Financial Management Consulting (Shanghai) Co., Ltd. 2801-12, 28th Floor, 100 Century Avenue, Shanghai World Financial Center, Shanghai Pilot Free Trade Zone, 200120, China, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria. Questo materiale è rivolto a professionisti dell'investimento per uso informativo generale, senza alcuna considerazione per gli obiettivi di investimento specifici, la situazione finanziaria e le esigenze particolari di una persona specifica. I titoli e/o i settori menzionati nel presente documento sono riportati a mero titolo esemplificativo e non devono essere interpretati come una raccomandazione d'investimento. L'investimento comporta un rischio. I rendimenti passati non sono indicativi dei risultati futuri. Le informazioni contenute nel presente documento non possono essere copiate, riprodotte o ridistribuite senza l'esplicito consenso di MFS Investment Management ("MFS"). Per quanto siano considerate accurate, tali informazioni potrebbero essere soggette a modifiche senza preavviso. MFS non garantisce o dichiara che siano esenti da errori o omissioni o che siano adatte all'uso previsto da parte di una persona specifica. Fatta salva l'impossibilità di escludere qualsiasi responsabilità ai sensi di legge, MFS non si assume alcuna responsabilità per eventuali inesattezze o per le decisioni d'investimento o per qualsiasi altra azione intrapresa da qualsiasi persona sulla base del materiale incluso in questo documento. MFS non autorizza la distribuzione di questo documento a investitori retail. Salvo indicazioni contrarie, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi registrati di MFS e delle sue affiliate e possono essere depositati in alcuni paesi.