

ANALISI STRATEGIE  
di Carlo De Luca

# RISCHIE OPPORTUNITÀ SUL MERCATO OBBLIGAZIONARIO

Da qui a fine anno le opportunità di guadagno saranno probabilmente soprattutto sul reddito fisso. Delle asset class obbligazionarie a disposizione in questo momento sono da privilegiare governativi e corporate che pagano un rendimento che va dal 3,9 al 5,9% annuo.

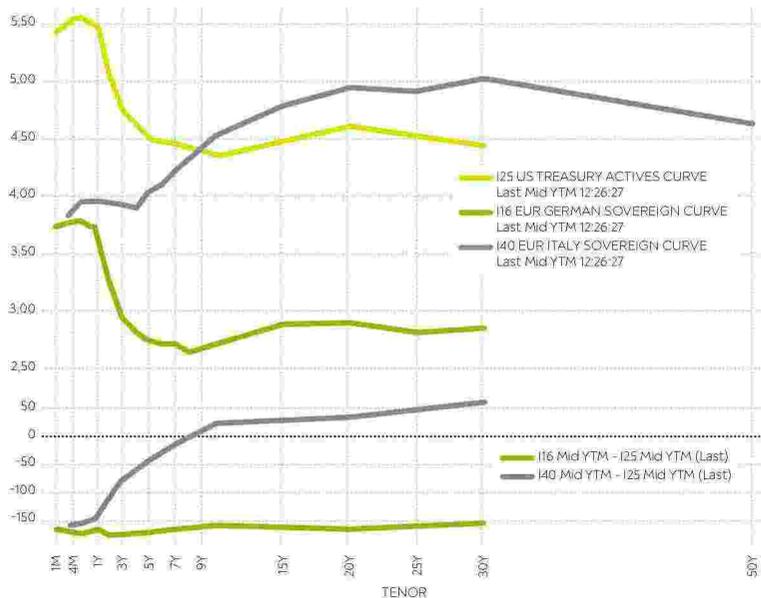
**S**e nel corso del 2023 il mercato azionario (soprattutto americano) ha fatto guadagnare in termini di performance, da qualche mese ha raggiunto valutazioni talmente elevate da giustificare una 'virata' verso l'obbligazionario. Le opportunità di guadagno di qui ai prossimi mesi (fine anno) saranno probabilmente soprattutto sul reddito fisso ma si potrà rientrare nell'azionario già nel 2024.

Le ragioni sono le seguenti. I tassi di interesse, secondo la maggior parte degli osservatori, dovrebbero aver ormai raggiunto il loro picco con l'ultimo aumento da parte della Bce. Ora è previsto un rallentamento, anche se per un'inversione di trend bisognerà attendere la seconda metà del 2024. Questo significa che benché nel breve periodo i rendimenti dei bond (che dovranno adeguarsi ai nuovi tassi) dovrebbero aumentare, nel lungo, con il taglio del costo del denaro previsto per il secondo semestre 2024, a beneficiare del nuovo scenario sarà soprattutto la componente azionaria.

## BOND-PICKING

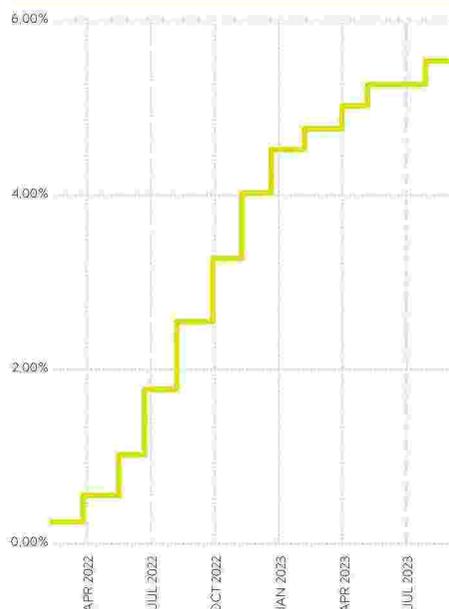
Delle asset class obbligazionarie a disposizione (titoli di Stato, corporate bond, high yield, titoli subordinati, emerging market in valuta forte ed emerging market in valuta locale) in questo momento sono da privilegiare solo quelle con rischio minore (governativi e corporate) che pagano un rendimento che va dal 3,9 al 5,9% annuo. Perché, infatti, ora che le banche centrali hanno quasi completato la loro azione di tightening dovremmo correre dei rischi eccessivi quando in questo momento il mercato riconosce degli ottimi rendimenti su titoli BB o BBB di emittenti solidi? In un'ottica multi-asset sappiamo che non sarà lontano (2024) il momento in cui dovremo ▶

**CURVE DEI RENDIMENTI A SCADENZA DEI TITOLI DI STATO**



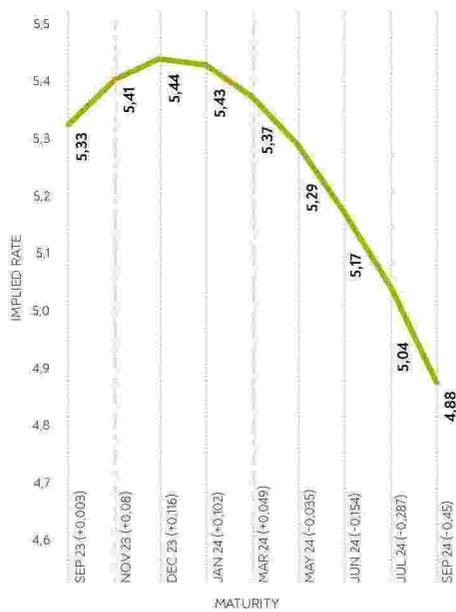
Fonte: Bloomberg.

**ANDAMENTO DEI TASSI DELLA FED**



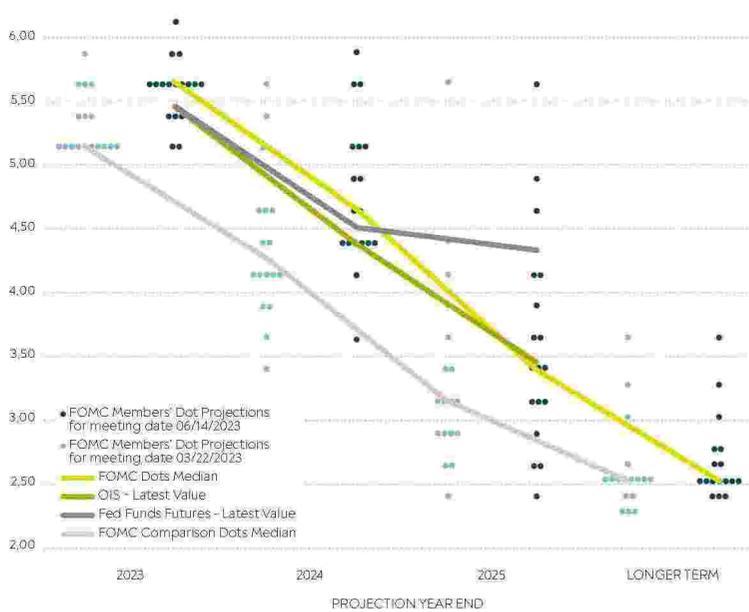
Fonte: Bloomberg.

**WIRP - PREVISIONI TASSI INTERESSE US**



Fonte: Bloomberg.

**PREVISIONI GOVERNATORI US SULLE PROPRIE SCELTE DEI TASSI**



Fonte: Bloomberg.

ANALISI **STRATEGIE**

## PRESTO POTREMMO ASSISTERE A UNA 'NORMALIZZAZIONE' O APPIATTIMENTO DELLA CURVA DEI RENDIMENTI GRAZIE A UNA RIDUZIONE DEI TASSI A BREVE

spostarci nuovamente sulla componente azionaria a maggior valore prospettico (robotica, alternative energy, biotech). In particolare, un portafoglio obbligazionario composto da titoli governativi di breve termine (da 1 mese a 1 anno) può essere sfruttato come parcheggio liquidità, mentre per tutto ciò che è non governativo una possibilità è selezionare il credito corporate con scadenze medie di 3-4 anni con un rating investment grade un paio di notch sopra gli high yield (doppia o tripla B) con rendimenti tra 3,5 e 4,5% a 3 anni e che non presentino né rischio tassi né rischio credito (Ansaldo e Saipem su Italia, Fraport, Volkswagen Hochtief, Metro, Heidelberg in Germania).

Cosa non inserire in portafoglio in questo momento? Sicuramente titoli high yield (a rischio insolvenza e liquidità e il cui spread con i titoli BBB non li rende appetibili), obbligazioni bancarie subordinate (consapevoli che, se ci dovesse essere un credit crunch e una crisi immobiliare le banche sarebbero le prime a pagarne lo scotto), titoli emerging market (sia in valuta forte che in valuta locale), obbligazioni a tasso variabile (inflation-linked inclusi) e titoli denominati in dollari.

### CURVA DEI RENDIMENTI

Dal punto di vista dei movimenti della curva dei rendimenti, essendo ormai a fine ciclo rialzista, l'inversione della curva potrebbe presto rientrare ovvero potremmo assistere a una sua 'normalizzazione' o appiattimento o grazie a una riduzione dei tassi a breve (a seguito dei tagli che compiranno le banche centrali) oppure se, sulle

attese di mercato, si alzerà la parte medio-lunga della curva. Questo fenomeno, che potrebbe essere particolarmente accentuato soprattutto per i titoli Usa e tedeschi) ci spinge anche a non escludere un aumento delle probabilità di default (gli analisti di S&P Global Ratings stimano che il tasso di default delle società europee speculative grade a 12 mesi possa raggiungere il 3,6% entro marzo 2024, dal 2,8% di marzo 2023). Da evitare anche i bond denominati in dollari poiché eventuali profitti derivanti dai flussi cedolari rischierebbero di essere erosi dalla svalutazione del dollaro in seguito ai continui aumenti dei tassi da parte della Fed. Si stima che l'inflazione si possa stabilizzare e che la riduzione dei tassi possa già iniziare nel 2024. Pertanto, con questo scenario, il tasso di cambio EUR/USD potrebbe muoversi verso il livello 1,15.

Analizzando le curve dei rendimenti dei titoli di Stato americani ed europei, sono da prediligere pertanto investimenti in BTP fino a 4 mesi, collocandosi sulla parte breve della curva.

La scommessa ora è capire se ci sarà più o meno inflazione. Meglio non rischiare sulla parte medio-lunga ma restare su quella breve. Il consiglio è rimanere investiti sia in obbligazioni molto sotto la pari (con flusso cedolare basso) ma utili in quanto sfruttando il loro potenziale upside sono considerati 'redditi diversi' da portare eventualmente in compensazione su perdite in conto capitale, sia in titoli che offrono un flusso cedolare compreso tra il 3 e il 5% annuo con scadenze comprese tra i 3 e i 4 anni. ■



L'OPINIONE  
DI



**SUBHASH GANGA**

Portfolio manager, Asia e mercati emergenti, PIMCO

## PERCHÉ INDIA E INDONESIA SONO DESTINATE A ESSERE LEADER ECONOMICI GLOBALI

Nel 2013, l'India e l'Indonesia erano notoriamente annoverate tra le cosiddette "Cinque fragili", economie dei mercati emergenti che dipendono in larga misura dagli investimenti esteri per finanziare la crescita: i due Paesi sono ora visti come astri secolari in ascesa in un contesto economico globale difficile. Secondo l'OCSE, **la crescita dell'India dovrebbe superare quella della Cina quest'anno e il prossimo, con l'Indonesia che segue al terzo posto** tra le principali economie. Nel 2023, l'OCSE prevede che l'India crescerà del 6%, la Cina del 5,4% e l'Indonesia del 4,7%, mentre l'economia globale del 2,7%.

In un orizzonte secolare, **prevediamo una crescita annua del PIL reale del 6-7% per l'India e del 5-6% per l'Indonesia**,

grazie a una governance sempre orientata alle riforme e alla stabilità macroeconomica. Entrambi i Paesi, con una popolazione complessiva di 1,7 miliardi di persone, beneficiano di una demografia più giovane rispetto al rapido invecchiamento della popolazione cinese e dei Paesi sviluppati. Nonostante l'incertezza delle condizioni esterne, **India e Indonesia hanno gestito efficacemente l'inflazione e il finanziamento fiscale**.

In questo contesto, vediamo un margine di apprezzamento della valuta e di sovraperformance della crescita, e un maggiore afflusso di capitali.