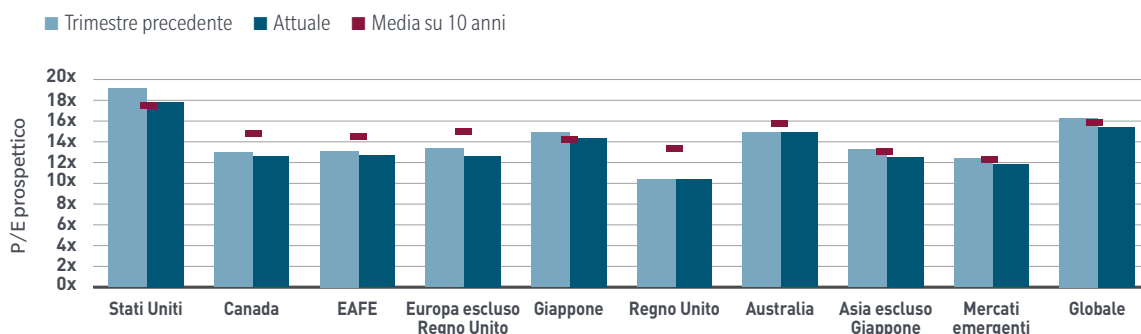


I MERCATI AZIONARI GLOBALI IN SINTESI

Le speranze di un atterraggio morbido negli Stati Uniti rimangono intatte e i mercati sviluppati si sono dimostrati meno sensibili ai tassi d'interesse di quanto si temesse, mentre l'inflazione continua ad attenuarsi, anche se a un ritmo meno sostenuto di quello auspicato dalle banche centrali. Tuttavia, dopo un solido inizio d'anno, il terzo trimestre si è rivelato più difficile per i mercati azionari, dominati da un ristretto numero di azioni mega cap legate all'IA. In termini di valuta locale, il Giappone si conferma il mercato sviluppato più brillante al mondo, avendo guadagnato oltre il 23% a fine trimestre, mentre Stati Uniti ed Europa (escluso il Regno Unito) sono saliti, rispettivamente, di poco meno del 12% e del 7% circa. Le azioni britanniche restano convenienti. Debole l'andamento dei mercati emergenti a causa delle difficoltà della Cina a far fronte al proprio onere debitorio, soprattutto nel settore immobiliare, di importanza critica. Restiamo dell'avviso che le pressioni sui margini possano continuare ad aumentare a causa dell'incremento dei tassi d'interesse e dei costi del lavoro. Dopo tre trimestri di calo degli utili, gli analisti prevedono guadagni molto modesti per l'S&P 500 nel terzo trimestre. In questa fase, ci concentriamo sulle azioni di società non statunitensi a scapito di quelle di società statunitensi. Preferiamo i titoli value rispetto a quelli growth, alla luce delle valutazioni interessanti, ma privilegiamo i difensivi rispetto ai ciclici.

Per l'analisi completa si rimanda a pagina 3

P/E prospettico



Fonte: FactSet al 30 settembre 2023. Stati Uniti = S&P 500, Canada = MSCI Canada, Regno Unito = MSCI United Kingdom, Giappone = MSCI Japan, Australia = MSCI Australia, Globale = MSCI AC World, Europa escluso Regno Unito = MSCI Europe ex-UK, EAFE = MSCI EAFE, Asia escluso Giappone = MSCI Asia ex Japan, Mercati emergenti = MSCI Emerging Markets.

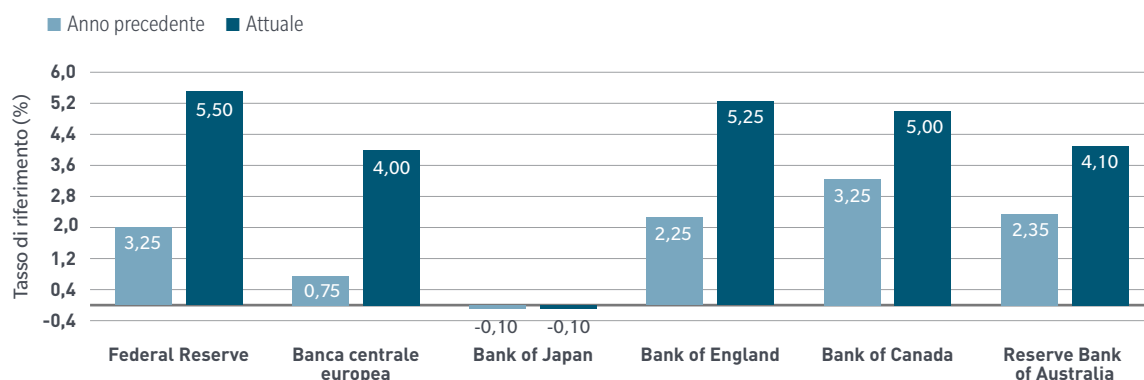
	CRESCITA DEI FATTURATI (% A/A)		MARGINE DI PROFITTO NETTO (%)		DIVIDEND YIELD (%)	
	Attuale	Media su 10 anni	Attuale	Media su 10 anni	Attuale	Media su 10 anni
Stati Uniti	4,5	4,5	12,3	11,2	1,6	1,9
Canada	3,3	5,9	14,1	11,2	3,5	3,0
EAFE	4,4	2,6	9,6	7,7	3,4	3,2
Europa escluso Regno Unito	3,2	2,7	9,9	7,8	3,4	3,2
Giappone	6,5	3,0	6,6	5,6	2,3	2,2
Regno Unito	2,5	2,2	11,2	8,5	4,1	4,2
Australia	4,3	2,2	16,1	14,8	4,4	4,5
Asia escluso Giappone	5,3	6,7	9,0	9,6	2,6	2,5
Mercati emergenti	4,9	7,2	9,8	9,7	3,0	2,8
Globale	4,4	4,2	11,0	9,5	2,2	2,4

Fonte: FactSet al 30 settembre 2023. I dati riportati si riferiscono ai dodici mesi precedenti. Stati Uniti = S&P 500, Canada = MSCI Canada, Regno Unito = MSCI United Kingdom, Giappone = MSCI Japan, Australia = MSCI Australia, Globale = MSCI AC World, Europa escluso Regno Unito = MSCI Europe ex-UK, EAFE = MSCI EAFE, Asia escluso Giappone = MSCI Asia ex Japan, Mercati emergenti = MSCI Emerging Markets.

Benché sia ormai opinione ampiamente condivisa che le principali banche centrali siano alla fine o quasi dei loro cicli di inasprimento, è decisamente troppo presto per cantar vittoria sull'inflazione. Di conseguenza, gli operatori, più che chiedersi di quanto aumenteranno ancora i tassi, cercano di capire per quanto tempo questi rimarranno elevati. La prospettiva che i tassi rimangano alti fino al 2024 inoltrato, unita a un elevato volume di emissioni di Treasury USA, ha contribuito a far salire i rendimenti a lungo termine. La volatilità dei tassi d'interesse rimane elevata, ma al di sotto dei picchi registrati in primavera durante la mini-crisi bancaria statunitense. Il premio a termine, ossia l'extra rendimento che gli investitori chiedono per compensare il rischio che i tassi d'interesse possano variare durante la vita di un'obbligazione, è aumentato, contribuendo al rialzo dei rendimenti. L'economia statunitense ha evidenziato una resilienza straordinaria, assorbendo finora 525 punti base di inasprimento dei tassi di riferimento, e si è rivelata meno sensibile ai tassi di quanto molti avessero anticipato grazie, in parte, al boom di rifinanziamenti dell'era pandemica da parte di famiglie e imprese. Altre economie, come quelle di Regno Unito, Canada e Australia, hanno registrato una crescita inferiore al trend in ragione della loro propensione ai mutui a tasso variabile. Il rallentamento dell'economia cinese ha avuto ripercussioni in altre regioni, Europa in primis, dove la domanda di beni di lusso, automobili e macchine utensili si è raffreddata. La Cina ha ridotto i tassi d'interesse, a differenza del resto del mondo sviluppato. Il Giappone ha allentato i parametri per il controllo della curva dei rendimenti e potrebbe passare a una politica più restrittiva all'inizio del 2024, quando l'inflazione si sarà, finalmente, normalizzata. Gli spread investment grade statunitensi sono rimasti invariati rispetto al trimestre precedente, mentre quelli high yield si sono ampliati a circa 400 punti base, vicino alla loro media quinquennale.

Per l'analisi completa si rimanda a pagina 6

Tassi di riferimento delle banche centrali



Fonte: FactSet al 30 settembre 2023.

	RENDIMENTO A SCADENZA, YTM (%)		DURATION (ANNI)	
	Attuale	Media su 10 anni	Attuale	Media su 10 anni
Treasury statunitensi	4,9	1,9	5,9	6,2
Titoli di Stato globali esclusi Stati Uniti	3,5	1,4	6,8	7,5
Debito dei mercati emergenti	8,4	6,0	6,6	7,3
Obbligazioni investment grade globali	5,7	2,8	5,9	6,6
Obbligazioni high yield globali	9,5	6,8	3,8	4,2
Municipal bond statunitensi*	4,3	2,3	6,4	6,1

Fonte: FactSet al 30 settembre 2023. Treasury statunitensi = Bloomberg Barclays US Aggregate Government Treasury Index, Titoli di Stato globali esclusi Stati Uniti = Bloomberg Barclays Global Aggregate ex US, Debito dei mercati emergenti = JP Morgan EMBI Global, Obbligazioni investment grade globali = Bloomberg Barclays Global Aggregate Corporate, Obbligazioni high yield globali = Bloomberg Barclays Global High Yield, Municipal bond = Bloomberg Barclays US Municipal.

*per i municipal bond si riporta lo yield-to-worst, perché il rendimento a scadenza non è disponibile.

PANORAMA AZIONARIO

STATI UNITI

- Dopo il balzo vertiginoso registrato nella prima metà dell'anno, l'S&P 500 ha perso quota ad agosto e settembre.
- La leadership azionaria rimane esigua, con i primi cinque titoli che rappresentano più del 25% dell'indice S&P 500. L'indice ponderato per la capitalizzazione di mercato e l'indice equiponderato hanno cominciato a divergere dopo la mini-crisi delle banche regionali della scorsa primavera: l'indice equiponderato ha chiuso settembre sostanzialmente invariato in termini annui, mentre l'indice ponderato per la capitalizzazione ha guadagnato l'11,65%.
- Il mercato ha cominciato a metabolizzare un contesto in cui i tassi d'interesse resteranno più alti più a lungo e in cui l'aumento dei tassi finirà col riflettersi sulle quotazioni azionarie.
- L'inflazione core rimane ben al di sopra dell'obiettivo e potrebbe costringere la Federal Reserve statunitense a riavviare il ciclo di rialzi.
- La spesa al consumo resta solida, ma la pressione della maggiore spesa per interessi, la ripartenza delle rate sui prestiti studenteschi e il caro-energia potrebbero cominciare a frenare la spesa al consumo e a smorzare il clima di fiducia.
- I servizi di comunicazione e la tecnologia sono stati i settori che hanno registrato le performance migliori ad oggi, mentre le utility e il settore immobiliare, penalizzato dall'aumento dei tassi di interesse, sono stati i fanalini di coda.
- Le small cap continuano a sottoperformare di larga misura le large cap e potrebbero offrire un'occasione nei prossimi mesi, ma restano vulnerabili a un eventuale rallentamento dell'economia.

CANADA

- Le azioni canadesi hanno percorso ben poca strada fino ad oggi, scambiando di poco al di sopra del livello di inizio anno. Negli ultimi mesi, l'aumento dei prezzi dell'energia ha sostenuto l'S&P/TSX, all'interno del quale l'energia ha un peso del 19%.
- Nonostante l'aumento dei tassi ipotecari e dei prezzi, la domanda di case rimane robusta e le quotazioni immobiliari registrano flessioni sorprendentemente modeste.
- La crescita economica è rimasta invariata su base trimestrale in quanto l'economia è alle prese con un'elevata inflazione core e tassi d'interesse più alti, oltre che con la debolezza della domanda di materiali proveniente dalla Cina.
- La spesa al consumo ha mostrato una straordinaria capacità di tenuta, sostenuta da una crescita salariale nell'ordine del 4-5%.
- Le azioni canadesi scambiano a sole 14 volte gli utili dei prossimi 12 mesi, ben al di sotto della media decennale di 17 volte.

EUROPA ESCLUSO REGNO UNITO

- Le azioni europee si sono mosse in un ampio intervallo di negoziazione a partire da aprile, dopo i forti guadagni di inizio 2023, quando i timori di una crisi energetica europea si sono dissipati. A settembre l'indice MSCI Europe ex-UK si è apprezzato del 6,9%.
- Dinanzi al rallentamento della crescita economica e al calo dell'inflazione nell'Eurozona, la BCE ha lasciato intendere che il suo ciclo di rialzi potrebbe essersi concluso, dopo aver aumentato i tassi fino al massimo storico del 4% a settembre. Tuttavia, come la Fed anche la BCE sta segnalando l'intenzione di mantenere i tassi più alti più a lungo. Sebbene l'inflazione sia in calo, rimane su un livello più che doppio rispetto all'obiettivo del 2% fissato dalla BCE, agitando lo spettro della stagflazione. Ciò lascia supporre che la banca centrale dovrà mantenere i tassi ufficiali elevati per un periodo di tempo considerevole, a meno che l'Europa non entri in recessione.
- A 47,2, l'indice PMI dell'area euro suggerisce che il rischio di recessione è in aumento. La debolezza della domanda cinese viene avvertita soprattutto in Germania, dove la produzione industriale è entrata in territorio decisamente negativo negli ultimi mesi. Inoltre, la debolezza della domanda cinese di beni di lusso rappresenta un forte vento contrario per il settore dei beni di consumo voluttuari della regione.
- In termini valutativi, le azioni europee rimangono interessanti rispetto alle omologhe statunitensi, scambiando a 12,6 volte gli utili dei prossimi 12 mesi, contro le 17,2 volte dell'S&P 500 e a fronte di una media decennale di 14,8 volte.

PANORAMA AZIONARIO

REGNO UNITO

- Ad oggi, il rendimento dell'indice MSCI United Kingdom, pari all'1,7%, ha nettamente sottoperformato gli omologhi sviluppati globali.
- L'orientamento spiccatamente value dell'indice ha contribuito alla sua sottoperformance a causa della mancata esposizione ai titoli growth e tecnologici.
- L'aumento dei prezzi del petrolio ha impresso slancio alle azioni britanniche del settore energetico, rendendole, insieme a quelle del settore industriale, un'oasi felice in un panorama altrimenti desolante.
- Con una ponderazione del settore tecnologico pari ad appena l'1%, l'indice britannico non ha colto l'euforia suscitata dalle potenzialità dell'intelligenza artificiale.
- Cresce la speranza che il ciclo di inasprimento della Bank of England possa essere giunto al termine visto il brusco calo dell'inflazione di agosto e l'estrema fiacchezza della crescita economica.
- La sterlina britannica ha azzerato per intero l'apprezzamento di mezza estate, ridimensionando quello che era diventato un ostacolo non da poco per gli utili delle multinazionali britanniche.
- Le azioni del Regno Unito rimangono interessanti in termini valutativi, venendo scambiate a 10,4 volte gli utili stimati per il prossimo anno, al di sotto della media decennale di 13,2 volte e del multiplo di 16 volte dell'indice MSCI World.

GIAPPONE

- Le azioni giapponesi hanno preservato il loro premio di rendimento rispetto ai listini dei mercati sviluppati fino alla fine di settembre, avendo guadagnato il 23,4% da inizio anno.
- A fine settembre tutti i settori avevano contribuito alla performance dei primi nove mesi dell'anno e tre avevano generato rendimenti superiori al 30% (energia, beni di consumo voluttuari e utility).
- L'indebolimento dello yen continua a fornire una spinta agli utili degli esportatori giapponesi, in quanto le valute estere forti vengono convertite in più yen al momento del rimpatrio.
- Il miglioramento della governance aziendale e la maggiore volontà delle imprese nipponiche di esercitare il potere di determinazione dei prezzi in un contesto globale inflazionistico hanno sostenuto i corsi azionari facendo aumentare le distribuzioni di dividendi e i buyback.
- I mercati hanno tenuto testa a una lieve rettifica della politica di controllo della curva dei rendimenti della Bank of Japan, che ha spinto al rialzo i rendimenti dei titoli di Stato nipponici, nonché ai segnali indicanti che l'inflazione sta raggiungendo in modo sostenibile l'obiettivo del 2% della banca centrale, lasciando ipotizzare l'uscita dalla politica dei tassi d'interesse negativi nel 2024.
- A livello valutativo, a 14,4 volte gli utili dei prossimi dodici mesi le azioni giapponesi scambiano sostanzialmente in linea con la media decennale del loro rapporto P/E.

PANORAMA AZIONARIO

MERCATI EMERGENTI

Asia escluso Giappone

- Sino a fine settembre, la regione ha registrato performance molto divergenti, con la Cina, il principale paese dell'indice, in calo di circa l'8,2% e l'India, il secondo maggior paese rappresentato nell'indice, protagonista di un rialzo del 7,5%. La domanda di semiconduttori legata all'intelligenza artificiale ha contribuito ad alimentare ampi rally in Corea del Sud e a Taiwan, che hanno guadagnato, rispettivamente, il 13,1% e il 13,7%.
- Nel complesso, le azioni emergenti sono salite dell'1,8% da inizio anno in termini di dollari, a fronte del 10,6% circa archiviato dalle borse azionarie dei mercati sviluppati.
- Gli investitori sono rimasti delusi dalla portata e dal ritmo delle misure messe in atto dalla Cina per stimolare la sua economia in affanno. Le riforme piccole e frammentarie annunciate finora hanno fatto temere che il governo si concentri di più sugli investimenti infrastrutturali improduttivi che non sull'incentivare la domanda presso i suoi 1,4 miliardi di consumatori.
- La fiducia di consumatori e investitori rimane esile a causa delle crescenti preoccupazioni per il gigantesco settore dello sviluppo immobiliare cinese e per le sorti degli enti governativi locali altamente indebitati, la cui principale fonte di reddito è la vendita dei terreni.
- Il PIL indiano, dal canto suo, è cresciuto più del previsto nel secondo trimestre (+7,8%) grazie ad una solida domanda interna, anche se la debolezza della crescita globale è vista come una minaccia alle esportazioni nel prosieguo dell'anno. Il paese ha guadagnato nuove quote di mercato nel settore manifatturiero approfittando della decisione di alcune aziende di uscire dalla Cina per diversificare la propria presenza geografica.
- In termini di valutazioni, il P/E a 12 mesi dell'MSCI EM Index scambia in linea con la sua media decennale di 12,1 volte.

EMEA e America Latina

- L'MSCI EM Europe, Middle East and Africa Index si è finora mosso in linea con il più ampio indice dei mercati emergenti nel 2023 (+1,6% a fine settembre in termini di dollari USA). Rispetto ad altre regioni emergenti, la performance della regione EMEA è spesso trainata dall'andamento del settore finanziario. L'Arabia Saudita, che con una ponderazione del 33% rimane il paese maggiormente rappresentato in questo indice regionale, sta evidenziando una performance inferiore al più ampio mercato emergente.
- L'America Latina ha registrato una performance in linea con gli altri mercati emergenti, guadagnando da inizio anno circa l'1,2% in termini di dollari USA.

AUSTRALIA

- Le azioni australiane hanno sottoperformato le omologhe globali, rendendo meno dell'1% da inizio anno dopo aver azzerato tutti i guadagni iniziali archiviati grazie all'ottimismo intorno alla riapertura post-Covid della Cina.
- Il rallentamento dell'economia ha dato alla Reserve Bank of Australia un motivo per interrompere i rialzi, pur mantenendo toni restrittivi.
- In un contesto di crescenti tensioni dovute alla scadenza dei mutui a tasso fisso, la spesa al consumo è crollata, benché l'occupazione elevata e la solida crescita salariale siano due fattori di supporto.
- I materiali di base, che rappresentano il 25% dell'indice MSCI Australia, rimangono fortemente dipendenti dalla domanda cinese di minerale di ferro. I prezzi del minerale hanno recuperato più del 20% rispetto ai minimi di maggio dopo le modeste misure varate per stimolare la domanda cinese di immobili residenziali.
- Dopo aver raggiunto il picco intorno all'8% alla fine del 2022, l'inflazione è scesa al 6% e dovrebbe continuare a diminuire vista la rigidità delle condizioni finanziarie globali. Un dollaro australiano debole rappresenta un rischio al rialzo per l'inflazione in quanto fa salire il costo delle importazioni.
- Le azioni australiane scambiano a 14,9 volte gli utili stimati per il prossimo anno, in linea con la loro media di lungo periodo.

PANORAMA DELL'UNIVERSO OBBLIGAZIONARIO

TREASURY STATUNITENSI

- Negli ultimi mesi i rendimenti dei Treasury sono aumentati in maniera relativamente costante, poiché la buona tenuta della crescita e il lento miglioramento dei dati sull'inflazione hanno indotto il mercato a lasciarsi alle spalle le aspettative di recessione e ad anticipare qualcosa di decisamente più benevolo. Allo stesso tempo, il mercato ha sposato la mentalità della Fed dei "tassi più alti più a lungo", continuando a ritenere imminente il raggiungimento del tasso ufficiale terminale ma posticipando l'arrivo e riducendo l'entità dei futuri tagli dei tassi.
- Tuttavia, non siamo convinti che l'economia sia in grado di assorbire senza conseguenze un aumento così netto dei tassi. Pur riconoscendo che alcune forze idiosincriche e strutturali hanno attenuato la sensibilità dell'economia ai tassi d'interesse, prevediamo che i 525 punti base di inasprimento monetario nell'arco dell'ultimo anno e mezzo produrranno ulteriori effetti ritardati, e riteniamo quindi che vi sia un rischio significativo di recessione.
- Con i tassi già su livelli elevati e la Fed che segnala di essere vicina alla fine del suo ciclo di rialzi, riteniamo che il grosso degli aumenti dei tassi possa essere alle nostre spalle.
- Le emissioni di Treasury sono state abbondanti e rimarranno elevate, e ciò ha probabilmente contribuito al bear steepening della curva dei rendimenti negli ultimi mesi.
- La valutazione del mercato dei Treasury è migliorata notevolmente da quando è iniziato il ciclo d'inasprimento della Fed. A nostro avviso, i rendimenti dei Treasury USA (soprattutto quelli reali) sono troppo elevati per un'economia in rallentamento e avviata verso una recessione. Sebbene le prospettive a brevissimo termine per i tassi siano incerte, siamo convinti che i tassi scenderanno e gli spread creditizi si amplieranno quando l'economia rallenterà, uno sviluppo che dovrebbe favorire i Treasury rispetto agli asset rischiosi. A nostro avviso, il forte aumento dei tassi ha preparato il terreno per un miglioramento dei rendimenti totali dei Treasury rispetto a quanto osservato da molti anni a questa parte, a testimonianza del fatto che la performance a lungo termine tende a essere fortemente correlata con i rendimenti di partenza, che ora sono significativamente più alti di quanto non siano stati per gran parte dell'ultimo decennio.

MORTGAGE-BACKED SECURITIES DI AGENZIE

- Visto l'ampliamento registrato dagli spread da inizio anno, le valutazioni degli MBS appaiono storicamente convenienti e, a nostro avviso, hanno ampiamente inglobato il rischio di una minore sponsorizzazione da parte della Fed e l'attuale livello di volatilità. Ciò detto, il mercato sta ancora rivalutando gli spread alla luce della minore partecipazione delle banche in futuro, il che dovrebbe far sì che lo spread rispetto al valore equo del settore tenda ad ampliarsi in maniera strutturale via via che il repricing prosegue.
- A nostro avviso gli spread degli MBS sono, al pari di quelli di altri prodotti con spread, suscettibili a un ampliamento in caso di recessione. Tuttavia, qualsiasi aumento degli spread basato sui fondamentali sarà probabilmente di entità minore se confrontato con i mercati del credito, il che suggerisce un margine di sovraperformance relativa rispetto al credito.

PANORAMA DELL'UNIVERSO OBBLIGAZIONARIO

TITOLI DI STATO GLOBALI ESCLUSI STATI UNITI

- Siamo favorevoli a una posizione di duration costruttiva nelle obbligazioni non statunitensi Giappone e Cina esclusi, con sovrappesi incentrati sulle obbligazioni a media scadenza.
- Anche a seguito della recente correzione obbligazionaria, i mercati statunitensi continuano a scontare diversi tagli dei tassi nell'ultima parte del 2024. La situazione è diversa in molti mercati sviluppati non statunitensi nonostante il peggioramento delle stime sulla crescita relativa, soprattutto in Europa.
- Privilegiamo le obbligazioni dei paesi sensibili all'inasprimento delle condizioni monetarie a causa dei più alti tassi d'indebitamento delle famiglie o di valori immobiliari gonfiati. Tra questi figurano la Nuova Zelanda e il Regno Unito.
- In Europa giudichiamo positivamente le obbligazioni svedesi e riteniamo che la Riksbank possa diventare la prima banca centrale europea a tagliare i tassi all'inizio del secondo trimestre 2024, una volta che le pressioni inflazionistiche sottostanti si saranno attenuate. Nonostante la recente sottoperformance, rimaniamo cauti sull'Italia a causa dei crescenti timori legati alle stime sulla crescita e all'aumento dei deficit fiscali proprio quando la BCE sta ridimensionando il suo bilancio. Alla luce di questi rischi, continuiamo a preferire altre esposizioni al rischio dei paesi periferici europei, come la Grecia e la Spagna.
- Pur essendo piuttosto interessanti su base coperta in USD, abbiamo un orientamento difensivo sulle obbligazioni nipponiche a causa dell'incertezza sulla futura politica monetaria. Questa incertezza si è manifestata chiaramente nel secondo trimestre, quando la BOJ ha sorpreso il mercato revocando l'impegno a mantenere un tetto massimo sui rendimenti delle obbligazioni decennali.
- Riteniamo che le obbligazioni cinesi siano costose, soprattutto alla luce della recente sovraperformance in conseguenza delle preoccupazioni legate alla crescita e ai rifinanziamenti a livello di governo locale. Lo stimolo monetario potrebbe a nostro avviso essere limitato, in quanto la stabilità finanziaria sta diventando sempre più prioritaria rispetto alla crescita.

PANORAMA DELL'UNIVERSO OBBLIGAZIONARIO

MERCATI EMERGENTI

- Manteniamo un orientamento di rischio cauto nei confronti del debito emergente. I dati statunitensi rimangono resilienti, ma l'entità dell'aumento dei rendimenti dei Treasury USA a settembre fa crescere il rischio di un atterraggio duro a causa dell'ulteriore inasprimento delle condizioni finanziarie. Storicamente, la politica monetaria agisce con un ritardo di 12-18 mesi e il drastico inasprimento messo in atto dalla Fed continua a pesare sull'economia globale. Inoltre, i recenti e tragici attacchi contro Israele hanno introdotto un maggiore grado di incertezza nel contesto globale. I mercati stanno ora cercando di capire se questo conflitto si amplierà trasformandosi in una situazione con implicazioni economiche globali più ampie o se rimarrà localizzato. Il forte aumento dei prezzi del petrolio e l'avversione al rischio prevalsa inizialmente sui mercati suggeriscono che il primo scenario suscita più preoccupazione del secondo.
- Dopo i toni leggermente più espansivi delle autorità, l'apparente tenuta della domanda di esportazioni statunitensi e il minimo toccato dal ciclo delle scorte locali, l'economia cinese ha registrato un miglioramento molto modesto nel corso del terzo trimestre, pur partendo da livelli estremamente ridotti. Tuttavia, la ripresa ciclica non è affatto scontata, poiché permane una crisi di fiducia tra le famiglie e le imprese private. Inoltre, fino al 2024 inoltrato sulla crescita cinese agiranno freni strutturali quali l'elevato debito degli enti locali.
- In questo contesto globale, gli spread del debito emergente sono su livelli ristretti rispetto ai valori storici se si escludono dal benchmark i paesi più speculativi (ad esempio quelli con rating CCC e inferiore). Il debito dei mercati emergenti e altri mercati rischiosi non scontano una recessione, neppure di lieve entità, né a livello globale né negli Stati Uniti, ma non è mai successo che gli spread dei mercati emergenti si comprimessero durante una fase recessiva. Ciò che emerge con sempre maggiore chiarezza è che le valutazioni del debito emergente scontano già uno scenario di "soft landing" o di "no landing".
- Alcuni tassi locali dei paesi emergenti presentano opportunità più interessanti in termini di rischio/rendimento, come evidenziano le migliori performance dell'asset class degli indici di obbligazioni governative dei mercati emergenti in valuta locale nel corso dell'ultimo anno.
- Per quanto riguarda il quadro tecnico, i fondi obbligazionari emergenti hanno registrato continui deflussi per più di due mesi, con fuoriuscite complessive da inizio anno ad oggi per USD 20,1 miliardi. Questi deflussi sono stati guidati prevalentemente dai fondi in valuta forte.
- In un contesto in cui i rendimenti dei Treasury USA sono alti, la stretta monetaria si avvicina alla fine del ciclo o comincia ad esaurire i suoi effetti, e le prospettive di crescita restano incerte, preferiamo sovrappesare la duration e ridurre l'esposizione alle obbligazioni societarie e alle valute dei mercati emergenti, al contempo concentrandoci sui titoli e sui tassi locali dei mercati emergenti più resilienti.

OBBLIGAZIONI SOCIETARIE INVESTMENT GRADE GLOBALI

- Gli spread investment grade globali hanno continuato a mostrare una buona tenuta nel terzo trimestre, comprimendosi di 4 pb e chiudendo il trimestre a quota 135 pb, nonostante l'aumento dei prezzi dell'energia, i toni restrittivi della Fed e il rischio di un blocco delle attività del governo statunitense. La diminuzione delle aspettative di una recessione imminente e la continua tenuta dei fondamentali hanno dato impulso al sentiment. Sebbene l'aumento degli interessi passivi e dei costi salariali stia pesando sui margini, i bilanci rimangono solidi.
- Gli spread creditizi tra le obbligazioni investment grade europee e le omologhe statunitensi si sono ridotti sotto la spinta di un maggiore restringimento degli spread nel settore europeo delle obbligazioni investment grade. La dispersione settoriale rimane elevata oltreoceano, creando alcune buone opportunità per i gestori attivi.
- Continuiamo a prediligere i settori più resilienti in caso di rallentamento della crescita, come gasdotti/oleodotti, difesa, utility, leasing di aeromobili ed energia, e preferiamo ridurre l'esposizione ai titoli finanziari europei.
- Nonostante i bassi tassi impliciti di default futuri nell'universo high yield, preferiamo le obbligazioni investment grade a quelle high yield in questa fase del ciclo creditizio, in cui la brusca inversione della curva dei Treasury USA suggerisce tuttora condizioni monetarie restrittive e un aumento delle probabilità di recessione. Il rischio di rifinanziamento è molto più basso per le obbligazioni investment grade rispetto al mercato high yield, in cui l'abbassamento della durata media ha creato un contesto difficile per le emissioni negli ultimi mesi.

PANORAMA DELL'UNIVERSO OBBLIGAZIONARIO

OBBLIGAZIONI SOCIETARIE HIGH YIELD GLOBALI

- Fondamentalmente, il mercato high yield si trova attualmente in una posizione discretamente favorevole in vista di un eventuale rallentamento economico più generalizzato, a fronte di parametri creditizi generalmente discreti e di un profilo delle scadenze complessivamente gestibile.
- Tuttavia, in alcune aree persistono sacche di debolezza già note: il settore immobiliare/quadro macro in Cina, gli immobili commerciali in più aree geografiche e la vendita al dettaglio negli Stati Uniti.
- Sebbene i distressed ratio e i tassi di default rimangano per ora contenuti, questi parametri sono distanti dai minimi dell'era pandemica e il picco dei fondamentali dell'high yield è probabilmente già passato.
- In termini valutativi, durante l'estate gli spread sono rimasti confinati in un intervallo di negoziazione alquanto ristretto in tutte le regioni. Nell'high yield, il rischio CCC ha portato avanti la sua sovraperformance da inizio anno rispetto al mercato più ampio. Tuttavia, anche in uno scenario di moderata recessione con un ciclo di insolvenze contenuto, i mercati high yield rischiano un allargamento degli spread di centinaia di punti base pur partendo da parametri creditizi migliori.
- Nel mercato high yield paneuropeo, giungono a scadenza nel 2025 quasi 70 miliardi di euro di debito, quasi il triplo dell'onere di rifinanziamento del 2024. Gli emittenti hanno cominciato ad affacciarsi sul mercato per gestire le scadenze 2025.

MUNICIPAL BOND STATUNITENSIS

- L'aumento dei rendimenti dei Treasury statunitensi e dei titoli esenti da imposizione ha penalizzato la performance delle obbligazioni municipali nel terzo trimestre, portando i rendimenti da inizio anno dell'indice dei municipal bond investment grade esenti da imposizione in territorio negativo e azzerando quelli dell'indice dei municipal bond ad alto rendimento esenti da imposizione. La curva delle emissioni esenti da imposizione si è spostata più in alto e in parallelo, rimanendo invertita sulle scadenze da uno a 12 anni. I rendimenti si sono portati su livelli che l'indice IG non registrava dal 2008, mentre i rapporti tra municipal bond e Treasury USA si sono leggermente ridotti, avvicinandosi a livelli più equi.
- Per quanto riguarda l'indice dei municipal bond imponibili, i rendimenti totali da inizio anno ad oggi sono rimasti in territorio leggermente positivo dopo un trimestre negativo. Su base corretta per la duration, i municipal bond imponibili hanno generato extra-rendimenti positivi su base trimestrale e da inizio anno ad oggi, e hanno sovraperformato le obbligazioni societarie in termini di extra-rendimenti, segnalando la buona tenuta degli spread nell'asset class dei municipal bond imponibili. Il rendimento nominale ha chiuso il trimestre sul livello più alto dal 2011.
- I fondamentali sono solidi in tutto il mercato dei municipal bond dopo anni di crescita economica e gli stimoli federali durante la pandemia. Non mancano alcune aree isolate di tensione, in particolare gli ospedali più esposti alle pressioni sul costo del lavoro, dove la selettività è d'obbligo.
- Con rendimenti nominali elevati rispetto ai valori storici, un orientamento settoriale difensivo e fondamentali solidi, i municipal bond sembrano essere relativamente ben posizionati per uno scenario di crescita economica più lenta o di recessione.

La Panoramica sui mercati dei capitali di MFS viene pubblicata con cadenza trimestrale per offrire una prospettiva completa sui rischi e sulle opportunità esistenti nelle varie asset class e regioni.

La Panoramica sui mercati dei capitali ha puramente scopo informativo e qualsiasi commento generico su attività di mercato, tendenze industriali o settoriali, o altra condizione economica o politica non va inteso come una raccomandazione o una consulenza finanziaria.

Fonte: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® è un marchio commerciale e di servizio di Bloomberg Finance L.P. e delle sue collegate (collettivamente "Bloomberg"). BARCLAYS® è un marchio commerciale e di servizio di Barclays Bank Plc (collettivamente con le sue collegate, "Barclays"), utilizzato su licenza. Bloomberg o i licenzianti di Bloomberg, tra cui Barclays, detengono tutti i diritti di proprietà degli indici Bloomberg Barclays. Né Bloomberg né Barclays approvano o sostengono il presente materiale, né garantiscono la precisione o la completezza delle informazioni ivi contenute, né rilasciano alcuna garanzia, espressa o implicita, circa i risultati ottenibili dalle stesse e, nella misura massima consentita dalla legge, non potranno essere ritenute responsabili di danni derivanti in relazione alle stesse.

Le informazioni sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, ma J.P. Morgan non ne garantisce la completezza o l'accuratezza. L'Indice è utilizzato dietro autorizzazione. L'Indice non può essere copiato, utilizzato o distribuito senza la previa approvazione scritta di J.P. Morgan. Copyright 2019, J.P. Morgan Chase & Co. Tutti i diritti riservati.

MSCI non rilascia alcuna garanzia o dichiarazione esplicita o implicita e non si assume alcuna responsabilità per quanto riguarda i dati MSCI contenuti nel presente documento. Non è consentita la ridistribuzione dei dati MSCI né il loro utilizzo come base per altri indici, titoli o prodotti finanziari. Il presente rapporto non è stato approvato, esaminato o prodotto da MSCI.

Frank Russell Company ("Russell") è la fonte nonché il titolare dei dati sugli indici Russell contenuti o riflessi nel presente materiale e di tutti i marchi commerciali, i marchi di servizio e i copyright relativi agli indici Russell. Russell® è un marchio registrato di Frank Russell Company. Russell e i suoi licenzianti non si assumono alcuna responsabilità per qualsiasi errore od omissione contenuti negli indici Russell e/o nei rating Russell ovvero nei dati sottostanti, e non è consentito a nessuno di fare affidamento sugli indici Russell e/o rating Russell e/o dati sottostanti contenuti nella presente comunicazione. È vietata l'ulteriore distribuzione dei dati Russell senza il previo consenso scritto di Russell. Russell non promuove, sponsorizza o avalla il contenuto della presente comunicazione.

Le opinioni espresse sono quelle di MFS 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.

Salvo laddove diversamente indicato, i loghi e i nomi di prodotti e servizi sono marchi commerciali di MFS® e delle sue collegate e possono essere registrati in alcuni paesi.

Distribuito da: **Stati Uniti** – MFS Institutional Advisors, Inc. ("MFSI"), MFS Investment Management e MFS Fund Distributors, Inc.; **America Latina** – MFS International Ltd.; **Canada** – MFS Investment Management Canada Limited. Questa comunicazione non è stata esaminata da commissioni per la borsa valori o equivalenti autorità regolamentari canadesi; **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.à 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; **Singapore** – MFS International Singapore Pte. Ltd. (CRN 201228809M); **Australia/Nuova Zelanda** – 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; **Hong Kong** – 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 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"). **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, Cina, una società a responsabilità limitata cinese registrata per fornire servizi di consulenza in materia di gestione finanziaria; **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.