

Janus Henderson
—KNOWLEDGE. SHARED—



MARKET GPS
**OBBLIGAZIONARIO:
PROSPETTIVE PER IL 2020**

Destinato ai soli investitori professionali



RESTARE POSITIVI IN UN CONTESTO NEGATIVO



Tassi negativi e dati economici deboli delineano uno scenario difficile per gli investitori, ma il Responsabile globale dell'obbligazionario, Jim Cielinski, è convinto che ci sia ancora spazio per un certo ottimismo nell'obbligazionario, una asset class in grado di tollerare anche condizioni "ordinarie".

Le prospettive per l'obbligazionario nel 2020 si riducono, a nostro avviso, alla capacità delle banche centrali di mantenere politiche monetarie accomodanti efficaci e di evitare una recessione globale. Secondo noi, ce la faranno. Se le banche centrali non commetteranno errori, i tassi di equilibrio reale dovrebbero confermarsi bassi e ridurre i premi al rischio necessari per possedere attività più rischiose. Noi ci aspettiamo un'estensione del ciclo di credito, a tutto vantaggio di obbligazioni societarie e azioni.

Le valutazioni sono tirate, ma vista la contrazione degli spread di credito e i tassi risk-free a livelli così bassi, alcuni paesi dispongono ancora di un certo margine d'azione per ridurre i tassi e compensare l'ampliamento dei differenziali. Di conseguenza, le quotazioni dei crediti saranno sensibili a eventuali shock, come ad esempio l'esito delle elezioni presidenziali statunitensi il prossimo anno, e la volatilità creerà opportunità interessanti per i gestori attivi. Per ora, i dati economici mostrano qualche segnale di inflessione. Con queste premesse, l'economia mondiale potrebbe verosimilmente stabilizzarsi nel 2020 e gli investitori dovrebbero accontentarsi di rendimenti modesti.

Picchi massimi e minimi contraddittori

L'ultima metà del 2019 è stata piena di contraddizioni. Le azioni statunitensi hanno toccato un nuovo record grazie a un mercato del lavoro molto sano, ma diversi indici dei responsabili degli acquisti si sono mossi al ribasso quasi a segnalare una contrazione e l'economia cinese è cresciuta al ritmo più lento degli ultimi 27 anni. A preoccupare è anche il fatto che la curva dei rendimenti statunitensi si è invertita, con lo spread più seguito, ovvero quello 2-10 anni (differenza fra i rendimenti dei Treasury US a 2 e a 10 anni), scivolato sotto la soglia dello zero ad agosto - storicamente un presagio di recessione.

Sono dati difficili da ignorare e sarebbe azzardato affermare che non sono importanti. Mostrano correttamente un'economia globale fragile. E spiegano

anche perché la Federal Reserve statunitense (Fed) ha agito rapidamente, tagliando i tassi per invertire la contrazione (eccessivamente aggressiva) nel 2018. Le banche centrali di tutto il mondo hanno seguito l'esempio degli USA: nel 3° trimestre 2019, 56 dei 62 interventi sui tassi sono state riduzioni, mentre nello stesso periodo del 2018, di 31 adeguamenti 27 erano stati incrementi.

La cortina di fumo del commercio

A nostro avviso, la debolezza economica del 2019 è stata una reazione ritardata alla precedente contrazione monetaria nei due principali mercati mondiali: gli Stati Uniti e la Cina. Ora che entrambi hanno adottato un approccio ampiamente accomodante, dovremmo assistere a una parziale ripresa. Aumentando i costi e riconfigurando i flussi

d'investimento, la disputa commerciale ha aggravato il rallentamento globale, ma non l'ha causato. Se le questioni commerciali dovessero risolversi, ma la crescita si confermasse debole, significherebbe che la contrazione è più strutturale di quanto inizialmente stimato e assisteremo allora a un ampliamento degli spread di credito e a un rally delle obbligazioni governative.

La calma consensuale del mercato potrebbe essere turbata se i dati sulla disoccupazione dovessero calare. I consumi sono stati determinanti nel tutelare l'economia statunitense e potrebbero scontrarsi con la debolezza di una Germania fortemente dipendente dalle esportazioni. La sensibilità di quest'ultima a una crescita globale fragile costringe la Banca Centrale Europea (BCE) a mantenere una politica molto accomodante. Il fatto che Christine Lagarde, nuovo

GRAFICO 1: RENDIMENTI DEI TREASURY A 10 ANNI VS. TREASURY A 2 ANNI CON SCADENZA COSTANTE

Uno spread 2a10a negativo è spesso indice di una recessione; dal 1978, una recessione si è verificata in media 22 mesi dopo l'inversione della curva.



Fonte: FRED Federal Reserve Bank of St Louis, 2s10s (T10Y2Y) e indicatori di recessione per gli Stati Uniti basati sul NBER dal picco massimo al picco minimo (USRECM), dal 31 ottobre 1977 al 31 ottobre 2019.

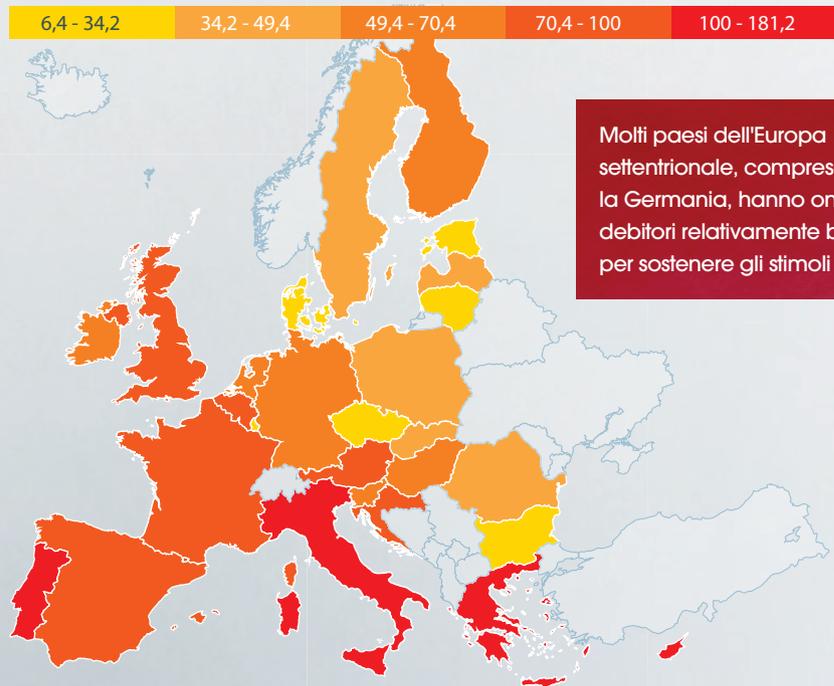
Presidente della BCE, difenda a spada tratta i tassi negativi lascia intendere che non ci saranno cambiamenti rispetto al tracciato segnato dal suo predecessore. Pertanto, i rendimenti sovrani dell'Eurozona dovrebbero ancorarsi alla soglia dello zero. Ci aspettiamo anche che la Lagarde faccia nuovamente appello a ulteriori stimoli fiscali che sostengano la politica monetaria della Banca e visti i bassi oneri di indebitamento pubblico nel Nord Europa in un periodo di incertezza politica, queste richieste saranno sempre più difficili da ignorare.

Su altri fronti, la Cina fatica a dimostrare l'efficacia delle sue politiche. Una serie di fallimenti di banche regionali ha causato un inasprimento delle condizioni di credito, frenando l'impatto dell'allentamento politico. Il debito dei mercati emergenti – così strettamente interconnesso alle sorti della Cina – potrebbe attirare più attenzione, se il meccanismo di trasmissione dell'allentamento politico riuscirà a guadagnare slancio.

La crescita dei salari sembra aver raggiunto il picco massimo e i tassi forward suggeriscono un'inflazione contenuta nella maggior parte dei mercati sviluppati. Riteniamo che le stime di consenso siano corrette, visto che i capi delle banche centrali continuano a rivedere al ribasso i propri target d'inflazione. Crediamo anche che la Fed apporterà uno o due tagli ai tassi nel 2020, portando quelli sui fed fund vicino all'1,25% e spingendo così il tasso reale (al netto dell'inflazione) sempre più in territorio negativo.

Con gli USA in "modalità riduzione", la curva dei rendimenti dovrebbe tornare a irripidirsi, con possibili buone notizie per i margini delle banche. Per le compagnie assicurative e i piani pensionistici, per cui importante è il livello nominale dei

GRAFICO 2: DEBITO PUBBLICO LORDO COME % DEL PIL NEI PAESI DELL'UNIONE EUROPEA



Molti paesi dell'Europa settentrionale, compresa la Germania, hanno oneri debitori relativamente bassi per sostenere gli stimoli fiscali.

Fonte: Eurostat; debito pubblico in circolazione espresso come percentuale del prodotto interno lordo ai prezzi di mercato correnti (code sdg_17_40). Dati annuali a fine 2018.

rendimenti dei titoli di Stato, la ricerca di rendimenti continuerà. Ciò dovrebbe spingere gli investitori a cercare opportunità in altri ambiti del segmento creditizio e ad allungare ulteriormente le duration, incentivando la propensione al rischio nel sistema.

Gestione attiva

Particolare prudenza è invece essenziale nei confronti delle valutazioni. Il calo dei tassi ha determinato dei rialzi nel 2019. Con i tassi risk-free misurati in punti base invece che in percentuale in molti mercati

sviluppati (e negativi in alcune zone dell'Europa), le fondamenta su cui basare le proprie strategie sono piuttosto fragili.

È quindi consigliabile un approccio d'investimento più attivo. Si tratta di individuare i mercati che offrono ancora rendimenti reali e un ulteriore margine di riduzione dei tassi politici delle banche centrali. Non ci aspettiamo una recessione globale nel 2020, ma ciò non preclude possibili recessioni nei singoli settori, come quella subita dal segmento energetico nel 2015, che aveva causato un forte ampliamento degli spread di credito.

GRAFICO 3: SPREAD DI CREDITO GLOBALI IN PUNTI BASE NEGLI ULTIMI 10 ANNI

	INVESTMENT GRADE (GOBC)	HIGH YIELD (HW00)
ELEVATO	267	897
MEDIA	140	519
BASSO	86	318
CORRENTE (11/11/2019)	108	419

Fonte: Bloomberg, Indice ICE BofAML Global Corporate (GOBC), Indice ICE BofAML Global High Yield (HW00), spread to worst vs. titoli di Stato, 1 punto base = 100° di 1%, ossia 0,01%. Lo spread to worst sui titoli di Stato è la differenza di rendimento delle obbligazioni societarie rispetto alle obbligazioni governative equivalenti, tenendo conto di caratteristiche come le opzioni call che potrebbero determinare un calo del rendimento. Dati dall'11 novembre 2009 all'11 novembre 2019

“Un mondo a basso rendimento potrà anche ridurre i rendimenti nominali, ma non eliminerà le opportunità, a patto che ci si adatti al nuovo scenario.”

JIM CIELINSKI
RESPONSABILE GLOBALE REDDITO FISSO

Siamo preoccupati del fatto che il mercato non sia in grado di distinguere adeguatamente gli emittenti investment grade BBB da quelli sub-investment grade BB in termini di costi del capitale e pertanto le società sono meno incentivate a mantenere una qualità creditizia elevata. Con gli spread di credito sempre più vicini ai livelli più contratti del ciclo, sia nel segmento investment grade che in quello high yield, anche gli investitori possono contare su meno protezione in caso di shock del mercato. Inoltre, visto che ultimamente la principale fonte di incertezza è stata la politica, le elezioni presidenziali negli USA il prossimo anno rappresentano un ostacolo rilevante.

Focus sui fondamentali

La dispersione dovrebbe permanere, ed evitare perdite sarà fondamentale in un contesto caratterizzato da eventi di "disruption" sempre più frequenti. I casi di default del 2019, come il fallimento dell'agenzia di viaggi Thomas Cook, sono sintomatici di come l'evoluzione della tecnologia e dei modelli di consumo stiano definendo un nuovo assetto mondiale. I prestiti futuri alle aziende imporranno agli investitori di essere dalla parte giusta del cambiamento. A nostro avviso, ciò significa prestare attenzione non solo alle metriche tradizionali, ma anche ai criteri che più contano per i futuri investitori e consumatori, compresa una maggiore attenzione ai fattori ambientali, sociali e di governance (ESG).

E se è vero che i bassi livelli di rendimento reale riducono il rischio di insolvenza, si assiste nel contempo a una contrazione dei guadagni derivanti dalle attività di rifinanziamento, in particolare in Europa. Per sostenere i propri debiti, le aziende mutuarie devono fare sempre più

affidamento sui flussi di cassa piuttosto che sull'ingegneria finanziaria. Negli Stati Uniti, il rendimento del capitale proprio rimane inferiore al costo, il che continuerà a incoraggiare i riacquisti di azioni rispetto agli investimenti. Gli investitori nel reddito fisso dovranno verificare se i proventi dei prestiti verranno utilizzati nell'interesse dei titolari di obbligazioni o se andranno a gravare sui bilanci.

Nessun recidivo

La ricerca di rendimenti costringerà gli investitori a esplorare l'intera gamma del reddito fisso, alimentando verosimilmente l'interesse riservato ai titoli garantiti da attività e ipoteche. L'eccessivo indebitamento ipotecario è stato la causa scatenante della Crisi finanziaria globale, ma è difficile che in un settore la stessa situazione si ripeta a breve termine. Durante questo ciclo, il debito negli USA è aumentato più nel settore dei crediti societari che in quello del credito ipotecario.

L'economia mondiale si trova a un punto di svolta critico. Gli investitori non devono arenarsi, ma piuttosto osservare gli indicatori chiave. I mercati del lavoro e i redditi saranno importanti indicatori di un'eventuale recessione, mentre la geopolitica e i cambiamenti nel sentiment causeranno probabilmente distorsioni del mercato. Anche a bassi rendimenti, le obbligazioni sovrane dei mercati sviluppati dovrebbero continuare a rappresentare una fonte di diversificazione rispetto alle azioni, sebbene i settori più sensibili al credito, come le obbligazioni high yield, risulteranno più vulnerabili in caso di correzione delle azioni. Un mondo cosiddetto "low yield" potrà anche ridurre i rendimenti nominali, ma non eliminerà le opportunità, a patto che ci si adatti al nuovo scenario.



LEGGI DI PIÙ

LA SERIE "MARKET GPS: PROSPETTIVE D'INVESTIMENTO" INCLUDE ARTICOLI REDATTI DAI RESPONSABILI DELLE NOSTRE ASSET CLASS DI AZIONI, OBBLIGAZIONI E STRUMENTI ALTERNATIVI, NONCHÉ UN COMMENTO RIASSUNTIVO.

Scopri tutto il numero Market GPS: prospettive d'investimento per il 2020 su JanusHenderson.com

I team d'investimento di Janus Henderson condividono regolarmente le proprie opinioni, ma sono liberi di esprimersi in autonomia sulle opportunità e i rischi del mercato. La sezione Insights del sito internet di Janus Henderson contiene i commenti dei singoli gestori di portafoglio, in linea con il nostro approccio "Knowledge. *Shared*".

Le presenti analisi sono valide alla data di pubblicazione. Le presenti informazioni vengono fornite per il solo scopo informativo e non costituiscono né sono da intendersi alla stregua di una consulenza finanziaria, legale o fiscale, né di una offerta di vendita, di una sollecitazione di un'offerta d'acquisto, né di una raccomandazione ad acquistare, vendere o detenere qualsiasi titolo, una qualsiasi strategia d'investimento o un qualsiasi settore di mercato. Il presente documento non fornisce, né direttamente né indirettamente, nessun servizio di gestione degli investimenti e non è da ritenersi specifico per le esigenze di nessun cliente in particolare. Pareri ed esempi sono da intendersi come un'illustrazione di tematiche più ampie, non come un'indicazione finalizzata alla negoziazione di titoli, e possono andare incontro in qualsiasi momento a modifiche, dovute a variazioni intervenute nel mercato o nelle condizioni economiche. Non vi è alcuna intenzione di indicare o sottintendere che qualsiasi esempio/caso illustrativo citato rientri, o rientrasse in passato, fra quelli detenuti in portafoglio. Nessuna previsione può essere garantita e non si fornisce alcuna garanzia in merito all'esattezza, alla completezza o alla tempestività delle informazioni fornite, né in merito alle risultanze desunte dal suo utilizzo. Nel redigere il presente documento, Janus Henderson Investors ha ragionevole motivo di fare affidamento sull'esattezza e la completezza di tutte le informazioni messe a disposizione da fonti pubbliche. Le performance passate non sono indicative di quelle future. Investire comporta dei rischi, fra cui la possibile perdita del capitale iniziale e l'oscillazione di valore.

Non tutti i prodotti o servizi sono disponibili in tutte le giurisdizioni. La distribuzione del presente materiale o delle informazioni in esso contenute può essere limitata a sensi di legge e pertanto se ne sconsiglia l'utilizzo nelle giurisdizioni o nelle circostanze che lo vietano. I contenuti del presente materiale non sono stati approvati né avallati da nessuna autorità normativa. Janus Henderson non può essere ritenuta responsabile di qualsiasi distribuzione illecita a terzi del presente materiale, in tutto o in parte, né per informazioni ricostruite dallo stesso.

Il presente materiale non può essere riprodotto, nella sua totalità o in parte, in qualsiasi forma, né citato come riferimento in qualsiasi altra pubblicazione senza l'esplicita autorizzazione scritta in tal senso. Le conversazioni telefoniche possono essere registrate a scopo di reciproca tutela, per migliorare il servizio clienti e per finalità normative di conservazione della documentazione.

Pubblicato in Europa da Janus Henderson Investors. Janus Henderson Investors è il nome con cui vengono forniti i prodotti e i servizi d'investimento da Janus Capital International Limited (n. di reg. 3594615), Henderson Global Investors Limited (n. di reg. 906355), Henderson Investment Funds Limited (n. di reg. 2678531), AlphaGen Capital Limited (n. di reg. 962757), Henderson Equity Partners Limited (n. di reg. 2606646) (ciascuna registrata in Inghilterra e Galles all'indirizzo 201 Bishopsgate, Londra EC2M 3AE e regolamentata dalla Financial Conduct Authority) e da Henderson Management S.A. (n. di reg. B22848, registrata all'indirizzo 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Lussemburgo e regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier). Negli Stati Uniti i servizi di consulenza sono erogati dalle società di consulenza finanziaria registrate presso la SEC operanti come controllate di Janus Henderson Group plc. In **Canada**, i prodotti e servizi sono offerti esclusivamente a investitori istituzionali in determinate giurisdizioni da Janus Capital Management LLC.

Emesso (a) a **Singapore** da Janus Henderson Investors (Singapore) Limited, società autorizzata e regolamentata dall'autorità monetaria di Singapore. Janus Henderson Investors (Singapore) Limited numero di iscrizione al registro delle imprese

199700782N; destinato ad uso esclusivo da parte di investitori istituzionali, come specificato nella Sezione 4A del Securities and Futures Act, Singapore. Il presente documento promozionale o pubblicazione non è stato sottoposto a revisione da parte dell'Autorità monetaria di Singapore. (b) in **Hong Kong** da Janus Henderson Investors Hong Kong Limited, società autorizzata e regolata dalla Securities and Futures Commission, (c) in **Taiwan** R.O.C da Janus Henderson Investors Taiwan Limited, società autorizzata e regolata dalla Financial Supervisory Commission R.O.C. Pubblicato in modo indipendente da Janus Henderson Investors Taiwan Limited. Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipei (110). Telefono: (02) 8101-1001. Numero di licenza SICE approvato 023, rilasciato nel 2018 dalla Financial Supervisory Commission, (d) in **Corea del Sud** da Janus Henderson Investors (Singapore) Limited. In Corea del Sud il presente materiale è pubblicato esclusivamente ad uso del destinatario, che alla ricezione del documento dichiara di essere un Investitore professionale qualificato, (e) in **Giappone** da Janus Henderson Investors (Japan) Limited, società regolata dalla Financial Services Agency e registrata come Società di strumenti finanziari che esegue attività di gestione degli investimenti, consulenza agli investimenti e attività di agenzia, nonché attività con strumenti finanziari di tipo II, (f) in **Australia e Nuova Zelanda** da Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 561, AFSL 444266) e (g) in **Medio Oriente** da Janus Capital International Limited, società regolata dalla Dubai Financial Services Authority in qualità di ufficio di rappresentanza. In Medio Oriente non si condurrà alcuna transazione ed eventuali indagini saranno di competenza di Janus Henderson.

Per altri paesi/regioni APAC: il presente materiale è fornito al solo scopo informativo e non va distribuito a terzi o divulgato. Il presente materiale è destinato ai soli Investitori istituzionali (o investitori professionali/esperti/qualificati a seconda del termine applicabile nelle giurisdizioni locali).

Nota per i lettori di Cina (RPC), Africa e Colombia: Janus Henderson (a) non è approvata o autorizzata da né registrata presso la China Securities Regulatory Commission ai fini dello svolgimento dell'attività di gestione di investimenti o consulenza agli investimenti, né è autorizzata da qualsiasi altra autorità normativa della RPC per fornire servizi di gestione di investimenti o consulenza agli investimenti nel territorio della Repubblica Popolare Cinese (la "RPC") (che, a tal fine, non include le Regioni ad amministrazione speciale di Hong Kong e Macao né Taiwan). Janus Henderson Investors non rilascia alcuna dichiarazione e garanzia in merito alla conformità con le leggi della RPC. Il presente documento e le informazioni in esso contenute sono disponibili solo per determinati investitori istituzionali mirati nella RPC. (b) non è autorizzata in Sud Africa per scopi di marketing né è (c) autorizzata a commercializzare i propri prodotti e/o servizi in Colombia o ai suoi residenti, salvo laddove tale promozione o commercializzazione sia conforme alle disposizioni normative vigenti.

Destinato ai soli investitori professionali e istituzionali. Il presente materiale non può essere riprodotto o distribuito a soggetti diversi dal rispettivo destinatario.

Al di fuori degli Stati Uniti: destinata ad uso esclusivo da parte di investitori istituzionali ed esperti, distributori qualificati, investitori e clienti wholesale secondo le rispettive definizioni di cui alle leggi applicabili. **Non destinato alla consultazione o distribuzione al pubblico.**

Janus Henderson, Janus, Henderson, e Knowledge. Shared e Knowledge Labs sono marchi commerciali di Janus Henderson Group plc o di una delle sue controllate. © Janus Henderson Group plc.