



PANORAMIC OUTLOOK

JIM LEAVISS 2018: FINE DI UNA STORIA (DI QE)

Ebbene, finalmente è successo. Dieci anni dopo l'inizio della crisi finanziaria globale, siamo arrivati a un punto in cui la crescita economica sincronizzata su scala mondiale non è più una chimera e la prospettiva di allontanamento delle banche centrali dalle straordinarie politiche monetarie ultra-espansive dell'ultimo decennio sta diventando finalmente realtà.

Negli ultimi mesi si è parlato molto della crescita economica mondiale vigorosa e su base ampia, ma non si possono ignorare i rischi ancora presenti, primo fra tutti l'inflazione (o la sua assenza). Con l'illustre eccezione del Regno Unito, dove la debolezza della sterlina seguita al referendum sulla Brexit ha spinto l'indice dei prezzi al consumo fino al 3% nei mesi scorsi, le tendenze di inflazione sono risultate più spesso in calo che non in ascesa.

PROSPETTIVE SOSTANZIALMENTE ROSEE PER GLI STATI UNITI

Nonostante la performance robusta dell'economia statunitense, l'inflazione è rimasta debole. Gli investitori obbligazionari si dividono fra chi ritiene che questa debolezza rifletta fattori temporanei e chi invece ipotizza un fenomeno di natura più strutturale. In quest'ultimo caso, la Federal Reserve dovrebbe preoccuparsi, dato che la politica monetaria può fare poco contro forze deflazionistiche come la globalizzazione, le dinamiche demografiche e i progressi tecnologici.

Considero valide le teorie secondo cui la bassa inflazione recente riflette fattori transitori e alcuni sviluppi positivi sul lato dell'offerta. Guardando al 2018, il mercato del lavoro rigido dovrebbe stimolare la crescita dei salari, mentre la possibilità di imposte inferiori sui redditi societari dovrebbe incoraggiare maggiori investimenti nazionali e internazionali.

Mi aspetto che, sotto la guida del nuovo presidente Jerome Powell, il Comitato di politica monetaria della Fed (FOMC) continui a normalizzare i tassi gradualmente nel 2018. I prezzi di mercato suggeriscono un'opinione simile, anche se il tasso sui Fed fund atteso per la fine del 2018 è inferiore di circa 50 punti base al livello suggerito dalla proiezione mediana del grafico a punti FOMC (grafico 1).

SORPRESE POSITIVE DALL'EUROPA

La crescita economica su vasta scala in Europa è stata la sorpresa del 2017. Restano delle criticità, come il livello di crediti in sofferenza nel sistema bancario italiano e spagnolo, ma anche su questo fronte cominciano a emergere segnali di miglioramento.

La Banca centrale europea (BCE) può rivendicare a ragione di aver contribuito a questa svolta: la politica monetaria ultra accomodante ha infatti consentito al sistema finanziario di guarire, restituendo alle imprese e ai consumatori la fiducia necessaria per investire e spendere. Ma soprattutto, la BCE ha

indicato l'intenzione di mantenere una linea politica espansiva, annunciando la proroga del QE fino a settembre 2018, sebbene con un volume ridotto a 30 miliardi di euro al mese.

A novembre il Comitato di politica monetaria (MPC) della Banca d'Inghilterra ha neutralizzato il taglio dei tassi effettuato in emergenza, all'indomani del referendum sulla Brexit.

continua alla pagina successiva



Bond Vigilantes



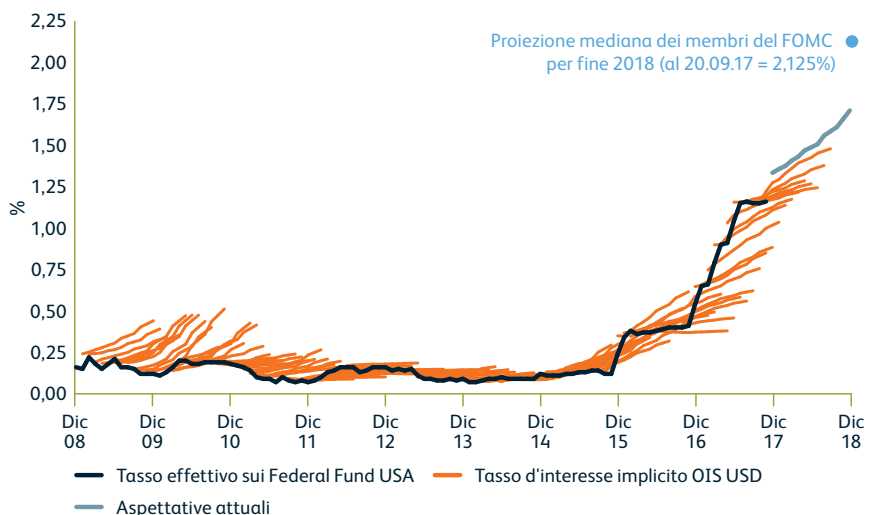
bondvigilantes.com/italiano



@bondv_italiano

Grafico 1. Tasso sui Fed fund rispetto alle aspettative di mercato

Le aspettative di mercato sui tassi restano inferiori a quelle del FOMC



Fonte: Bloomberg, M&G, novembre 2017.

Ci aspettiamo di vedere altri segnali di rallentamento degli investimenti, fiducia dei consumatori in calo e debolezza dell'economia fino a quando non sarà definito un accordo concreto, quanto meno transitorio, sul futuro rapporto commerciale con l'UE. La buona notizia è che questo singolo rialzo dei tassi di 25 punti base avrà un effetto limitato sull'economia reale. La politica monetaria resta altamente accomodante, i tassi d'interesse reali sono negativi e il bilancio della Banca mantiene dimensioni ampie.

QUANTO POSSONO SALIRE I TASSI?

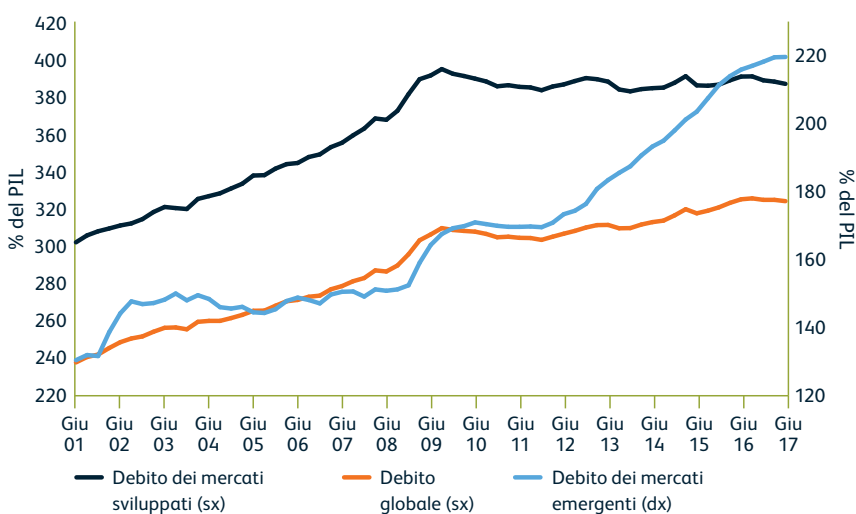
Molti economisti hanno attribuito il ritmo di crescita lento visto durante la ripresa economica al ciclo di deleveraging mondiale mirato a ridurre l'indebitamento da livelli che sembravano insostenibili. A 10 anni dalla crisi finanziaria globale, a che punto siamo in questo ciclo di riduzione del debito?

Il grafico 2 mostra i livelli di debito negli ultimi anni, nelle principali economie sviluppate ed emergenti. Dopo il picco raggiunto nel 2009, c'è stata una leggera riduzione seguita da un nuovo rialzo. Dal grafico si nota inoltre che, mentre nel mondo sviluppato il ciclo di riduzione del debito è stato moderato negli ultimi 10 anni (coinvolgendo principalmente il settore bancario), l'incremento recente del debito mondiale è derivato in larga misura dai Paesi emergenti (con un contributo rilevante delle imprese a controllo statale cinesi, ad esempio). Questo aumento continuato dell'indebitamento globale implica che i tassi d'interesse massimi per questo ciclo economico sono destinati ad essere inferiori rispetto al passato, in quasi tutto il mondo sviluppato.

Un altro parametro significativo della sostenibilità dei livelli di debito mondiale è il tasso d'interesse medio corrisposto su quel debito. A tale riguardo, le politiche monetarie ultra-espansive adottate in quasi tutti i Paesi sviluppati hanno in parte attenuato questo onere sull'indebitamento di molti governi.

Il fatto che la Fed dovrà continuare a innalzare i tassi per contrarre ulteriormente la politica monetaria trova riflesso nell'adeguamento che abbiamo visto nel 2017 sui rendimenti dei Treasury a 2 anni, risaliti dall'1,1% a circa l'1,8%. Tuttavia, gli interessi sui titoli governativi a più lungo termine hanno mostrato una tenuta straordinaria: quelli offerti dai Treasury a 10 anni chiuderanno il 2017 intorno agli stessi livelli di inizio anno. Questa combinazione di

Grafico 2. I livelli di debito mondiale sono rimasti ostinatamente elevati



Fonte: M&G, Institute of International Finance, 01.06.17. Si noti che la performance passata non è indicativa dei risultati futuri.

rendimenti in rialzo nel segmento breve e stabili sulle scadenze più lunghe ha determinato un deciso appiattimento della curva dei Treasury USA nel 2017, il che storicamente fa presagire una svolta al ribasso per l'economia. Data la prospettiva di almeno altri due ritocchi al rialzo della Fed nel 2018, la curva potrebbe invertirsi se i tassi a lunga dovessero restare così ben ancorati.

Quindi la forma attuale della curva dei rendimenti segnala una recessione imminente negli Stati Uniti? Non necessariamente. La domanda tuttora elevata di titoli di Stato a lunga scadenza è riconducibile almeno in parte ad altri fattori strutturali di rilievo, come la crescita della produttività più lenta, i livelli di inflazione inferiori e l'invecchiamento della popolazione mondiale.

Dato che queste influenze di natura tecnica potrebbero attenuarsi e che l'assottigliamento del divario di produzione globale potrebbe spingere verso l'alto l'inflazione, riteniamo ragionevole ipotizzare pressioni al ribasso sui prezzi dei titoli governativi statunitensi (o anche britannici ed europei) nei prossimi mesi.

ATTENZIONE ALLA QUALITÀ DEL CREDITO

La qualità del credito investment grade ha visto un forte deterioramento negli ultimi anni. Il fenomeno è derivato in parte da un atto volontario, con le società convinte che aumentare la leva in bilancio potesse migliorare la redditività del capitale proprio, ma riflette anche i declassamenti del credito su vasta

scala subiti in particolare da banche e istituti finanziari durante e dopo la crisi del credito. Di conseguenza, oggi il mercato mondiale del credito ha un profilo di rischio molto più alto rispetto a dieci anni fa.

Nel contesto attuale dei livelli di spread del credito, ciò assume particolare rilevanza: osservando lo spread complessivo nell'universo investment grade globale isolandolo dal resto, si potrebbe essere tentati di pensare che, nonostante il rimbalzo dei prezzi dei titoli societari negli ultimi anni, le valutazioni siano semplicemente tornate alla media di lungo periodo. Se però si tiene conto del suddetto deterioramento della qualità del credito, il quadro è meno incoraggiante, in quanto suggerisce che oggi il credito globale sia in realtà costoso, più che a un livello equo di valutazione. All'origine di questa situazione ci sono anche alcuni validi motivi: gli acquisti di obbligazioni da parte della BCE, i tassi di default ancora bassi e la domanda costante di asset che producono reddito.

Nell'high yield, il mercato favorisce tuttora gli emittenti, mentre i diritti degli obbligazionisti hanno continuato a deteriorarsi nel corso dell'anno. Secondo Moody's, dal 2013 in Europa il numero di HY lite (obbligazioni prive di tutele fondamentali per gli investitori) è aumentato costantemente da un livello ampiamente inferiore al 10% a circa un terzo di tutte le emissioni che approdano oggi sul mercato.

Ci sono scarsi segnali di allarme per il momento, in quanto le società beneficiano ancora di un ambiente macroeconomico favorevole, in un contesto di crescita mondiale sincronizzata e condizioni finanziarie accomodanti, che dovrebbero garantire l'accesso a rifinanziamenti a buon mercato nell'immediato futuro.

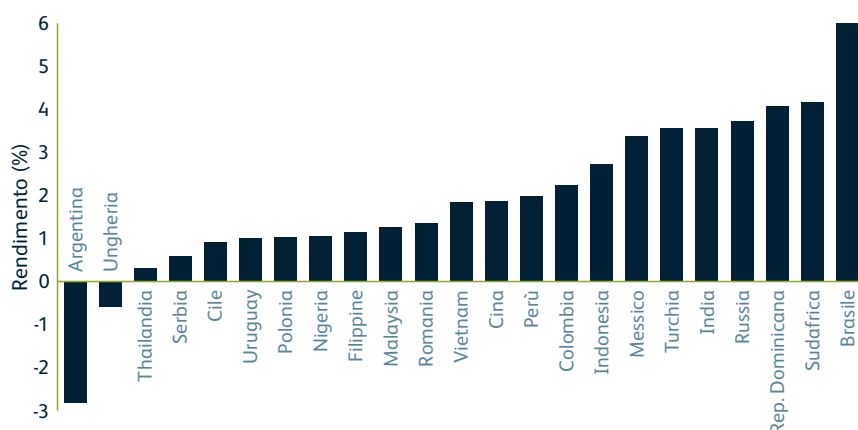
In ogni modo, dal mio punto di vista, la qualità del credito in declino e le minori remunerazioni per l'assunzione di rischio hanno reso il credito (sia investment grade che high yield) un'asset class molto meno attraente nel 2017 rispetto agli anni precedenti.

PAESI EMERGENTI: TENUTA E VALORE RELATIVO

Dopo un inizio 2017 all'insegna del nervosismo, i timori degli investitori nei mercati emergenti dovuti all'elezione di Donald Trump si sono attenuati e nel corso dell'anno l'atteggiamento generale nei confronti della regione si è mantenuto positivo. L'ottimismo generato dalla crescita economica mondiale in miglioramento (e sincronizzata) ha dato un contributo, come pure i prezzi delle commodity tendenzialmente più solidi e la performance della Cina superiore alle attese. Inoltre, andando avanti nell'anno, alcuni rischi specifici sono stati "esclusi" dai mercati obbligazionari emergenti.

I fondamentali e le valutazioni della regione continuano ad apparire interessanti, su base selettiva, in confronto ai mercati sviluppati. Ad esempio, i tassi di crescita in molte economie emergenti hanno superato quelli del mondo sviluppato, risultando in diversi casi associati a rapporti debito/PIL inferiori. I rendimenti del debito sovrano dei mercati emergenti in valuta locale e valuta forte superano ampiamente quelli dei titoli analoghi del mercato sviluppato.

Grafico 3. Quasi tutti i Paesi EM hanno ancora rendimenti reali elevati



Visti i fondamentali in miglioramento, la regione EM dovrebbe attrarre più capitali in futuro.

Fonte: M&G, Bloomberg, 30.11.17.

I rendimenti reali elevati (grafico 3) mettono in evidenza l'attrattiva di regioni come l'America Latina, dove l'inflazione è prevista in calo in vari mercati di ampie dimensioni, inclusi Brasile e Messico. Tuttavia, continuo a ritenere preoccupante l'entità del debito cinese e, per quanto un "atterraggio duro" sembri improbabile, gli spread contratti nel mercato obbligazionario del Paese non offrono un'adeguata remunerazione dei rischi.

Le implicazioni dei tassi d'interesse più elevati negli Stati Uniti meritano ancora un'attenta considerazione, ma per molte economie emergenti questo ambiente di interessi superiori negli USA non rappresenta una sfida rilevante come nei cicli precedenti, grazie ai miglioramenti dei conti correnti e ai livelli complessivamente inferiori di debito denominato in dollari USA.

A meno di una Fed in ritardo sulla curva, i mercati del debito EM possono sostenere una contrazione monetaria lenta e graduale negli Stati Uniti, i cui effetti dovrebbero essere attutiti dai rendimenti reali più elevati nella regione emergente. Intanto le prospettive più robuste per l'economia mondiale implicano un quadro favorevole per la qualità del credito degli emittenti obbligazionari dei Paesi emergenti, in quanto le variazioni dei rating EM in genere sono correlate ai tassi di crescita.

Le performance passate non sono indicative dei risultati futuri.



Il presente documento è concepito a uso esclusivo di investitori qualificati. Non destinato alla distribuzione ad altri soggetti o entità, che non devono basarsi sulle informazioni in esso contenute. Queste informazioni non costituiscono un'offerta o una sollecitazione di offerta per l'acquisto di azioni di investimento di uno dei Fondi qui citati. Gli acquisti relativi a un Fondo devono basarsi sul Prospetto Informativo corrente. Copie gratuite degli Atti Costitutivi, dei Prospetti Informativi, dei Documenti di Informazione Chiave per gli Investitori (KIID) e delle Relazioni annuali e semestrali sono disponibili presso l'ACD: M&G Securities Limited, Laurence Pountney Hill, London, EC4R 0HH, GB. Tali documenti sono disponibili anche sul sito: www.mandigitalia.it
Prima della sottoscrizione, leggere il Prospetto Informativo, che illustra i rischi di investimento associati a questi fondi. Questa attività di promozione finanziaria è pubblicata da M&G International Investments Ltd. Sede legale: Laurence Pountney Hill, Londra EC4R 0HH, società autorizzata e disciplinata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority. **JAN 18 / W257901**