**TCW - Reddito fisso, le prospettive negli USA dopo il rally di fine anno**  
  
A cura di **Tammy Karp, senior portfolio manager fixed income, TCW**

Il **sentiment degli investitori** si è fatto decisamente **più rialzista a novembre**, dando luogo a un ampio rally. Performance positive sono state registrate per le azioni (S&P +9%), i Treasury (+3,47%), nel comparto high yield (+4,53%) e nel credito investment grade (+5,68%). **L'euforia è stata sospinta da una confluenza di fattori**, tra cui i dati sull'inflazione, inferiori alle attese, e le aspettative di un pivot accomodante della Fed, con il 60% di probabilità di un taglio dei tassi entro la metà del 2024. Il miglioramento della domanda di Treasury, inoltre, ha determinato un forte calo dei tassi privi di rischio. Di conseguenza, **il mercato del credito Investment Grade ha registrato il più grande rally dal novembre 2022**.

I rischi da monitorare

La combinazione di dati economici forti, ma non troppo, e dell’inflazione in calo ha fornito un sostegno al quadro di atterraggio quasi perfetto, con uno scenario “Goldilocks”. Pur non trovandoci in una situazione fuori dall’ordinario, riconosciamo che il meccanismo di trasmissione delle policy non ha una tempistica definita. La resilienza dei consumatori è stata finora una delle caratteristiche più sorprendenti di questo ciclo. Tuttavia, **all'orizzonte, si profilano delle difficoltà, tra cui il ribasso dei risparmi in eccesso, la ripresa dei pagamenti dei prestiti agli studenti, l'aumento dei saldi delle carte di credito** e il conseguente incremento di morosità e storni.

Inoltre, **i fondamentali del credito corporate si sono indeboliti, in contrasto con la traiettoria ascendente dei rating**, poiché le pressioni sui margini e i maggiori costi di finanziamento hanno avuto un impatto negativo sui parametri. Ciò non significa che si veda all’orizzonte un forte peggioramento dei bilanci aziendali ma, come abbiamo appreso dall'inizio del ciclo di rialzi dei tassi, **le conseguenze di una stretta monetaria aggressiva sono imprevedibili**.

Valutazioni poco convincenti

Il mercato del credito Investment Grade ha messo a segno un impressionante rally a novembre, stabilendo un nuovo minimo degli spread da inizio anno, determinando un’inversione di quello che sarebbe stato il terzo anno consecutivo di rendimenti totali negativi. Da inizio anno, **il rendimento totale dell'IG Credit Index è passato definitivamente in positivo (+3,83%). I titoli BBB hanno sovraperformato**, grazie al ridimensionamento del beta, che è rimasto un tema per tutto il mese. Dopo l'ultimo rally, gli spread del credito Investment Grade, pari a +97 punti base rispetto ai Treasury, sono a soli 20 punti base dai ristretti livelli raggiunti nel 2021.

A nostro avviso, **le valutazioni non sono convincenti**, considerati i risultati asimmetrici a fronte dell’avvicinamento degli spread al loro minimo. **Sebbene permangano opportunità idiosincratiche, è opportuno continuare a ridurre il rischio**, **poiché il profilo rischio/rendimento favorisce un approccio difensivo rispetto al posizionamento nel comparto creditizio**.   
  
La sottoperformance del settore bancario

Il settore bancario ha partecipato al rally, pur rimanendo lontano dalla sua media di lungo periodo sia su base assoluta che relativa. Il divario in termini di spread tra le sei grandi banche statunitensi e il più ampio mercato dei titoli Investment Grade (IG Credit Index), pari a 48 punti base, è decisamente più ampio rispetto alle medie storiche. **Una parte della sottoperformance può essere attribuita ai residui timori derivanti dai recenti fallimenti di alcune banche regionali, nonché alle aspettative di maggiori requisiti patrimoniali** in seguito alla nuova Basilea III, l'ultima serie di standard internazionali in materia di adeguatezza del capitale e liquidità. Tuttavia, **riteniamo che la divergenza nel rapporto tra spread nel comparto bancario e non bancario sia insostenibile**.

L’impatto sui consumatori dell’inasprimento delle condizioni finanziarie, l’esaurimento dei risparmi in eccesso e la ripresa dei pagamenti dei prestiti per gli studenti determineranno delle ricadute sull'economia in generale di ampia portata. **La disparità tra gli spread bancari e il resto del mercato lascia presagire un'inversione del ciclo, ma a ciò dovrebbe far seguito una più ampia correzione delle valutazioni creditizie nel comparto Investment Grade,** anche per le categorie più sensibili alla domanda ciclica, come materie prime e automobili.

La quota relativa di emissioni può, almeno in parte, contribuire a spiegare la sottoperformance del settore bancario rispetto al resto del mercato dei titoli Investment Grade. Su base annua, le emissioni bancarie, pari a 393 miliardi di dollari, sono in calo del 17% rispetto allo stesso periodo del 2022. Le emissioni annuali delle sei grandi banche d’affari statunitensi, a 108 miliardi di dollari, sono significativamente inferiori (-37%) rispetto ai 172 miliardi emessi nei primi 11 mesi del 2022. Tuttavia, nonostante il calo nominale, la quota di offerta bancaria rispetto al totale delle emissioni corporate nel comparto Investment Grade, pari al 33%, rimane superiore alla media quinquennale del 28%.