

## COMPRENDERE L'ATTUALE CICLO DEL CREDITO



**Xavier Sanjurjo**

Research and Product Manager  
Asset Management

Due anni fa, le banche centrali hanno intrapreso la stretta monetaria più aggressiva degli ultimi decenni per frenare le condizioni di finanziamento straordinariamente espansive messe in atto durante la pandemia, misure che hanno contribuito a scongiurare una grave crisi economica contenendo l'ondata di insolvenze che era allora iniziata sui mercati del credito. Grazie alla forte ripresa economica, i fondamentali delle imprese sono tornati ai livelli pre-COVID. Questo, insieme al rinnovato appeal dei rendimenti offerti, ha attirato nuovamente gli investitori sul mercato delle obbligazioni societarie, che ha generato rendimenti dell'8,40% per l'Investment Grade (IG) statunitense nel 2023 e del 13,50% per l'High Yield (HY).

Tuttavia, con un ciclo economico che sembra essere in fase avanzata, una ripresa della volatilità dei tassi d'interesse dovuta alle incertezze sui tempi di un allentamento della Fed, i crescenti rischi geopolitici e le rigide valutazioni del credito, come posizionarsi sui mercati del reddito fisso?

### IL CICLO DEL CREDITO - UNA TABELLA DI MARCIA PER UN POSIZIONAMENTO EFFICACE

I cicli del credito si riferiscono al modello ricorrente di espansione e contrazione della disponibilità di credito e dei prezzi all'interno di un'economia. Sono caratterizzati da cambiamenti negli standard di prestito, nella domanda di credito e nelle condizioni generali del mercato. Sono influenzati in particolare dalle condizioni economiche, dalla politica monetaria e dal sentiment del mercato e hanno un forte impatto sui costi di finanziamento, sulle decisioni di investimento e sull'attività economica complessiva. I cicli del credito si articolano tipicamente in quattro fasi: recessione, riparazione del credito, ripresa ed espansione/ciclo finale.

### A CHE PUNTO SIAMO NELL'ATTUALE CICLO?

Diversi indicatori suggeriscono che il ciclo del credito statunitense si trova attualmente nella fase di espansione/termine del ciclo, a partire da una crescita economica forte anche se in calo (1,6% nel 1T24 contro il 3,4% nel 4T23) e un'inflazione del 3,5% a fine marzo, che dovrebbe costringere la Fed a mantenere la sua politica restrittiva più a lungo.

Questi sviluppi dovrebbero restringere ulteriormente le condizioni finanziarie, che si sono notevolmente allentate rispetto allo scorso anno in un contesto di crescita economica robusta, consentendo alle imprese di rifinanziarsi sui mercati dei capitali, anche se a costi più elevati. Secondo gli indici ICE BofA, i rendimenti offerti dai mercati delle obbligazioni societarie IG statunitensi si attestano al 5,74% (vicino ai massimi di 15 anni) e all'8,29% per gli HY statunitensi.

### «Il margine di manovra della Fed si sta riducendo.»

I rendimenti più elevati, l'abbondante liquidità e la sostenuta propensione al rischio - come dimostra la sovraperformance dei segmenti di credito più rischiosi negli ultimi due anni - hanno contribuito a un rinnovato interesse per il debito societario, che ha portato a un significativo restringimento degli spread di credito, che ora flirtano con i minimi storici.

L'accesso ai mercati dei capitali ha quindi permesso agli emittenti di migliorare il profilo di scadenza del debito, riducendo a priori il rischio di rifinanziamento nei prossimi anni. Anche i loro fondamentali sono nettamente migliorati all'indomani della pandemia, beneficiando di una forte ripresa economica, con indici di leva finanziaria e di solvibilità tornati ai livelli pre-COVID. Tuttavia, negli ultimi tempi stiamo assistendo a un leggero deterioramento dovuto all'aumento dei costi di finanziamento e al rallentamento della crescita degli utili.

Per il momento è improbabile che questo lieve deterioramento scateni un'ondata massiccia di insolvenze, ma iniziamo a vedere qualche crepa. Di recente S&P ha registrato il numero più alto di insolvenze a livello globale dal 2009 fino alla fine di febbraio, con insolvenze concentrate soprattutto nei rating CCC. Ciononostante, S&P prevede un tasso di default sul debito speculativo statunitense non superiore al 4,75% entro la fine dell'anno (contro il 4,5%

nel 2023), pur menzionando un tasso del 6,75% nel suo scenario pessimistico di recessione e inflazione più rigida, che costringerà la Fed a mantenere i tassi di riferimento più alti più a lungo...

Uno scenario che diventerebbe improvvisamente più plausibile nel caso in cui si materializzasse uno dei tanti rischi latenti attuali, spingendo il ciclo del credito verso la fase discendente!

### IMPLICAZIONI PER I PORTAFOGLI A REDDITO FISSO

Sebbene la Fed sembri essere riuscita a raggiungere un atterraggio morbido nell'attuale ciclo di inasprimento monetario, i rischi di un atterraggio turbolento sono numerosi, il più significativo dei quali è la persistenza dell'inflazione. Ciò che è certo è che il margine di manovra della Fed si sta riducendo e che sembra che stia preparando i mercati a tassi più alti e più lunghi, il che continuerà senza dubbio a generare volatilità nei tassi e nei mercati del credito.

Se la storia è di esempio, queste considerazioni, insieme a livelli di valutazione relativamente bassi, consigliano un posizionamento prudente sui mercati delle obbligazioni societarie, che implica una riduzione del rischio di credito in portafoglio e la preferenza per le obbligazioni societarie IG di alta qualità e per i Treasury statunitensi.



**REYL**  
**INTESA SANPAOLO**

**INFORMAZIONE IMPORTANTE** - Il presente contenuto, messo a disposizione da REYL & Cie Holding SA e/o dalle sue società affiliate (di seguito "REYL"), ha finalità esclusivamente informative, è destinato ad un uso strettamente interno e non intende costituire una sollecitazione o un'offerta, una raccomandazione o un consiglio di acquistare o vendere diritti in qualsivoglia strumento finanziario ivi menzionato, né di effettuare transazioni o diventare parte di una transazione di qualsiasi tipo, in particolare con destinatari che non siano investitori qualificati, autorizzati, idonei e/o istituzionali. Il contenuto è destinato ad essere utilizzato esclusivamente dal destinatario e non può essere comunicato, stampato, scaricato, utilizzato e riprodotto ad altri fini. Il contenuto non è destinato a essere distribuito/offerto a, o utilizzato da, persone fisiche o giuridiche di un Paese, o soggette a una giurisdizione, le cui leggi o normative vietano tale distribuzione/offerta od uso. Sebbene REYL si impegni ragionevolmente per ottenere le informazioni da fonti che ritiene affidabili, REYL, i suoi amministratori, rappresentanti, dipendenti o azionisti non assumono responsabilità in merito al presente contenuto e non garantiscono che i dati indicati siano corretti, completi o degni di fede. REYL non assume quindi alcuna responsabilità per le eventuali perdite derivanti dall'utilizzo del presente contenuto, il quale è destinato esclusivamente ai destinatari che comprendono i rischi inerenti e sono in grado di assumerli. Le informazioni, i pareri e le verifiche contenute nel presente documento sono pertinenti alla data di pubblicazione e potrebbero essere revocate o subire variazioni senza preavviso. Il contenuto del presente documento è destinato esclusivamente a soggetti in grado di comprendere e assumersi tutti i rischi del caso. Prima di eseguire qualsiasi transazione, i destinatari devono stabilire se lo strumento finanziario menzionato nel contenuto corrisponde alle sue caratteristiche particolari e devono accertarsi di determinare, in modo indipendente (con i loro consulenti professionali) i rischi specifici, le conseguenze legali, fiscali e contabili nonché le condizioni di idoneità dell'acquisto degli strumenti finanziari menzionati nel contenuto. REYL, i suoi amministratori, funzionari, dipendenti, agenti e azionisti possono di volta in volta vantare interessi e/o avere impegni di sottoscrizione negli strumenti finanziari descritti nel presente documento. REYL non fornisce garanzie per quanto riguarda l'adeguatezza delle informazioni indicate, dei pareri o degli strumenti finanziari. I dati storici relativi al rendimento degli strumenti finanziari o delle attività sottostanti non costituiscono un'indicazione del loro rendimento futuro. Il presente contenuto è stato redatto da un dipartimento di REYL che non è un'unità organizzativa responsabile per la ricerca finanziaria. REYL è soggetta a diversi obblighi regolamentari e alcuni strumenti finanziari possono non essere disponibili in tutte le giurisdizioni o per tutti i tipi di destinatari. Il destinatario dovrà quindi conformarsi alle sue normative locali. Il presente non intende di offrire servizi e/o strumenti finanziari nei paesi o nelle giurisdizioni in cui tale offerta fosse illecita ai sensi delle leggi locali in vigore.



**SUCCESS. TOGETHER.**