GENERALI INVESTMENTS

I titoli governativi dell'Europa periferica si confermano attraenti nonostante la volatilità

giugno 2022

Con Mauro Valle parliamo della turbolenza che ha investito di recente i mercati obbligazionari e i motivi per cui, nonostante la volatilità attuale, i titoli di Stato italiani e periferici restino un'opzione valida per ottimizzare il profilo di rischio/rendimento

Mauro Valle, CFA

Head of Fixed Income di Generali Investment Partners[1]

- Lead Fund Manager della gamma GIS Euro Bond
- Più di 25 anni di esperienza
- Rating Citywire «AAA»[2]

GENERALI INVESTMENTS PARTNERS

Le banche centrali intensificano la lotta all'inflazione

È stata una settimana tumultuosa per i mercati obbligazionari mondiali, dopo che le principali banche centrali hanno deciso di aumentare i tassi per contrastare l'inflazione. In seguito alla pubblicazione di dati sull'inflazione superiori alle attese negli Stati Uniti, la Fed ha innalzato i tassi dello 0,75% e il mercato si aspetta che il costo del denaro chiuderà l'anno intorno al 3,25-3,50%.

Il rischio maggiore è che questi rialzi sfocino in uno scenario di correzione degli asset rischiosi e di rallentamento economico su scala globale simile a quello del 2018, come indica la notevole contrazione delle condizioni finanziarie vista nelle ultime settimane. Il rendimento sui Treasury a 10 anni, cartina di tornasole dell'economia, ha toccato il 3,5% prima dell'ultima riunione della Fed, accentuando i rischi di una recessione indotta dalla banca centrale. Il movimento verso l'alto è interamente riconducibile ai tassi reali (tassi nominali – tassi di breakeven), che hanno raggiunto lo 0,81% prima di ripiegare verso lo 0,60%. I tassi di breakeven sono scesi al livello più basso da quattro mesi stabilizzandosi intorno al 2,6%, il che riflette la determinazione della Fed a mantenere le aspettative di inflazione sotto controllo, sebbene accompagnate dalla prospettiva di una crescita più fiacca. La Fed è disposta a rischiare una recessione per contrastare la corsa dei prezzi e la curva dei rendimenti dovrebbe invertirsi man mano che i mercati incorporano questo dato.

Si prevede che la prossima mossa sarà un rialzo dello 0,50-0,75% e il livello scontato dal mercato per dicembre è vicino a quello del 3,5% indicato dal «dot plot" della Fed. Se l'economia statunitense continua a tenere, i rendimenti offerti dai Treasury USA dovrebbero superare la soglia del 3,5% riflettendo la possibilità che i tassi ufficiali salgano al 3,75-4,00% nel 2023. La Fed è decisa a combattere l'inflazione, ma punta anche ad un atterraggio morbido per l'economia.

Mi aspetto che il raffreddamento dell'attività economica e l'inflazione più mite nel secondo semestre dell'anno inducano la Fed e altre banche centrali a procedere lungo il percorso di contrazione con un ritmo più lento rispetto a quello scontato attualmente dal mercato.

Passando all'Area Euro, probabilmente l'inflazione non è ancora arrivata al picco. Nell'ultima riunione, la BCE ha deciso di assumere una posizione molto netta per ripristinare la propria credibilità riguardo alla gestione delle aspettative di inflazione. Dopo l'annuncio di un rialzo dello 0,25% a luglio - il primo in undici anni - la BCE probabilmente ne effettuerà un altro di mezzo punto percentuale a settembre per poi rivalutare la situazione. I mercati si aspettano che i tassi chiudano l'anno all'1,75%.

Per reazione, i rendimenti sui Bund a 10 anni hanno toccato l'1,80% prima di riscendere all'1,6% in seguito all'annuncio della BCE relativo a uno "strumento anti-frammentazione" concepito per gestire la divergenza dei costi di finanziamento fra i Paesi dell'Area Euro.

I tassi reali europei sono aumentati fino allo 0,37% tornando ai massimi osservati nel periodo pre-pandemia. Con questi movimenti bruschi, le condizioni finanziarie si sono contratte troppo e con una rapidità eccessiva accentuando il rischio di recessione, tanto più se si considerano le minacce legate alla guerra in Ucraina (a cominciare dai tagli alle forniture di gas).

Adesso i mercati stanno aspettando di vedere a che punto si stabilizzeranno i rendimenti dei Bund. Dopo l'estate saranno i dati di inflazione e la resilienza dell'economia europea a dettare l'andamento dei rendimenti, insieme ai nuovi dettagli sulla politica della BCE.

Mantenere l'esposizione ai titoli di Stato italiani e periferici

Come negli Stati Uniti, anche per i mercati europei i rischi maggiori sono un rallentamento dell'economia e il rincaro dei prezzi energetici dovuto alla guerra in Ucraina.

Nelle ultime settimane lo spread fra i BTP italiani e i bund a 10 anni si è ampliato fino a 240 punti base, spinto dal clima di avversione al rischio e dall'aggressività della BCE, ma dopo l'annuncio dello scudo anti-frammentazione è tornato a scendere attestandosi a 190 pb. Ci aspettiamo che lo spread si aggiri intorno ai 200 pb mentre i mercati restano in attesa di ulteriori dettagli, probabilmente alla prossima riunione della BCE in programma il 20 e 21 luglio.

In confronto ai picchi di rendimento del 2018 e del 2020, scaturiti rispettivamente dall'instabilità politica e dai lockdown, i movimenti attuali sono imputabili ai timori per il livello dei tassi e per la sostenibilità del debito.

Su questo fronte, le prospettive economiche sono più incoraggianti rispetto ai periodi precedenti. In Italia la crescita nominale dovrebbe tenere nei prossimi trimestri, con il governo Draghi che garantisce una certa disciplina finanziaria nel paese, mentre i fondi UE per la ripresa dal Covid-19 continuano a offrire un sostegno che vale il 12,5% del Pil su 5 anni.

In questo scenario, il rapporto debito/Pil italiano resterà sotto controllo nonostante i costi di finanziamento più elevati. Inoltre, in confronto con la situazione osservata ai tempi della crisi del debito dell'Area Euro dieci anni fa, il settore bancario presenta cuscinetti di capitale molto più consistenti, una maggiore redditività e bilanci ripuliti dai debiti "cattivi".

Gli spread rispetto ai Bund si sono ampliati anche per i titoli governativi francesi, spagnoli e portoghesi, a causa dello scarso appetito per il rischio: nel caso della Francia, il livello sta superando i 50 pb, mentre per i paesi iberici si viaggia oltre i 110 pb.

Lo spread della Grecia è salito fino a 295 pb prima di tornare a 225 pb; le aspettative restano incoraggianti, con il paese che non ha ancora bisogno di emettere obbligazioni e il trend del rating che dovrebbe essere positivo nei prossimi trimestri.

La curva dei Bund a 2 e 10 anni si è inclinata quando lo spread è salito a 80 pb, per poi appiattirsi di nuovo di 20 pb con l'aumento dei tassi a breve a fronte di un livello stabile di quelli decennali. Nel corso dei prossimi mesi mi aspetto che questa tendenza prosegua in risposta ai rialzi dei BCE (come già visto negli USA nei mesi scorsi), stassi da parte della oprattutto se gli interessi dei Bund si stabilizzano.

Fondi Generali Investments SICAV (GIS) Esposizione attiva e difensiva ai titoli di Stato europei

I portafogli della gamma GIS Euro Bond hanno iniziato l'anno con un posizionamento difensivo di fronte ai rendimenti più elevati e questo ha generato una sovraperformance rispetto al benchmark nella prima metà del 2022. Dal nostro punto di vista, i rendimenti più alti erano probabilmente dovuti alla ripresa economica, all'inflazione in aumento e agli acquisti di obbligazioni leggermente inferiori da parte della BCE. Lo scoppio inatteso della guerra in Ucraina ha aggravato i problemi già esistenti sul fronte dell'energia e delle catene di approvvigionamento.

Vista l'incertezza, siamo partiti con una generosa esposizione alle obbligazioni indicizzate all'inflazione del 15-25% in tutti i portafogli, che sono andati bene quest'anno consentendoci di monetizzare i profitti nelle ultime settimane, quando abbiamo notato segnali di stabilizzazione dei tassi di breakeven. Manteniamo una ponderazione del 10-15% dei titoli legati all'inflazione, considerando il rischio di ulteriori rincari dell'energia dovuti al conflitto ancora in corso in Ucraina.

Abbiamo cominciato l'anno con una duration breve intorno a 2 anni in tutti i portafogli. L'esposizione resta lunga sui BTP italiani e i titoli governativi greci e, in misura minore, su quelli di Spagna e Portogallo. Sono invece sottoponderati rispetto ai benchmark i Bund tedeschi e altri titoli di Stato core.

Dopo i movimenti della scorsa settimana, abbiamo ridotto la duration dei portafogli a livelli neutrali. titoli. Abbiamo tratto vantaggio dall'incremento del peso dei BTP quando gli spread erano ai massimi e dalla riduzione di un terzo dell'esposizione dopo la riunione della BCE, quando hanno beneficiato di una performance positiva.

Dal mio punto di vista, i movimenti sulle curve dei rendimenti europee sono stati eccessivi, soprattutto nei paesi periferici, pertanto la situazione attuale offre un punto d'ingresso allettante per i titoli governativi a medio termine italiani e periferici. Il rischio principale è un ulteriore appiattimento provocato dai rialzi delle banche centrali, quindi preferiamo sfruttare questa ripidità giocando sugli spread fra le scadenze (per esempio, quelli fra i BTP a 2 e 5 anni) e gestendo la duration complessiva con un'esposizione al segmento a lungo termine della curva per accentuare la convessità.

Outlook

Guardando alla seconda metà dell'anno, i picchi di volatilità recenti potrebbero riaffiorare in vista della riunione di luglio della BCE, alimentati dalle voci sul possibile mantenimento di alcune politiche come lo strumento anti-frammentazione. La mia aspettativa però è che la volatilità si attenui nel secondo semestre, man mano che la strada imboccata dalla banca centrale diventa più chiara e l'impatto sul contesto economico, anche della guerra in Ucraina, diventa meno incerto. L'impegno della BCE a contrastare l'inflazione dovrebbe contribuire all'ulteriore stabilizzazione di tassi di breakeven. Resta il fatto che per Francoforte si prospetta un periodo difficile, in cui non si può escludere una recessione, magari lieve.

Per gli investitori in cerca di diversificazione e di una copertura contro la volatilità e l'esposizione azionaria, dopo il rialzo dei rendimenti, i titoli di Stato europei si possono considerare un investimento difensivo, in un orizzonte di medio-lungo periodo.

La gamma di fondi Generali Investments SICAV (GIS) Euro Bond ha generato una sovraperformance costante rispetto al benchmark in un contesto di rendimenti negativi, riuscendo a mitigare efficacemente i rischi principali di un investimento in debito governativo europeo. Gestiamo attivamente la duration per proteggere i portafogli dalla variazione dei tassi, con una strategia abbastanza agile da adattarsi in risposta ai cambiamenti.

Fonte:

[1)]La ragione sociale completa è Generali Investments Partners S.p.A. Società di gestione del risparmio.

[2)] Mauro Valle ha un rating di «AAA» assegnato da Citywire come gestore dei comparti GIS Euro Short Term Bond e GIS Euro Bond 1-3 years, a giugno 2022. (LINK)

Aspetti principali

ISIN (Eur B Acc.)	LU0145476148 – GIS Euro Bond LU0396183112 – GIS Euro Bond 1-3 years LU0145484910 – GIS Euro Short Term Bond
Data di lancio	02/04/2002 – GIS Euro Bond 04/11/2008 – GIS Euro Bond 1-3 years 02/04/2002 – GIS Euro Short Term Bond
Benchmark	Indice JPMorgan EMU – GIS Euro Bond Indice JPMorgan EMU 1-3 years – GIS Euro Bond 1-3 years EONIA Capitalization 5 D in EUR – GIS Euro Short Term
Valuta del fondo	Euro
Domicilio	Lussemburgo
Commissioni di gestione	0,35%
Commissioni di performance	Non prevista
Società di gestione	Generali Investments Luxembourg S.A.
Gestore degli investimenti	Generali Investments Partners S.p.A. Società di gestione del risparmio
Livello di rischio SRRI	**3**/7 – GIS Euro Bond **2**/7 – GIS Euro Bond 1-3 years **2**/7 – GIS Euro Short Term Bond *Per maggiori dettagli sui rischi si rimanda al KIID disponibile sul nostro sito sito web*

Fonte: Generali Investments Partners S.p.A. Società di gestione del risparmio al 31/05/2022. **Le performance passate non forniscono garanzie per il futuro. Non si rilasciano garanzie che la performance futura corrisponda a quella riportata in alto e si declina ogni responsabilità implicita o esplicita al riguardo. Il valore delle quote dei fondi o dei comparti ("Quote") e il reddito derivante dalle stesse possono aumentare o diminuire. Non si deve presumere la garanzia che gli obiettivi d'investimento del fondo saranno raggiunti. Le spese e le imposte possono ridurre la performance delle Quote e il reddito che ne deriva.**

GIS Euro Bond, GIS Euro Corporate Bond e GIS Euro Corporate Short Term Bond sono comparti di Generali Investments SICAV (una società d'investimento qualificata come "società d'investimento a capitale variabile" con comparti multipli ai sensi della legge del Granducato del Lussemburgo) gestito da Generali Investments Luxembourg S.A. che ha nominato Generali Investments Partners S.p.A. Società di gestione del risparmio come gestore degli investimenti. Il contenuto di questo documento ha esclusivamente finalità informative di carattere generico sui prodotti e servizi forniti da Generali Investments Partners S.p.A. Società di gestione del risparmio e Generali Insurance Asset Management S.p.A. società di gestione del risparmio. Non costituisce né può essere considerato un'offerta di vendita, una raccomandazione o una sollecitazione di qualsiasi natura a sottoscrivere quote/azioni di organismi di investimento collettivo in valori mobiliari o aderire a un'offerta di servizi di investimento. Non è legato ad alcun contratto o impegno specifico né può costituirne la base fondante. Non è da intendersi come una raccomandazione esplicita o implicita di una strategia di investimento né come una consulenza di investimento. Prima di sottoscrivere un servizio di investimento, ogni potenziale cliente deve ricevere copia della documentazione prevista dalla normativa in vigore, da leggere con attenzione prima di ogni decisione di investimento. Generali Investments Partners S.p.A. Società di gestione del risparmio declina ogni responsabilità per errori o omissioni e non dovrà essere considerata responsabile in caso di eventuali danni o perdite derivanti o causati dall'utilizzo improprio delle informazioni contenute nel presente documento. Le performance passate non sono garanzia di performance future e i comparti presentano un rischio di perdita del capitale. Non viene data assicurazione circa la corrispondenza delle performance future con quelle citate. Si raccomanda di prendere visione del regolamento consultabile sul nostro sito web www.generali-investments.com. Il cliente è invitato a leggere attentamente il KIID, che deve essergli consegnato prima della sottoscrizione dell'investimento, e i Prospetti disponibili sul nostro sito web www.generali-investments.com o sul sito di Generali Investments Luxembourg S.A. (Società di Gestione di Generali Investments SICAV) www.generali-investments.lu e presso i Collocatori autorizzati. Generali Investments fa parte del Gruppo Generali istituito nel 1831 a Trieste come Assicurazioni Generali Austro-Italiche. Generali Investments è un marchio commerciale di Generali Investments Partners S.p.A. Società di gestione del risparmio, Generali Insurance Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio, Generali Investments Luxembourg S.A. e Generali Investments Holding S.p.A. Si noti che la Società di gestione può decidere di recedere dagli accordi conclusi per la commercializzazione del Fondo, ai sensi dell'Articolo 93a della Direttiva 2009/65/CE. Per un riepilogo dei diritti degli investitori e delle linee guida relative a un'azione individuale o collettiva per controversie su un prodotto finanziario a livello UE e nel paese di residenza, si rimanda ai link seguenti: www.generali-investments.com e www.generali-investments.lu. Il riepilogo è disponibile in inglese o in una lingua autorizzata nel paese dell'investitore. Alcune informazioni presenti in questa pubblicazione sono state ottenute da fonti esterne a Generali Investments Partners S.p.A. Società di gestione del risparmio, che pur ritenendole affidabili per gli scopi del documento, non ne garantisce l'accuratezza né l'esaustività. © 2022 - Generali Investments Partners S.p.A. Società di gestione del risparmio.

GENERALI INVESTMENTS