



GENERALI
INVESTMENTS



Reddito fisso sotto i riflettori: guardare oltre l'incertezza

La view di Generali Investments

Maggio 2022

Introduzione

Indubbiamente oggi gli investitori si trovano ad affrontare un ambiente eccezionalmente insidioso, irto di situazioni che adombrano le prospettive di crescita globale.

La guerra russo-ucraina ha aggiunto un ulteriore elemento di complessità a uno scenario macroeconomico già segnato dall'avanzata dell'inflazione e dai prezzi dell'energia e delle commodity in rapida ascesa. Le principali banche centrali adesso hanno un compito ingrato: forse per la prima volta dagli anni Ottanta, stanno innalzando i tassi per spingere l'inflazione drasticamente verso il basso, anziché limitarsi a tenerla sotto controllo. Ma fin dove possono arrivare con la contrazione senza minacciare la stabilità finanziaria? I banchieri centrali rischiano di commettere degli errori? Ci stiamo avvicinando a una stagflazione?

Sono tutte domande di importanza cruciale. Va detto però che per i gestori obbligazionari attivi la volatilità presenta anche delle opportunità che potrebbero sfuggire ad altri. In questo documento, siamo lieti di presentare i punti di vista dei gestori obbligazionari all'interno della piattaforma di Generali Investments, che spiegano in che modo stanno bilanciando rischio e remunerazione in questo clima di incertezza.

Prospettive per il Reddito Fisso

Gli esperti dell'ecosistema di Generali Investments condividono le loro riflessioni su LDI, credito responsabile, obbligazioni governative e societarie, debito dei mercati emergenti, credito long-short e investimenti multistrategia. Ogni società di gestione patrimoniale sceglie autonomamente l'approccio da seguire e definisce i propri obiettivi e la propria filosofia d'investimento. Questa pluralità di pensiero è uno dei principali punti di forza della nostra piattaforma e aiuta gli investitori ad individuare nuove possibilità e soluzioni d'investimento.



LUMYNA



Le previsioni del team di ricerca macro di GIAM si basano su analisi macroeconomiche approfondite, con l'ausilio di analisi tecniche e modelli fondamentali propri. Tali previsioni vengono incorporate nelle aspettative di rendimento del team per le varie asset class e tenute in considerazione dai portfolio manager dei mandati assicurativi e pensionistici che GIAM gestisce per conto di clienti esterni oltre che per il Gruppo Generali.

Previsioni sui mercati finanziari

Government Bonds	Current	3M	Cons. Q2 2022	6M	Cons. Q3 2022	12M	Cons. Q1 2023
10-Year Treasuries	3.04	3.05	2.64	3.05	2.71	3.10	2.84
10-Year Bunds	1.02	1.05	0.57	1.10	0.64	1.15	0.78
10-Year BTPs	3.05	3.15	–	3.20	–	3.30	–
10-Year OATs	1.58	1.55	–	1.60	–	1.65	–
Peripheral Spread							
GIIPS	158	165	–	165	–	170	–
Credit Spreads (IG Corp. / EM Gvt.)							
BofaML Non-Financial	150	140	–	140	–	130	–
BofaML Financial	163	145	–	145	–	135	–
BofaML EM (USD)	370	340	–	345	–	350	–
Forex							
EUR/USD	1.06	1.05	1.07	1.08	1.09	1.12	1.12
USD/JPY	130	133	128	130	126	120	125
EUR/GBP	0.85	0.86	0.84	0.86	0.85	0.87	0.85
EUR/CHF	1.04	1.02	1.03	1.04	1.04	1.06	1.06
Equities*							
S&P500	4,190	4,150 (- 0.6%)	-	4,385 (5.4%)	-	4,350 (5.4%)	-
MSCI EMU	132.5	129 (-1.1%)	-	138 (5.9%)	-	136 (6.0%)	-
FTSE	7,462	7,380 (- 0.2%)	-	7,810 (6.6%)	-	7,645 (6.6%)	-
SMI	11,829	11,720 (- 0.5%)	-	12,435 (5.6%)	-	12,145 (5.6%)	-
TOPIX	1,904	1,880 (- 1.1%)	-	2,005 (6.3%)	-	1,975 (6.2%)	-

Source: Datastream, Bloomberg, GIAM calculations; Closing prices as of May 06, 2022 *numbers in brackets denote total returns incl. expected dividend payouts

Previsioni macro

Growth	2021	2022		2023		2024
		forecast	Δ vs. cons.	forecast	Δ vs. cons.	
US	5.7	2.7	- 0.5	2.1	- 0.1	1.4
Euro area	5.4	2.2	- 0.6	1.6	- 0.7	1.8
Japan	1.7	2.2	0.1	1.8	- 0.0	0.8
China	8.1	4.0	- 0.9	5.7	0.6	4.8
World	6.2	2.9	- 0.5	3.3	0.0	3.2

Inflation	2021	2022		2023		2024
		forecast	Δ vs. cons.	forecast	Δ vs. cons.	
US	4.7	7.4	0.4	3.3	0.1	2.3
Euro area	2.6	6.6	0.1	2.6	0.2	2.0
Japan	- 0.3	1.8	0.2	1.0	0.0	0.9
China	0.9	2.5	0.4	2.1	- 0.1	2.0
World	3.5	7.2	0.5	4.1	0.5	2.8

Source: Datastream, GIAM

Key Rates*	2020	2021	2022		2023	
			forecast	cons.**	forecast	cons.**
US	0.25	0.25	2.50	2.35	3.00	2.85
Euro area	- 0.50	- 0.50	0.00	- 0.24	0.50	0.36
Japan	- 0.10	- 0.10	- 0.10	- 0.10	0.00	- 0.08
China	3.85	3.80	3.60	n.a.	3.60	n.a.

* year-end forecasts; Fed: FFR upper bound, ECB: deposit rate, BoJ: Policy Rate Balance, China: Loan Prime Rate 1Y; ** mean forecasts BBG

Source: Datastream, Bloomberg, GIAM

Una finestra di opportunità per gli investitori liability driven



Per i fondi pensione obbligazionari puri è arrivato il momento di rivedere il rischio?

Indubbiamente gli investitori di tutte le categorie si trovano ad affrontare un contesto straordinario, caratterizzato da rischi di stagflazione in aumento e sostegno delle banche centrali in diminuzione. La volatilità attuale sui mercati obbligazionari, però, sta creando una messe di opportunità e anzi, gli investitori liability driven oggi hanno la rara occasione di ricevere rendimenti allettanti puntando nel contempo su titoli di qualità migliore.

Tuttavia, a seconda del tipo di "liability" in questione (prodotti assicurativi puri con pareggiamento di passività e attività da un lato e fondi pensione dall'altro), la tolleranza alla volatilità e al rischio «mark to market» può variare considerevolmente.

Prendiamo prima di tutto i fondi pensione, in cui il capitale si sta spostando dai prodotti obbligazionari puri con duration lunga verso esposizioni total return o più bilanciate, anche se questo implica l'assunzione di un grado di rischio azionario o di credito più alto. È una tendenza destinata a sopravvivere in uno scenario di ulteriore escalation della crisi fra Russia e Ucraina? Oppure dobbiamo aspettarci un'inversione, se la fuga verso la qualità spinge i tassi verso il basso?

E che dire degli investimenti alternativi? In un ambiente di tassi d'interesse bassi, la tendenza a diversificare negli alternativi è stata inarrestabile, con notevoli benefici in termini di rendimento e diversificazione, spesso a costo di un rischio di illiquidità più elevato.

Nel contesto di mercato attuale, alcuni investitori liability driven potrebbero avere un vantaggio competitivo per via della tolleranza alla volatilità spesso maggiore e di uno stravolgimento del mercato che offre rendimenti dignitosi anche in molte aree a basso rischio. D'altro canto, i fondi pensione concentrati sul reddito fisso potrebbero avere l'esigenza di ridefinire l'orientamento al rischio e adottare un atteggiamento più lungimirante possibile, dato che fissare una soglia massima più alta per la volatilità potrebbe consentire un apprezzamento a lungo termine del capitale superiore rispetto a prima.

Ribassisti sui titoli di Stato

Con i rendimenti reali vicini ai minimi storici, l'efficacia dei titoli governativi come copertura rispetto a un portafoglio di asset più rischiosi continuerà a essere molto limitata, nella migliore delle ipotesi. La crescente aggressività delle banche centrali dovuta alle pressioni inflative ha determinato un andamento sottoperformante dei titoli governativi nelle fasi di avversione al rischio finora quest'anno.

I tassi, sia negli Stati Uniti che in Europa sono elevati in questo ambiente di alta inflazione e la normalizzazione nella pancia della curva dovrebbe comportare ulteriori pressioni di appiattimento bear. Le aspettative di inflazione erano in aumento già prima del conflitto russo-ucraino ma le tensioni geopolitiche sommate ai dati sull'inflazione reale in rialzo continueranno ad alimentare nei consumatori e negli investitori la paura di dover fare i conti con un ambiente inflazionistico duraturo.

Le banche centrali stanno cercando di limitare gli effetti di secondo impatto con politiche monetarie più aggressive, ma i tassi reali resteranno depressi in un ambiente di stagflazione. Tuttavia, le obbligazioni legate all'inflazione dovrebbero continuare a ricevere sostegno dalle aspettative in crescita. Le valutazioni attuali sono più alte rispetto a qualche mese fa, ma i tassi d'inflazione di breakeven hanno ancora spazio per mostrare una buona performance sia sul mercato statunitense che su quello europeo.

Credito societario: muoversi verso le fasce di qualità superiori

Gli spread del credito hanno visto un ampliamento generalizzato e di portata considerevole, il che a nostro avviso offre agli investitori l'occasione di spostarsi su titoli di qualità migliore e accumulare emissioni in precedenza costose, come i green bond.

Gli spread del debito subordinato si sono decompressi dal debito senior; societari ibridi e short call Tier 1 al momento sono un chiaro obiettivo, ma nel cercare opportunità in quest'area tendiamo a preferire gli emittenti con i fondamentali più solidi.

In termini di esposizione settoriale, le tendenze attuali sul fronte inflativo e delle commodity offrono agli investitori la possibilità di sovrappesare l'energia e i materiali, mentre persino gli emittenti legati all'oro potrebbero risultare attraenti dal punto di vista dei fondamentali, essendo tra i principali beneficiari del contesto in cui ci troviamo.

Merita attenzione anche il mercato delle notes a tasso variabile. Nel credito societario, quando si prevede un aumento dei tassi e gli spread subiscono una pesante correzione, gli investitori opportunistici dovrebbero puntare su quest'area visto che la duration dei tassi è molto bassa e le obbligazioni tendono ad essere negoziate esclusivamente in base agli spread.

Altri due segmenti interessanti per noi al momento sono i titoli a singola A in dollari USA (fortemente scontati rispetto ai BBB in termini storici) e le obbligazioni europee BB di categoria high yield, che non hanno sottoperformato le singole B pur avendo fondamentali migliori.

Rimanere agili, attivi e prudenti

Se da un lato è importante essere abbastanza agili per cogliere le opportunità quando si presentano, nel complesso esortiamo ancora a mantenere un atteggiamento cauto nei confronti dei titoli governativi e societari.

Diversamente dal 2021, quando l'esposizione al rischio di credito, soprattutto nel segmento high yield, aveva protetto gli investitori nell'ambiente di tassi d'interesse in rialzo, una preferenza relativa top-down per il credito a fronte dei titoli di Stato non è altrettanto giustificata nel 2022.


Anche prima della guerra fra Russia e Ucraina, eravamo neutrali sui titoli governativi e societari per via delle valutazioni in peggioramento e dei fattori tecnici che si stavano deteriorando, con un'offerta netta di emissioni societarie in crescita e la prospettiva di tapering quantitativo.

La crisi geopolitica ha dimostrato come l'esposizione ai prodotti a spread (non solo il credito, ma anche i titoli periferici e dei mercati emergenti) possa giocare a nostro sfavore e, in mancanza di chiari catalizzatori di un rimbalzo, non vediamo motivi per un outlook rialzista. Vale la pena di notare che il rischio di credito è aumentato in modo molto disomogeneo portando alla luce delle opportunità, ma senza una decompressione evidente tra le varie fasce di rating.

Tenendo conto delle valutazioni relativamente allettanti, sembra saggio spostarsi verso la qualità più alta, aggiungendo progressivamente rischio con estrema selettività. Manteniamo un approccio difensivo nei confronti della duration, che resta inferiore al benchmark, e un atteggiamento positivo sui prodotti e i settori legati all'inflazione (sia in ambito governativo che societario), come pure sulle obbligazioni periferiche a breve scadenza. In prospettiva, stiamo monitorando attentamente se sia possibile raggiungere un nuovo equilibrio di mercato riguardo alle pressioni inflative e alle valutazioni più ampie.

Enrico Scarin, *Head of Fixed Income Mark-to-Market Portfolios*

Gianluca Bergamaschi, *Portfolio Manager, Fixed Income*



Investimento multi-strategia per una nuova era

L'approccio "new active" per ottimizzare la convessità

Siamo convinti che l'ambiente in cui si troveranno ad agire gli investitori nei prossimi vent'anni sarà profondamente diverso da quello degli ultimi venti, che ha beneficiato della deflazione unita all'abbondanza di liquidità e alle politiche monetarie espansive, oltre che della disponibilità di manodopera, materie prime ed energia a basso costo. Oggi gli investitori devono fare i conti con un livello più alto di inflazione, condizioni di liquidità in deterioramento e carenza di lavoratori e materiali.

Dal nostro punto di vista, questo cambiamento esige un approccio d'investimento completamente nuovo per generare ritorni. Di qui la scelta di non effettuare un'allocazione per classe di attivi, ma attraverso cinque strategie complementari totalmente svincolate da qualsiasi benchmark: income (obbligazioni e dividendi per ottenere un cash flow stabile), compounding (azioni growth di qualità per l'apprezzamento del capitale), macro (per il ritorno totale), asset alternativi non correlati (principalmente oro, ma anche volatilità e certificati CO2) e infine situazioni speciali (opportunità idiosincriche in ambito azionario e obbligazionario). Facciamo molta attenzione anche ai rischi di coda predisponendo opportune coperture.

Abbiamo chiamato questo approccio multi-strategia "new active". Nasce con l'obiettivo di ottimizzare la convessità del portafoglio, mitigando nel contempo la volatilità attraverso l'individuazione di opportunità che offrono risultati di performance specifici.

Sbloccare ritorni decorrelati con le situazioni speciali

Siamo felici di poter dire che fin dal lancio questo approccio ha dato impulso alla performance della nostra strategia e generato risultati positivi, tenendo testa alla volatilità pronunciata. Nei periodi imprevedibili, le situazioni speciali sono cruciali per generare performance decorrelate nel portafoglio: essendo opportunità puramente idiosincriche, sono infatti meno influenzate dalla situazione macroeconomica generale e possono offrire ritorni slegati dal resto del mercato assumendo posizioni azionarie in società coinvolte in ristrutturazioni, fusioni e acquisizioni o deep value, oltre che nel debito stressato o in sofferenza.

Dal punto di vista delle obbligazioni societarie, per esempio, mentre scriviamo la nostra strategia è esposta all'economia argentina tramite obbligazioni con duration molto breve di settori critici come le telecomunicazioni e l'energia, che offrono rendimenti a doppia cifra.

La Cina è un altro tema a cui guardiamo con grande interesse, ricercando soprattutto le opportunità trascurate nel tribolato settore immobiliare. Dopo il rallentamento iniziato nell'ultimo trimestre del 2021, ci aspettiamo che la Cina giocherà tutte le carte a sua disposizione per tornare a crescere a un ritmo dignitoso quest'anno. Nella seconda metà del 2022 dovremmo vedere un netto progresso sul fronte della politica fiscale e monetaria con cui Pechino cercherà di stimolare le aree in crisi e sostenere una crescita di più ampio respiro. Il processo di ristrutturazione si sta quindi avvicinando a un punto che farà maggiore chiarezza sulla sostenibilità finanziaria a medio termine di alcuni emittenti in difficoltà.

Passando alla strategia macro, siamo entrati nel 2022 con una visione diversa da quella di consenso riguardo all'inflazione, che a nostro avviso sarà più persistente di quanto creda il mercato. Questo ci ha indotti ad assumere una duration netta negativa attraverso posizioni corte sui bund e sui Treasury, un approccio prudente che intendiamo mantenere per l'anno a venire.

Nonostante i rialzi dei tassi nominali, quelli reali resteranno negativi in particolare nell'Area Euro, dove la repressione finanziaria imperversa, motivo per cui è essenziale privilegiare gli investimenti che generano ritorni reali costantemente positivi, per esempio nell'energia, tra i facilitatori della transizione energetica, nel comparto immobiliare e nei CoCo di emittenti finanziari europei. In termini di esposizione valutaria, confermiamo la preferenza per un'ampia ponderazione del dollaro come copertura contro la perdurante incertezza geopolitica e di mercato.

Il buono, il brutto e il cattivo

Guardando al resto dell'anno, il quadro che si prospetta è diviso fra "il buono, il brutto e il cattivo". Il "buono" è rappresentato dalla crescita economica promettente, il "brutto" si riferisce alle conseguenze a medio termine del tapering e dei tassi in rialzo e infine il "cattivo" è la possibile stagflazione alimentata dai prezzi energetici alle stelle, soprattutto dopo l'invasione russa dell'Ucraina, con le relative ripercussioni sul reddito disponibile nei paesi occidentali, Europa in testa.

Mentre scriviamo, i mercati scontano una stagflazione o una possibile recessione provocata dalla concomitanza di inflazione e tassi in ascesa e rallentamento economico. I prossimi mesi saranno cruciali per comprendere se la Federal Reserve ha imboccato la strada giusta con gli aumenti pianificati del costo del denaro, o se invece, come teme il mercato, di fronte alla frenata dell'economia dovrà fare marcia indietro e ritoccare i tassi verso il basso come nel 2019.

Alla luce di tutto questo, una strategia nel credito basata sulla pura esposizione al rischio di mercato potrebbe offrire un potenziale di guadagno limitato. In un contesto così fluido in cui l'umore può cambiare da un momento all'altro, continuiamo a preferire la selezione idiosincrica dei titoli obbligazionari adottando un approccio attivo e altamente flessibile a temi difensivi e ciclici, come telecomunicazioni, energia e industriali, e puntando su emittenti capaci di generare cash flow solidi.

Mauro Ratto, Co-Founder e Co-Chief Investment Officer

La volatilità crea opportunità



Non sottovalutare la contrazione quantitativa

Le spinte al rialzo sui tassi d'interesse globali probabilmente persisteranno nel 2022, vista l'inflazione ostinata negli Stati Uniti e in Europa.

Negli USA si tratta chiaramente di un fenomeno ciclico, alimentato dal mercato del lavoro contratto che sta creando pressioni sui salari, mentre l'inflazione europea è più influenzata dal deciso incremento dei prezzi legati all'energia e dagli effetti finanziari della guerra russo-ucraina, sebbene ci siano segnali di tensioni salariali anche in alcune regioni d'Europa.

In questo contesto le banche centrali di primo piano hanno confermato l'impegno a normalizzare la politica monetaria più rapidamente del previsto e i mercati stanno scontando diversi rialzi dei tassi negli Stati Uniti e qualcuno in Europa. Tuttavia, per il momento non sembrano considerare l'implementazione della contrazione quantitativa, che sottrarrebbe direttamente liquidità dai mercati finanziari colpendo gli asset rischiosi.

I mercati obbligazionari scontano anche il rischio di un rallentamento del ciclo economico, tanto che alcuni segmenti della curva dei rendimenti USA si sono invertiti o avvicinati a un'inversione. In effetti, la natura ciclica dell'inflazione statunitense richiede un calo dell'occupazione per tornare al livello obiettivo del 2%, ma il rischio chiaramente è che un adeguamento della politica per innalzare i tassi si spinga troppo oltre deprimendo la crescita più del necessario. L'Europa, in quanto epicentro della crisi ucraina, è l'area più esposta ai relativi effetti finanziari.

La volatilità dovrebbe creare opportunità tattiche

Vista la persistenza dell'inflazione e delle pressioni sui tassi, preferiamo una strategia molto prudente sui titoli di Stato: sebbene i rialzi del costo del denaro siano già scontati, la contrazione del bilancio delle banche centrali non lo è. Sembra probabile che la volatilità continui ancora per qualche tempo e questo dovrebbe offrire ai gestori attivi in ambito obbligazionario l'occasione di effettuare qualche operazione tattica. Crediamo però che sia saggio mantenere una duration breve nel portafoglio o comunque inferiore rispetto al benchmark.

Inoltre, vale la pena considerare qualche copertura a basso costo contro il rischio di un netto rallentamento o di recessione. In particolare negli Stati Uniti il segmento a 5-10 anni della curva dei rendimenti è già invertito, ma i titoli quinquennali potrebbero cominciare presto a scontare gli effetti della crescita rallentata e, in tal caso, la curva si inclinerebbe di nuovo. Anche il cosiddetto "spread transatlantico" potrebbe presentare qualche opportunità: al momento lo scarto di rendimento fra i Treasury e i bund è piuttosto ampio e in genere si appiattisce in vista di un rallentamento o di una recessione. Queste strategie offrono anche un carry positivo.

Dal nostro punto di vista, il profilo di rischio/remunerazione del credito investment grade attualmente è più favorevole in confronto a quello dei titoli governativi. In Europa, questa asset class può offrire valore relativo rispetto al debito sia dei paesi core che di quelli periferici, con il segmento a più breve scadenza della curva europea maggiormente a rischio.

Il credito high yield è andato piuttosto bene, in termini relativi. Negli Stati Uniti, per esempio, ha ricevuto sostegno dalla performance vigorosa del settore energetico, mentre lo spread rispetto all'high yield europeo e al debito sovrano in valuta forte dei mercati emergenti è estremamente basso. Un'inversione su questo fronte potrebbe creare un'opportunità d'investimento da monitorare da vicino nei prossimi mesi.

In generale, l'high yield al momento offre un rendimento dignitoso, anche se è importante tenere presente che in questo clima volatile diamo preferenza ai titoli di alta qualità, agli industriali e ai capital goods che storicamente sono stati «pricing power». In caso di ambiente recessivo, una posizione relativamente lunga nell'high yield europeo a fronte di quello statunitense dovrebbe dare buoni risultati.

I titoli di Stato dei paesi emergenti offrono un carry superiore in confronto a quelli dei mercati sviluppati, pertanto rappresentano un'altra opportunità. Molte banche centrali della regione emergente hanno già avviato la normalizzazione della politica monetaria nella parte finale del 2021 e questo implica un vantaggio competitivo su gran parte del mondo sviluppato dove questo processo è iniziato solo adesso. Inoltre, visto il livello dei rendimenti, mantenere posizioni corte nei mercati emergenti ha un costo e questo assicura ulteriore sostegno all'asset class.

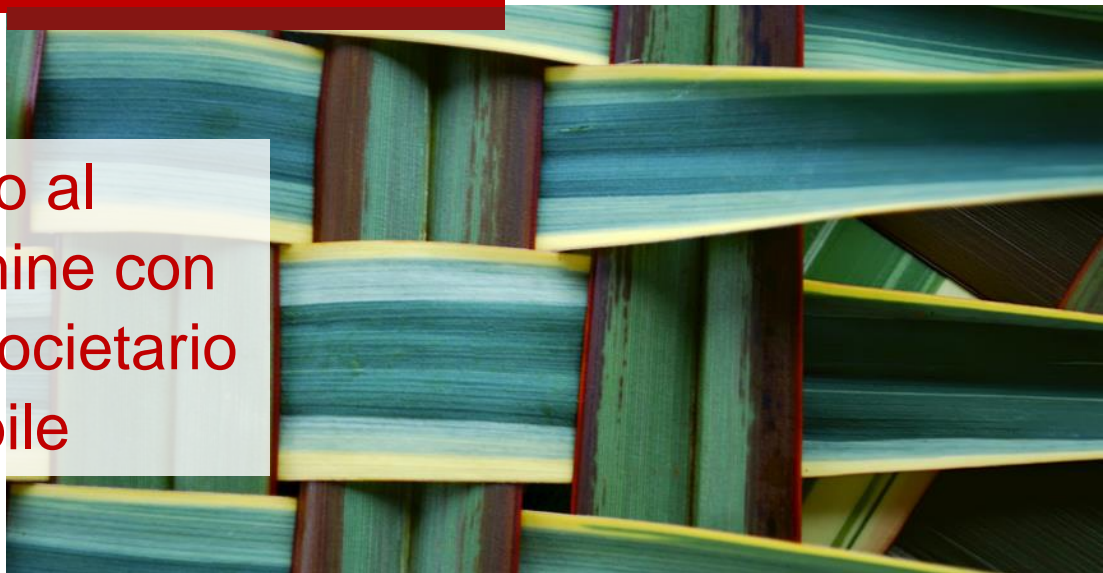
Per riassumere, crediamo che sia ragionevole aspettarsi altra volatilità sui mercati obbligazionari nei prossimi mesi. Ciò rende necessario un atteggiamento prudente sulla duration, ma per i gestori attivi i mercati emergenti e del credito continuano ad offrire opportunità in termini relativi rispetto ai titoli governativi.

Salvatore Bruno, *Head of Investments*

Mauro Valle, *Head of Fixed Income*



Guardando al lungo termine con il credito societario responsabile



Noi di Sycomore Asset Management investiamo nel credito responsabile fin dal 2012, quando questo concetto doveva ancora affermarsi sui mercati obbligazionari. Da quei primi anni di crisi del debito sovrano dell'Area Euro e fibrillazioni da tapering, fino alle incertezze geopolitiche ed economiche di oggi dovute all'invasione russa in Ucraina, il rischio è sempre vivo nel mondo.

Investendo nel credito con un approccio attivo ad alta convinzione e un'enfasi rigorosa sui criteri ESG, cerchiamo di guardare oltre la volatilità di breve termine per scoprire opportunità attraenti fra le emissioni di società responsabili. Attraverso la nostra struttura d'investimento proprietaria, identifichiamo società che stanno realmente trasformando i modelli di business in materia ambientale, sociale e di governance per rispondere alle sfide di un mondo in rapida evoluzione, e contemporaneamente generano contributi positivi per tutti i loro portatori di interessi: creditori e azionisti, ma anche i dipendenti, l'ambiente e la collettività. Cerchiamo le società e le tematiche che si mostrano abbastanza resilienti per sostenere la volatilità nel lungo periodo.

Da investitori creditizi particolarmente attenti a proteggerci dai ribassi, effettuiamo un'analisi meticolosa delle strutture di capitale delle società, che sono sempre più complesse. Il nostro processo di selezione dei titoli si basa sull'alta convinzione, pertanto in genere puntiamo ad individuare le opportunità caso per caso con un approccio bottom-up, più che con l'analisi macro.

Investiamo da tempo nel credito emesso da aziende che sviluppano energie rinnovabili, un tema che sta diventando sempre più urgente con il protrarsi della guerra in Ucraina che ha portato in primo piano la necessità di una maggiore indipendenza energetica e un minore ricorso ai combustibili fossili. Consideriamo la transizione energetica un tema d'investimento a lungo termine di importanza cruciale, che resterà rilevante a prescindere dalla volatilità di breve periodo sui mercati obbligazionari. Guardiamo con particolare interesse ai servizi di pubblica utilità per esempio in Italia, dove il programma sulle rinnovabili è molto ambizioso, ma anche in Francia e in Portogallo

La salute, le telecomunicazioni e l'istruzione online sono altri settori e temi chiave a lungo termine non ciclici a nostro avviso promettenti, che valutiamo attraverso la lente dell'investimento responsabile. Si aggiunge poi il mercato dell'auto che sta avanzando verso l'elettrificazione, una tendenza a lunghissimo termine che pone molte sfide, prima fra tutte l'enorme quantità di risorse naturali necessarie. Tuttavia, l'adozione dell'elettrico sta anche stimolando la domanda di componenti specifici legati alle batterie o alla connettività, ma anche all'esigenza di adeguamento ai nuovi standard per esempio in termini di distribuzione del peso dei veicoli. Abbiamo investito in produttori di parti per auto che vantano un know-how specifico su questi aspetti e saranno favoriti dai futuri processi di ibridizzazione ed elettrificazione dei veicoli.

Nell'ambiente attuale preferiamo le obbligazioni societarie ai titoli di Stato, in cui vediamo un potenziale di rialzo limitato per via di fattori come i tassi reali negativi, il deterioramento dei fondamentali del credito governativo, la contrazione quantitativa delle banche centrali e la traiettoria incerta dei tassi d'interesse. Per gli investitori navigati che sanno come muoversi fra strutture di capitale complesse e utilizzano un metodo di analisi collaudato in diversi cicli economici, restano molte opportunità da cogliere fra i titoli societari che offrono spread dignitosi. Per questo, in generale, puntiamo sul rischio di credito a scapito del rischio tassi d'interesse, con una preferenza per l'high yield, meglio se a breve scadenza, rispetto all'investment grade, in virtù del premio al rischio più elevato e della minore sensibilità alle variazioni dei tassi d'interesse e della politica monetaria.

Passando all'inflazione, vale la pena di sottolineare che non è del tutto negativa per le società indebitate: al contrario, il tasso inflativo superiore migliora l'indice di indebitamento degli emittenti con una leva molto alta aumentando il valore degli utili lordi. Per questo attualmente cerchiamo società con un forte potere sui prezzi, mentre evitiamo quelle più esposte all'inflazione delle materie prime.

Quanto alla liquidità del mercato del credito, il tasso di default fra le aziende è basso grazie al sostegno governativo durante le fasi più critiche della crisi Covid. Negli ultimi due anni molte imprese hanno raccolto capitali e allungato le scadenze del debito, pertanto non si prospetta un muro di titoli in scadenza in tempi brevi. Considerando il quadro generale, il mercato del credito gode di buona liquidità e non ci aspettiamo un aumento significativo dei default nei prossimi trimestri. Alla luce di tutto ciò, riteniamo che le valutazioni attuali in quest'area offrano un punto d'ingresso piuttosto favorevole per gli investitori con un orizzonte temporale medio-lungo.

Emmanuel de Sinety, Fund Manager, Sycomore Asset Management



Credito Societario | Simon Thorp, CIO Credit

La neve nella sfera economica si poserà, ma non subito



I mercati finanziari si sono trovati a fare i conti con due spinte contrarie: l'inflazione e la guerra in Ucraina. Il conflitto fra Russia e Ucraina ha peggiorato le prospettive di inflazione, oltre a essere percepito come un fattore in grado di aggravare le strozzature nelle catene logistiche globali, e questo ha colto di sorpresa le banche centrali che adesso si stanno affannando nel tentativo di posizionarsi "davanti alla curva". Questo vuol dire mettere fine all'allentamento quantitativo (e avviare la contrazione quantitativa, nel caso della Fed statunitense) e spingere i tassi d'interesse a breve termine più in alto e più rapidamente possibile, nei limiti di ciò che le economie possono tollerare.

Considerando l'entità e la velocità inattesa di questi due venti a sfavore, per certi versi sorprende che i mercati del rischio siano andati così bene nel primo trimestre. E alla fine del secondo trimestre, restiamo cauti. Con l'azione delle banche centrali che mira a tassi e rendimenti superiori, il reddito fisso rimarrà sotto pressione e per l'investment grade si prospetta un ambiente ancora difficile.

I banchieri centrali vogliono farci credere che i tassi possono aumentare (e anche parecchio) poiché la crescita economica si confermerà robusta, ma appena qualche mese fa avevano definito "transitoria" l'inflazione. Ora che gli spread del credito hanno recuperato due terzi dell'ampliamento registrato dai minimi di metà marzo, abbiamo l'impressione che i mercati stiano eccedendo di nuovo in ottimismo.

Su una nota positiva, i fattori tecnici nel mercato del credito sono apparsi piuttosto robusti: gli investitori hanno iniziato l'anno ben coperti, con posizioni cash relativamente consistenti, mentre i deflussi hanno riguardato principalmente l'investment grade, confermando una tendenza che avevamo già osservato durante la seconda metà del 2021, e di conseguenza c'è stata una notevole compressione degli spread con la sovraperformance dell'high yield sull'investment grade. Ci attendiamo una conferma di questo andamento, con le obbligazioni coinvolte da una correzione e fintanto che persiste la fiducia nel fatto che la crescita economica non sarà indebitamente. Se il quadro dovesse cambiare, ci aspetteremmo che i mercati comincino a scontare un rischio di default maggiore e che quindi gli spread del credito si allarghino, con i nomi high yield più deboli a guidare la carica.

Nel complesso, restiamo convinti che il 2022 sarà caratterizzato da una crescente dispersione degli spread e un aumento della volatilità nel corso del primo semestre, cui seguirà un contesto più favorevole nella seconda metà, man mano che i mercati del credito scontano il grosso dei rialzi dei tassi d'interesse, insieme agli eventuali premi aggiuntivi per riflettere il rischio di default più elevato connesso al rallentamento della crescita economica.

Mercati emergenti | Peter Marber, CIO Emerging Markets

Probabile che i tassi di default nei mercati emergenti restino bassi



Sono due i grandi temi che intendiamo monitorare da vicino da qui in avanti. Il primo è la "curva dei rendimenti post-Covid". Nel 2020 la Fed ha tagliato i tassi quasi a zero per ridurre al minimo l'impatto del Covid-19 e adesso deve giocare di rincorsa per combattere un'inflazione mai così alta da 40 anni. La curva dei rendimenti si è invertita, cosa che spesso segnala una recessione ma non sempre, e forse non questa volta, considerate le circostanze eccezionali della pandemia e dei tagli dei tassi. In ogni caso, stiamo seguendo gli sviluppi della situazione calibrando attentamente la duration.

Il secondo tema, "l'economia globale post-Ucraina", ha un orizzonte temporale più esteso. Molti investitori si chiedono se l'invasione russa segnerà una svolta storica per l'economia mondiale e la globalizzazione, paragonabile ai cambiamenti epocali prodotti per esempio dalla Prima Guerra Mondiale. Il conflitto e la tensione potrebbero portare a una lenta ritirata dall'interdipendenza finanziaria ed economica globale, ma anche incoraggiare la nascita di altri blocchi commerciali regionali. È interessante notare che molti mercati emergenti, compresi i due più grandi (India e Cina), non hanno aderito alla recente condanna della Russia votata dalle Nazioni Unite. Tanti di questi stati continuano ad intrattenere rapporti commerciali con la Russia e probabilmente non vogliono schierarsi contro un paese che potrebbe danneggiare ancora di più le loro economie tagliandole fuori dalle esportazioni di petrolio e di altre materie prime.

Questo quadro generale è senz'altro importante, ma nel breve termine ha creato inflazione e fatto salire i tassi d'interesse in decine di Mercati Emergenti, portando alla luce opportunità di valore relativo e direzionale nelle obbligazioni in valuta locale. Per esempio, molte valute latino-americane legate ai prezzi delle materie prime si sono rafforzate contro il dollaro statunitense, mentre le divise dell'Europa centrale sono arretrate per via della maggiore vicinanza all'Ucraina. Ci sono anche delle situazioni speciali di difficoltà finanziarie in Libano e Sri Lanka che hanno richiesto l'intervento dell'FMI e potrebbero offrire qualche opportunità di ristrutturazione interessante. Infine, vale la pena di notare che nonostante l'ampliamento del credito sovrano e societario in molti Mercati Emergenti, nel complesso i tassi di default nella regione non sono schizzati verso l'alto, se si escludono i settori immobiliari cinesi e quelli colpiti dal conflitto russo-ucraino. A parte queste aree sotto stress, grazie ai fondamentali generalmente robusti i tassi di default dovrebbero rimanere bassi, rendendo questo periodo potenzialmente propizio per ottenere esposizione al carry offerto dal debito societario emergente. I mercati finanziari non sono mai facili, ma dopo gli eventi recenti si sono ricalibrati e riassetati rapidamente in termini di prezzi. Come sempre, cerchiamo di trarre vantaggio da queste opportunità, senza perdere di vista la protezione del capitale.

Contattaci

Per qualsiasi domanda o chiarimento sui prodotti e i servizi offerti da Generali Investments, non esitare a contattarci.

info@generali-invest.com
www.generali-investments.com

INFORMAZIONI IMPORTANTI

Il presente documento non costituisce un consiglio di investimento, legale, contabile o fiscale. Non costituisce una comunicazione di marketing per un fondo, né una sollecitazione relativa a un prodotto, titolo o servizio di investimento. Il presente documento è redatto per gli investitori professionali in Italia, Spagna, Francia, Portogallo, Austria e Germania ai sensi della Direttiva 2014/65/UE sui mercati degli strumenti finanziari (MiFID) e non è destinato ad essere distribuito ai clienti al dettaglio, né alle U.S. Persons come definite nella Regulation S of the United States Securities Act of 1933.

Generali Investments Partners S.p.A. Società di gestione del risparmio autorizzata come società di gestione del risparmio e Alternative Investment Fund Manager (AIFM) in Italia, regolamentata da Banca d'Italia- Via Niccolò Machiavelli 4, Trieste, 34132, Italia - C.M. n. 15376 - LEI: 549300DDG9IDTO0X8E20.

Plenisfer Investments SGR S.p.A. ("Plenisfer Investments") è autorizzata come società di gestione del risparmio in Italia, regolamentata da Banca d'Italia- Via Niccolò Machiavelli 4, Trieste, 34132, Italia - CM: 15404 - LEI: 984500E9CB9BBCE3E272.

Aperture Investors UK Ltd è un gestore degli investimenti regolamentato nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority (FCA) - 135-137 New Bond Street, London W1S 2TQ, United Kingdom – UK FCA reference n.: 846073 – LEI: 549300SYTE7FKXY57D44. **Aperture Investors, LLC** è un consulente per gli investimenti registrato presso la Securities and Exchange Commission ("SEC") degli Stati Uniti che possiede interamente Aperture Investors UK, Ltd, insieme "Aperture".

Sycomore Asset Management ("Sycomore") autorizzata come società di gestione del risparmio e Alternative Investment Fund Manager (AIFM) in Francia, regolamentata da Autorité des Marchés Financiers (AMF) - 14 avenue Hoche 75008 Paris, France - AMF code: 1115835, LEI: 9695006BRVMTPTUB1R68.

Generali Insurance Asset Management S.p.A. Società di gestione del risparmio ("Generali Insurance Asset Management") è autorizzata come società di gestione del risparmio e Alternative Investment Fund Manager (AIFM) in Italia, regolamentata da Banca d'Italia - Via Machiavelli 4, Trieste, 34132, Italia - CM: 15099 - LEI: 549300LKCLUOHU2BK025.

Generali Investments Luxembourg S.A. è una PLC public limited liability company (société anonyme) disciplinata dalla legge lussemburghese, e autorizzata come società di gestione del risparmio e Alternative Investment Fund Manager (AIFM) in Lussemburgo, regolamentata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) - 4, Rue Jean Monnet L-2180 Luxembourg Grand Duchy of Luxembourg - CSSF code: S00000988 LEI: 222100FSOH054LBKJL62.

Questo documento è emesso da Generali Investments Partners S.p.A Società di gestione del risparmio.

Tutte le informazioni e le opinioni contenute in questo documento rappresentano il giudizio dell'autore al momento della pubblicazione e sono soggette a modifiche senza preavviso. **Le performance passate non sono indicative di quelle future. Non vi è alcuna garanzia che le previsioni positive menzionate nel presente documento si realizzeranno in futuro.**

Generali Investments è un marchio 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. Fonte dei dati (se non diversamente specificato): Plenisfer Investments, Aperture, Sycomore, Generali Insurance Asset Management, Generali Investments Partners. Qualsiasi riproduzione, totale o parziale, di questo documento è vietata senza previo consenso.