

I DOSSIER DI

FR
FocusRisparmio

INTRAMONTABILE

Dopo la chiusura dell'era dei tassi negativi da parte delle principali banche centrali, il reddito fisso reclama un ruolo centrale in portafoglio. Tutto quello che c'è da sapere per accogliere il grande ritorno dell'obbligazionario



SARÀ UN 2023 COL FRENO A MANO TIRATO MA NON MANCHERANNO LE OPPORTUNITÀ

Monticini (Cattolica): «L'economia è destinata a frenare in questo 2023, sia negli Stati Uniti sia in Europa. Ma se l'entità sarà contenuta si apriranno ampi spazi di crescita sui mercati»



ANDREA MONTICINI >
professore di Econometria
Finanziaria Università Cattolica

Si intravede una luce in fondo al tunnel, ma l'uscita rimane ancora lontana. Gli ultimi dati macro comunicati al mercato sono contrastanti, con alcune note positive e altre negative. Il dato sull'inflazione di dicembre dell'area euro, per esempio, è stato positivo, con l'indice dei prezzi al consumo che è sceso al 9,2% dal 10,1% del mese precedente. Ma questo dato ha anche un rovescio della medaglia: la crescita dell'inflazione "core", quella al netto di energia e beni alimentari (le componenti più volatili), che sempre a dicembre ha fatto segnare un nuovo record al 5,2%, deludendo le stime degli analisti, che si attendevano un dato al 5%, in linea con quello di novembre. Su questa base è difficile pensare a un cambio di rotta di politica monetaria da parte della Banca centrale europea, che quindi dovrebbe continuare ad aumentare i tassi di interesse, trasformando l'attuale fase di rallentamento economico in una probabile recessione. Negli Stati Uniti, invece, l'indice dei prezzi al consumo ha continuato a rallentare (il dato su base annua è in calo da luglio 2022), attestandosi a dicembre al 6,5%, il livello più basso da oltre un anno. Anche l'inflazione core è scesa, attestandosi al 5,7% rispetto al 6% di novembre. Su queste basi, l'azione da "falco" della Federal Reserve potrebbe anche alleggerirsi in questo nuovo anno, per poi arrivare a un possibile taglio dei tassi di interesse già nella parte finale del 2023. Per vedere una banca centrale americana meno falco e più colomba, però,

bisognerà aspettare i prossimi dati macro, che dovranno confermare sia il calo dell'inflazione sia il rallentamento dell'economia, già "prezzata" da un Pmi dei servizi che a dicembre è sceso al di sotto di 50, entrando quindi ufficialmente nella zona di contrazione.

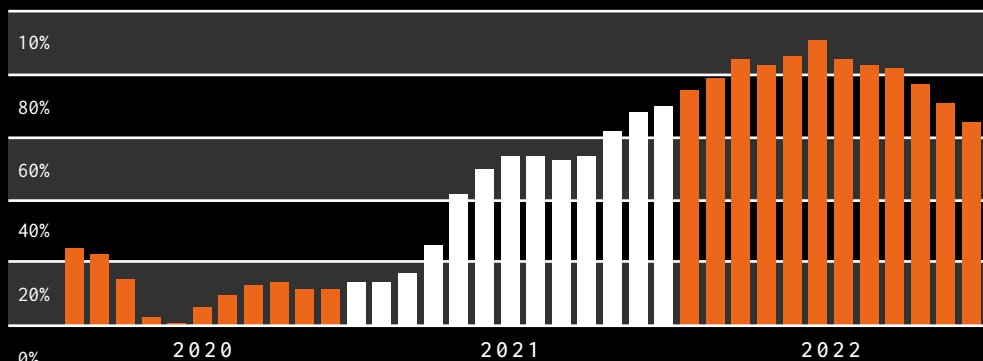
Per ora, quindi, il futuro rimane ancora incerto, con altri fattori di rischio, oltre all'inflazione, che minacciano economia e mercati, come l'interminabile guerra tra Russia e Ucraina, e la nuova ondata di Covid in Cina. La riapertura dell'economia di Pechino a fine 2022, con il contestuale abbandono da parte del governo delle misure Zero-Covid, era stato un segnale incoraggiante. Ma ora, l'estensione dei contagi che ne è seguita rischia di mettere a repentaglio l'efficienza di fabbriche e porti, costringendo il governo a rivedere le modalità delle riaperture. A tutto questo, poi, si aggiunge l'incognita dell'impatto che il rapido aumento dei tassi di interesse avrà sul ciclo economico. "La domanda è se questo repentino incremento provocherà una recessione forte, oppure un semplice rallentamento, che serve per contenere quell'inflazione che abbiamo sperimentato nei mesi recenti – commenta Andrea Monticini, docente ordinario di Econometria finanziaria all'Università Cattolica del Sacro Cuore – Di certo l'economia è destinata a frenare in questo 2023, sia negli Stati Uniti sia in Europa". Il Fondo monetario internazionale si aspetta addirittura che un terzo dell'economia

mondiale cada in recessione, perché Usa, Europa e Cina stanno rallentando contemporaneamente. Ma di fatto, l'entità della frenata al momento rimane un'incognita, ed è proprio questo che crea incertezza sui mercati finanziari, perché "un semplice rallentamento aprirà ampi spazi per una crescita delle azioni – argomenta ancora Monticini – Se invece ci sarà un cosiddetto *hard landing*, allora bisognerà capire l'entità del rallentamento che è già prezzata dal mercato". Il futuro delle obbligazioni, invece, è strettamente legato all'azione delle banche centrali. Continueranno con forza ad alzare i tassi di interesse o, a fronte del rallentamento del ciclo economico, del contenimento dei prezzi energetici, e del conseguente rientro dell'inflazione, ci saranno meno rialzi e più contenuti? Nel primo caso si continueranno ad avere mercati obbligazionari sfidanti, con rendimenti in salita e prezzi in calo. "Nel secondo caso, invece, le obbligazioni potrebbero rappresentare un'interessante opportunità, soprattutto se il rientro dell'inflazione verso l'obiettivo target delle banche centrali sarà meno lento di quello che ci si aspetta", puntualizza Monticini.

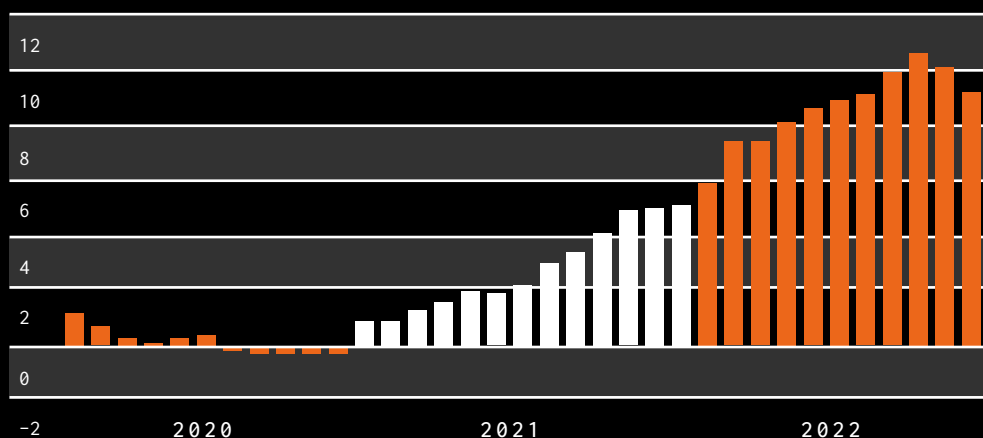
E le potenziali opportunità di investimento, tra bond e azioni, possono essere colte anche in Italia, che allo stato attuale non rappresenta un rischio come Paese, sottolinea Monticini, "perché tutto sommato la manovra è stata molto oculata, lasciando l'Italia su un sentiero di sostenibilità del debito pubblico", conclude.

FOCUS RISPARMIO LAB

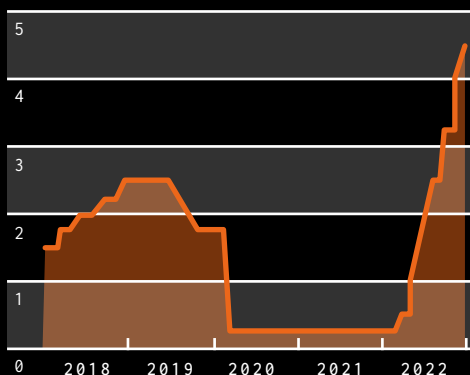
Inflazione Usa



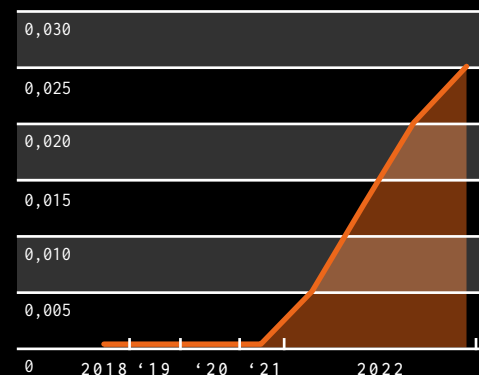
Inflazione Europa



Cinque anni di tassi in Usa...



...e in Europa



INTERVISTA

DI > GIULIO ZANGRANDI

LA RINASCITA DEI BOND PASSA DALLA FED

Secondo gli esperti di PGIM, il picco dei tassi Usa è vicino: dopodiché la banca centrale americana allenterà la morsa creando le condizioni per il ritorno dell'income.

Posizionamento di qualità e duration le chiavi per cavalcare il trend

Dopo un 2022 caratterizzato da performance fortemente negative a causa di inflazione ed effetti delle tensioni geopolitiche, il mercato obbligazionario sembra finalmente pronto per rialzare la testa. E a giocare un ruolo determinante nella rinascita del comparto saranno soprattutto le mosse della banca centrale americana. Ne sono convinti in PGIM Fixed Income, asset manager specializzato nel reddito fisso di PGIM, tra i più grandi gestori patrimoniali al mondo. In uno scenario predittivo che continua a essere focalizzato prioritariamente sull'ipotesi di recessione, la società intravede infatti come principale fattore di recupero del reddito fisso proprio l'approccio adottato dalla Federal Reserve sul difficile terreno della politica monetaria.

DA FALCO A COLOMBA

"All'inizio del 2023, prevediamo un picco nei rialzi dei tassi a breve termine. Dopodiché, pensiamo che l'istituto si fermerà qualche mese e aspetterà di valutare quanto la stretta aggressiva abbia funzionato", spiega Gregory Peters, co-chief investment officer di PGIM Fixed

Income. "Se ci saranno dati a conferma della contrazione economica con un aumento della disoccupazione, un'inflazione più bassa e un Personal Consumption Expenditure (PCE) core vicino al 3,5% - prosegue - riteniamo che la Fed virerà rapidamente verso tagli precauzionali dei tassi nella seconda parte di anno per evitare conseguenze economiche estreme: questo costituirebbe un vantaggio per i mercati obbligazionari".

INVESTIRE NEL NUOVO QUADRO

Secondo Michael Collins, senior portfolio manager di PGIM Fixed Income, in una prospettiva di questo tipo, gli investitori dovrebbero ridurre il rischio di credito e concentrarsi su un posizionamento di alta qualità e incentrato sulla duration attraverso obbligazioni core, core plus/intermedie e municipal bond a medio-lungo termine. Poiché l'evoluzione dello scenario conserva un certo grado di incertezza, sul tavolo predittivo resta però anche l'ipotesi di un atterraggio morbido che veda la Fed fermarsi in attesa di prove sull'efficacia dei rialzi mentre l'economia registra una moderata crescita. In questo quadro, spiega Collins, potrebbe essere opportuno "aumentare il rischio di credito per un migliore potenziale di rendimento puntando su titoli societari e multi-settore flessibili, obbligazioni high yield a breve durata e bond di mercati emergenti". Viene vista invece come remota l'eventualità di un'ulteriore tightening con

conseguente stagflazione, una circostanza che imporrebbe una riduzione della duration così da minimizzare il rischio di tasso d'interesse mediante obbligazioni ultracorte o comunque a breve termine e attività a tasso variabile.

TREND PERMANENTI

In un'ottica di più lungo periodo, PGIM ritiene che il contesto economico sia invece destinato a imboccare una traiettoria che lo porterà ad una configurazione vicina alle condizioni pre-Covid. Per la società, fattori secolari come invecchiamento demografico ed elevati oneri del debito determineranno infatti il ritorno a una crescita e a un'inflazione moderate, circostanza che dovrebbe contribuire a un contesto di tassi di interesse più bassi, sebbene con qualche variazione nel mercato dell'Eurozona. Da qui, la riflessione conclusiva di Peters. "Dati i rendimenti più elevati di oggi e il potenziale di apprezzamento futuro del capitale con l'allentamento della stretta monetaria, quello attuale potrebbe essere un punto di ingresso interessante per gli investitori a lungo termine", afferma l'esperto.



MICHAEL COLLINS >
PGIM



GREGORY PETERS >
PGIM

INTERVISTA

DI > DAVIDE MOSCA

A VOLTE (PER FORTUNA) RITORNANO

Dopo un 2022 da dimenticare per gli investitori obbligazionari, il nuovo anno si apre con una consapevolezza positiva: i rendimenti del reddito fisso sono saliti a livelli tra i più interessanti dalla crisi finanziaria globale del 2008.

Il rialzo si è riflesso in un sensibile miglioramento delle valutazioni di sovrani e societari e inoltre, afferma Andrew McCormick, head of Fixed Income di T. Rowe Price, “i titoli di qualità più elevata nei segmenti mortgage-backed e asset-backed stanno attirando afflussi da parte di investitori desiderosi di far fruttare la liquidità o di estendere la duration, misura della sensibilità ai tassi d’interesse”.

“È la prima volta da oltre un decennio che si presenta l’opportunità di ottenere rendimenti elevati”, afferma, facendo notare che “ogni volta che vi è un segnale di un possibile rallentamento del ritmo da parte della Fed o di un possibile raggiungimento del picco di inflazione, vediamo immediatamente flussi più che sostenuti”.

POSITIVI SULL’HIGH YIELD USA

Secondo McCormick, le obbligazioni high yield potrebbero offrire opportunità di rendimento particolarmente interessanti nel 2023. Sebastien Page, responsabile Multi Asset di T. Rowe Price, segnala, a conferma di questa tesi, tre potenziali

Secondo Andrew McCormick, head of Fixed Income di T. Rowe Price, e Sebastien Page, head of Multi Asset della casa di gestione, torneranno rendimento e potenziale di diversificazione. Ma “gli investitori dovranno prestare attenzione alla volatilità”

fattori positivi, in particolare per quanto riguarda gli Stati Uniti. In primis, gli spread creditizi si sono ampliati, mentre i tassi di default sono rimasti relativamente bassi. Secondo, i bilanci delle società sono complessivamente in buona salute. Infine, gli emittenti del settore energetico rappresentano una quota minore del debito high yield statunitense rispetto al passato, il che contribuisce a ridurre la vulnerabilità ai default.

“Se non ci sarà una profonda recessione, l’high yield statunitense continuerà a offrire solide opportunità”, afferma Page. La riflessione è completata da McCormick, che espone la view degli analisti del credito di T. Rowe Price che a fine 2022 prevedevano un aumento dei tassi di default statunitensi a poco meno del 3% per le obbligazioni high yield e a poco più del 3% per i prestiti bancari a tasso variabile nell’anno in corso, percentuale significativamente inferiore agli attuali spread creditizi.

INFLAZIONE FA RIMA CON DIVERSIFICAZIONE

La liquidità dei mercati è peggiorata nel 2022 in seguito all’accelerazione della stretta monetaria. “Abbiamo già registrato periodi di illiquidità in

alcuni mercati di alta qualità, come i Gilt britannici e i Treasury statunitensi”, osserva McCormick. “Riteniamo che il rischio di ulteriori episodi rimanga elevato”, completa sul punto.

Nella prospettiva multi-asset fornita da Page, la maggiore volatilità connaturata all’attuale contesto di investimento deve necessariamente essere tenuta in considerazione in ottica di costruzione dei portafogli. “Storicamente”, fa notare l’head of Multi Asset della casa di gestione, “i rendimenti delle azioni e dei Treasury Usa tendono a muoversi nella stessa direzione quando le preoccupazioni per l’inflazione e i tassi di interesse sono elevate, come nel 2022”.

“Tuttavia”, prosegue, “quando i timori per la crescita economica sono al primo posto, i rendimenti possono muoversi in direzioni opposte, rafforzando il potenziale di diversificazione dell’asset class obbligazionaria”.

Il 2023 sarà dominato dalle preoccupazioni per la crescita e i Treasury riprenderanno il loro ruolo tradizionale di diversificatori, prevede Page. Ma nel lungo periodo, potrebbero essere necessari strumenti ulteriori, tra cui l’esposizione ad high yield e debito dei mercati emergenti, strategie alternative e asset reali o strategie azionarie in grado di offrire un’attenuazione del rischio di ribasso in contesti inflazionistici.



ANDREW
McCORMICK >
T. Rowe Price



SEBASTIEN PAGE >
T. Rowe Price

DI > DAVIDE MOSCA

RECESSIONE? NON È INEVITABILE

Un'indagine PWC presentata recentemente al World Economic Forum mostra come il 73% delle 4.410 società intervistate a fine 2022 preveda un declino della crescita mondiale nei prossimi dodici mesi. Il dato è il peggiore dal 2011, anno in cui è iniziata questa inchiesta. Un'altra survey presentata al Forum, questa volta effettuata tra gli economisti, evidenzia come due terzi degli intervistati si aspetti una recessione globale nel corso dell'anno.

Alla luce di questo generalizzato pessimismo sulle condizioni cicliche, diventa più comprensibile il rimbalzo dei mercati finanziari di inizio anno. "Gli annunci delle autorità cinesi che indicano l'intenzione di abbandonare la politica Zero Covid e il drastico calo delle quotazioni del gas naturale in Europa hanno forzato il mercato a rivedere al rialzo le aspettative di crescita per il 2023, inizialmente molto caute", sottolinea sul grande interrogativo dell'anno in corso Patrizia Noé, head of Distribution Italy di Credit Suisse AM.

"La riapertura post-Covid in Cina, se nel breve deprime la crescita per l'effetto dell'aumento dei contagi, nel medio periodo rappresenterà un driver di sviluppo importante, con un rimbalzo dell'attività economica a partire dal secondo trimestre di quest'anno: 1,4 miliardi di

Gli investitori si sono posizionati per uno scenario più favorevole sul fronte inflazione e tassi, ma anche per una recessione che a detta di molti sembra quasi certa.

Non per Credit Suisse. Ecco perché, nell'intervista a Patrizia Noé, head of Distribution Italy della divisione Asset Management della banca

consumatori, dopo un lockdown durato oltre 1000 giorni, torneranno a consumare con una capacità di spesa direttamente proporzionale al considerevole risparmio accumulato. L'effetto della riapertura si sentirà indirettamente in tutto il mondo".

Anche in Europa?

Certamente. Le aziende del Vecchio Continente sono notoriamente esposte ai mercati asiatici, ma ciò che sta impattando e impatterà maggiormente è il calo delle quotazioni del gas naturale, già in discesa a causa di temperature invernali sorprendentemente miti. Inoltre, il livello di stoccaggio di gas è molto alto rispetto alla media storica, diminuendo il rischio di un altro shock energetico nel prossimo inverno. Una notizia positiva per crescita e inflazione.

Mancano solo gli Stati Uniti. Quali dinamiche osservate?

I dati macroeconomici mostrano una situazione di crescita sotto potenziale, ma al momento non segnalano rischio recessione.

Le prospettive non sono quindi così negative

In una nota che abbiamo pubblicato a fine 2022 abbiamo evidenziato come la solidità finanziaria delle famiglie e delle imprese e un mercato del lavoro che si mostra ancora forte possano creare le condizioni per evitare una recessione nel 2023: il mercato continua ad aspettarsi una recessione che secondo i nostri economisti non arriverà.

A partire da questa view, come bisogna agire sui mercati?

Gli investitori stanno realizzando che l'economia può reggere tassi più alti. Notiamo un atteggiamento più costruttivo sull'azionario Europa e dei mercati emergenti e maggiori flussi sul mercato del credito, due asset class che sono notoriamente più sensibili alle condizioni cicliche. Guardando avanti, però, il quadro di mercato rimane favorevole al reddito fisso: il mercato azionario appare caro rispetto alle altre asset class e gli utili aziendali continuano ad essere rivisti al ribasso per effetto della compressione dei margini.

Nell'equity rimangono sacche di sottovalutazione nei mercati Europei, in Asia e in alcuni settori, come ad esempio i finanziari e petroliferi. Il reddito fisso per contro offre rendimenti interessanti anche nelle componenti del credito a maggiore qualità. Rimane ancora rischioso puntare sulla componente più rischiosa: l'aumento del costo del denaro potrebbe creare situazioni di difficoltà per le aziende che in passato hanno fatto ampio ricorso al debito, senza essere supportate da una crescita strutturale adeguata.



PATRIZIA NOÉ >
Credit Suisse AM

ALESSANDRO
TENTORI >
AXA IMMARCEL BROSS >
Flossbach
von Storch

REDDITO FISSO CON RENDIMENTI IN CRESCITA? OCCHIO ALLE TRAPPOLE

I gestori vedono uno scenario solo in parziale miglioramento per i titoli del debito sovrano.

Sul fronte obbligazionario, la preferenza va alle emissioni delle società finanziarie

“Dipende... da che parte guardi il mondo tutto dipende” recitava una canzone di successo di qualche anno fa, o meglio sarebbe dire la sua traduzione dallo spagnolo. Un concetto che vale anche per i mercati finanziari, nei quali la focalizzazione sul rischio piuttosto che sul rendimento può fare la differenza. Basti pensare a quanto accaduto al differenziale tra titoli di Stato italiani e tedeschi, il cui ampliamento a cavallo tra il vecchio e il nuovo anno ha accresciuto, seppur temporaneamente (il dato nei primi dieci giorni di gennaio è sceso sotto i 180 punti base), il rendimento atteso per chi punta sul debito sovrano della Penisola. Archiviato il 2022, che verrà ricordato come l'*annus horribilis* del reddito fisso, per Alessandro Tentori, cio AXA IM Italia, è opportuno focalizzarsi innanzitutto sulle ragioni di queste performance, che l'economista attribuisce non al rischio paese, ma piuttosto al movimento dei tassi d'interesse a livello internazionale. “Basti pensare che nel giro di 24 mesi l'ammontare di obbligazioni globali con yield negativo sono passate da oltre 18 mila miliardi di dollari a meno di un

miliardo”, ricorda. Per poi stimare un 2023 tra luci e ombre, con il rischio concreto di recessione, complice il fatto che proprio di recente la Bce “ha ribadito la necessità di ulteriori strette al costo del denaro per far fronte a un problema di inflazione che rischia di sfuggire al controllo della politica monetaria”, aggiunge Tentori.

Marcel Bross, portfolio manager di Flossbach von Storch, parte dalle incognite dello scenario macro, che si sommano alle criticità strutturali del nostro Paese come l'inefficienza di alcune istituzioni e l'elevato rapporto tra debito pubblico e Pil, per segnalare che il contesto per gli investitori resta difficile. “Una riduzione dell'esposizione debitoria richiederebbe severe misure di austerità, che probabilmente saranno difficili da attuare a livello politico”, sottolinea. Le finanze pubbliche del nostro paese dipendono fortemente dalla politica monetaria della Bce, che negli anni scorsi ha fatto incetta delle nuove emissioni, ma ora sta ritirando la mano. “Da un lato l'Eurotower è intenzionata a far rallentare l'inflazione, ma dall'altro potrebbero essere necessari ulteriori interventi sul

mercato obbligazionario per mantenere l'Italia solvibile e l'euro sostenibile”, sottolinea Bross. Il quale, a proposito delle strategie d'investimento, avverte. “Nel breve termine vediamo crescere il rischio che un'ondata di offerta di Btp possa causare un nuovo aumento degli spread. Se l'inflazione dovesse rimanere elevata, la Bce potrebbe essere costretta a ridurre ulteriormente l'acquisto di titoli di Stato. Non abbiamo investito in Btp negli ultimi dodici mesi e al momento non vediamo un rapporto rischio/rendimento interessante”, aggiunge.

Giacomo Calef, country manager di Ns Partners, appare più possibilista: “Il Btp Italia emesso a novembre 2022 e la cui scadenza è fissata al 2028, è uno strumento che offre una protezione dall'inflazione, rivalutando (mediante il meccanismo dell'indicizzazione) l'entità della cedola corrisposta e il capitale in base all'inflazione italiana”. Inoltre, ricorda che il Btp Italia inglobava già, alla data di emissione, le attuali aspettative di inflazione attesa nei prossimi sei anni, rendendo lo strumento analogo a un Btp classico con la medesima scadenza. Vi sono due diversi scenari

(considerando di portare a scadenza il bond). “Se l'inflazione dovesse aumentare al di sopra del livello atteso dal mercato, allora il Btp Italia risulterà migliore rispetto al 'classico' Btp con medesima scadenza dal momento che entrerà in gioco il meccanismo di indicizzazione. Se l'inflazione risultasse minore del livello atteso, il primo potrebbe essere meno conveniente rispetto al secondo”.

Detto questo, Calef ritiene che ai livelli attuali i rendimenti attesi siano positivi per limitare la perdita di valore reale del proprio patrimonio a causa dell'inflazione elevata.

Anne-Sophie Chouillou, partner e gestore del fondo Anthilia Yellow, ritiene che l'attuale contesto macro renda “difficile privilegiare i titoli di Stato domestici, in quanto il rischio tasso/duration va monitorato con grande attenzione. Tuttavia, ciò non significa che il rischio Italia sia da escludere del tutto e del resto, come si è visto con l'ultimo Btp Italia lanciato dal Governo Meloni, alcuni titoli governativi come questo possono rappresentare un'opportunità di investimento”, aggiunge. Le loro caratteristiche li rendono degli

COSIMO
MARASCIULO >
Amundi

strumenti unici nel panorama dei titoli europei, anche per via del “premio fedeltà” nel caso in cui dovessero essere mantenuti in portafoglio fino alla scadenza. “La protezione offerta grazie al meccanismo di indicizzazione all’inflazione li rende particolarmente interessanti per la clientela retail, che può in questo modo contrastare la perdita di potere di acquisto a causa dell’elevato aumento dei prezzi”, sottolinea Chouillou. La quale ritiene interessanti le obbligazioni corporate del settore finanziario domestico, “che hanno sotto-performato nell’ultimo anno le altre tipologie di emissioni societarie, nonostante gli ingenti livelli di capitale di istituti di credito e assicurazioni e gli spread del debito bancario attrattivi in termine di carry. “Senza dimenticare che la leva dei titoli emessi da banche e compagnie assicurative è in continua riduzione e non si evidenziano peggioramenti del mix degli asset presenti in bilancio”.

Cosimo Marasciulo, deputy head of European Fixed Income di Amundi, concorda sul fatto che gli investitori sono più preoccupati da fattori sistemici come il rialzo tassi della Bce e meno da fattori idiosincratici specifici del rischio Italia. E questo sia per l’occhio sempre vigile da parte della Bce, sia per il contributo del Pnrr e per le emissioni congiunte avvenute

sotto l’egida della Commissione europea. Guardando all’anno da poco iniziato, sottolinea, la domanda per gli investitori non europei non è se preferire il titolo di stato italiano a quello tedesco ma se investire nel Vecchio Continente. “Perché, se così fosse, la scelta dell’Italia rispetto ad altri paesi ci appare ovvia per livello di rendimento, liquidità dei titoli e soprattutto perché l’Italia è il paese che più beneficerà di una maggiore coesione a livello europeo”.

Infine Filippo Alloatti, head of financials (credit) di Federated Hermes, sottolinea che i 260 miliardi di titoli di stato in scadenza nel 2023 fanno riflettere, anche se confida nell’italica capacità di tirarsi fuori dai momenti difficili. “L’approccio sin qui pragmatico del primo ministro e del suo ministro dell’economia fanno ben sperare”, sottolinea. “Il settore finanziario dopo anni di vacche magre causa tassi negativi è tornato a generare profitti. Qui, forse, si cela l’opportunità: le obbligazioni del settore finanziario”, sottolinea. “Una tenue recessione, una guida stabile del governo in cooperazione con Bruxelles e Francoforte e le banche e compagnie d’assicurazione italiane potranno far ricredere gli scettici e, attraverso una politica delle erogazioni sensata, contribuire alla modernizzazione dell’Italia”.

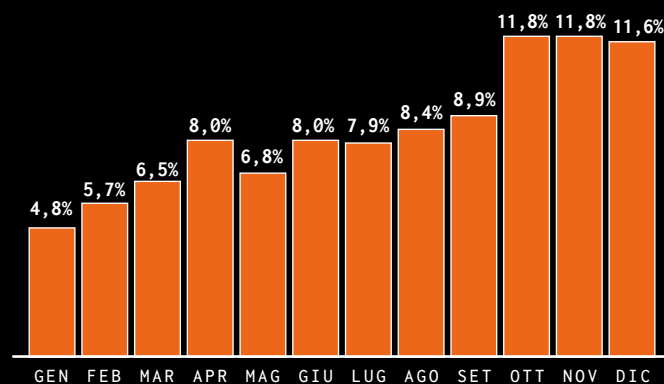
FILIPPO ALLOATTI >
Federated Hermes

FOCUS RISPARMIO LAB

IL QUADRO
ITALIANO TRA
INFLAZIONE E TASSI

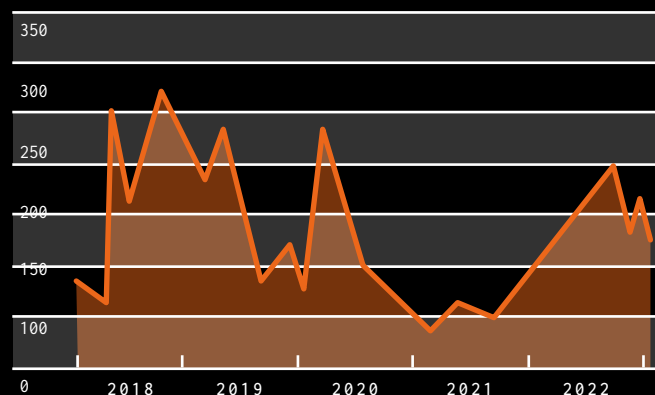
Nel 2022 il caro-vita è quasi triplicato nella Penisola. Intanto continua a muoversi il differenziale di rendimento tra Btp e Bund tedeschi

Inflazione in Italia nel 2022



Fonte: Elaborazione FocusRisparmio su dati Istat

Spread Btp-Bund



Fonte: Elaborazione FocusRisparmio

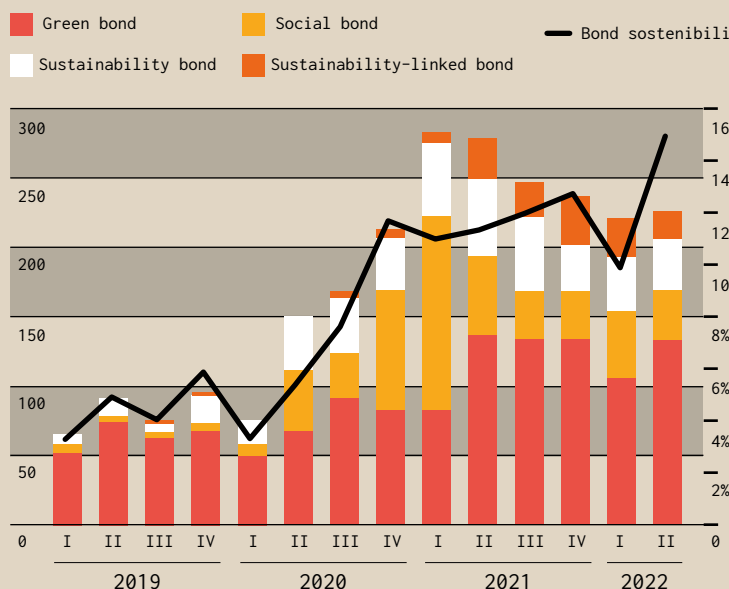


CHARTS

EMISSIONI DI BOND SOSTENIBILI

◀ DATO TRIMESTRALE IN MILIARDI DI DOLLARI

BOND SOSTENIBILI SU TOTALE DELLE EMISSIONI (%) ▶



Fonte: Moody's

BOND SOSTENIBILI: L'ORA DELLA SELEZIONE

I fondamentali restano favorevoli alla crescita di questo segmento, che in ogni caso non è estraneo al sentiment dei mercati obbligazionari nel loro insieme

Nonostante tutto, la transizione avanza, anche in ambito finanziario. Nei mesi scorsi si sono sollevate diverse riserve sul futuro dei bond sostenibili sia per i ridotti rendimenti del reddito fisso in generale, sia per i numerosi casi di greenwashing venuti alla luce. Alla prova dei fatti, tuttavia, il settore si sta rivelando tutt'altro che una moda. Bloomberg Intelligence stima un valore di 50 mila miliardi di dollari entro la fine del 2025 contro i 41 mila raggiunti nell'anno da poco concluso.

Per un bilancio completo del 2022 occorrerà del tempo, ma è verosimile che le emissioni siano state inferiori all'anno precedente dato l'*annus horribilis* vissuto dal reddito fisso e alla luce dei tanti fattori che hanno pesato sulla crescita economica, a cominciare dalla stretta sui tassi attuata dalle banche centrali che ha penalizzato in maniera importante il valore dei bond già nei portafogli. Secondo Romain Miginiac, gestore del fondo Gam Sustainable Climate Bond, quello in corso sarà un anno d'oro, soprattutto per le emissioni green e sostenibili del settore finanziario europeo. "Nonostante la solidità dei fondamentali – si tratta di uno dei pochi settori che beneficiano dell'aumento dei tassi (per via della crescita del margine d'interesse, ndr) – i finanziari hanno sostanzialmente sottoperformato i non finanziari nel 2022. Attualmente siamo in grado di ottenere rendimenti del 5-7% in euro per le obbligazioni subordinate sostenibili con rating investment grade di emittenti di alta qualità del settore

finanziario europeo", ricorda l'esperto. Valori che consentono di ottenere un rendimento di uno-due punti percentuali superiore rispetto a obbligazioni corporate con rating simili. "I green bond costituiscono la parte più consistente di questo segmento, stante l'urgenza di colmare il gap di finanziamenti annuali per il clima, che ammonta a svariate migliaia di miliardi di dollari. Inoltre offrono agli investitori visibilità sull'impiego dei proventi, utilizzati esclusivamente per finanziare progetti con un impatto ambientale positivo e tangibile, rendendo i green bond uno strumento efficace per allineare i portafogli agli obiettivi dell'Accordo di Parigi", aggiunge. Per poi tirare le somme: "Gli investitori dovrebbero sovrappesare le obbligazioni verdi e sostenibili nella loro allocazione a reddito fisso, superando il 10% degli attuali indici euro investment grade".

PROVA DI RESILIENZA

Peter Kwaak, portfolio manager della strategia RobecoSAM Global Green Bonds di Robeco, ricorda che alcuni elementi distintivi delle emissioni sostenibili li hanno difesi all'interno di un contesto difficile come quello del 2022. "A fine novembre le nuove emissioni ammontavano a quasi 800 miliardi di dollari, al di sotto dell'anno record 2021, ma sulla buona strada per raddoppiare il livello del 2019. La domanda di obbligazioni con label nel mercato delle nuove emissioni è rimasta relativamente forte e i differenziali di rendimento rispetto alle obbligazioni non etichettate si sono



PETER KWAAK >
RobecoSAM Global Green



ELÉONORE BUNEL >
Lazard Frères Gestion

mantenuti in un range ristretto”, racconta. Per poi stimare per l’anno in corso una crescita dei green bond e una situazione stazionaria per quelli a impronta sociale. Fermo restando che l’attenzione deve sempre essere alta. “Bisogna sempre mantenere un atteggiamento critico nei confronti dei titoli selezionati. Non è sufficiente basarsi solo sul label, ma occorre analizzare anche con occhio critico aspetti come la strategia Esg dell’emittente”, sottolinea Kwaak. “Tra le emissioni sostenibili, il segmento dei green bond è quello facile da analizzare relativamente alla destinazione d’uso dei proventi”, aggiunge. Un settore che nei mesi scorsi spesso è stato oggetto di critiche per l’emergere di episodi di greenwashing, che in ogni caso costituiscono una spaurita minoranza e che sono da mettere in conto in un settore a rapido sviluppo, che ora si trova a fare una prima selezione.

Bertrand Rocher, co-head of fixed income di Mirova, affiliata di Natixis Investment Managers, ritiene che nel 2023 i rischi di chi punta su questo segmento “saranno più o meno gli stessi che sperimenterà il mercato obbligazionario nel suo complesso”. Questo per una serie di ragioni. “In primis, molte delle emissioni di green bond dell’ultimo decennio stanno giungendo a scadenza, con la conseguenza di una riduzione della

duration media propria di quest’asset class”, racconta. “Inoltre, cresce non solo il numero, ma anche la tipologia di emittenti, tra cui case automobilistiche, industriali, alimentari, componenti per auto, compagnie assicurative, oltre a utility e banche. Questo significa che il mercato delle obbligazioni verdi mantiene una maggiore esposizione al mondo corporate, elemento che ha zavorrato la performance nel 2022 dopo essere stato molto favorevole dall’inizio del 2019 alla fine del 2021”. Infine, un altro elemento importante per quanto riguarda la composizione dei portafogli è da ricercare nella sempre maggior rilevanza della regolamentazione comunitaria, che potrebbe spingere gli investitori ad aggiungere questi titoli in portafoglio per migliorarne l’impatto.

L'ANNO DELLA MATURITÀ

Eléonore Bunel, managing director di Lazard Frères Gestion, ritiene che anche il 2023 si rivelerà un anno volatile per i mercati obbligazionari. “Gli indicatori economici suggeriscono che l’Europa e gli Stati Uniti potrebbero entrare in recessione. L’inflazione dovrebbe rimanere elevata, soprattutto in Europa, il che potrebbe spingere le banche centrali a continuare a inasprire le politiche monetarie”.

In questo contesto, è probabile che i

mercati oscillino tra speranza e paura. Tuttavia, la sua convinzione è che nei mercati obbligazionari il ritorno dei tassi e degli spread (cioè il carry) a un livello elevato nel 2022 potrebbe assorbire gran parte di questa volatilità e offrire livelli interessanti di rendimento l’anno prossimo. “Per quanto riguarda i green bond, li includiamo in diversi nostri fondi, sia nella gestione flessibile che in quella a rendimento assoluto. Abbiamo inoltre lanciato un fondo absolute return dedicato ai green bond nel 2022”, sottolinea Bunel. Che, tra i bond sostenibili, guarda con particolare interesse a quelli a impronta ambientale, in quanto il segmento ha raggiunto una certa maturità, i progetti finanziati sono facilmente identificabili e il loro impatto è agevolmente misurabile grazie a indicatori quantitativi standardizzati. “Inoltre contribuiscono alla transizione energetica ed ecologica degli emittenti, che rappresenta oggi la principale sfida dello sviluppo sostenibile”, sottolinea. “Siamo interessati anche ai sustainability-linked bonds (quelli con interessi a carico dell’emittente che scendono rispetto allo schema iniziale al raggiungimento di determinati obiettivi di sostenibilità, senza che invece vi siano dei vincoli sulla destinazione delle somme raccolte con l’emissione, ndr), un mercato molto più recente e molto

dinamico”. Gli emittenti di questi strumenti sono principalmente società che non possono emettere nel formato green bond, ma che comunque desiderano impegnarsi per lo sviluppo sostenibile. “Resta il fatto che il loro impatto è più difficile da stimare, poiché il quadro normativo è meno definito di quello dei green bond, ma il loro sviluppo sarà importante per garantire una transizione equa”, conclude.

SEMPRE PIÙ SOCIAL

Infine, Tammie Tang, gestore del fondo Threadneedle (Lux) European Social Bond di Columbia Threadneedle Investments, sottolinea come i green bond continuino a rappresentare la componente più importante del gruppo obbligazioni sostenibili (circa il 60% del mercato), pur evidenziando che “i social bond non sono più considerati il ‘parente povero’ tra gli emittenti”. Questo anche perché “nell’ultimo anno abbiamo assistito a una crescita delle sfide che la società deve affrontare. Tra queste, il dramma di milioni di sfollati a causa della guerra in Ucraina e l’impatto che l’aumento del costo della vita avrà sulle persone meno abbienti”. Motivo per cui, “le nostre strategie si concentrano soprattutto sui social bond, data la capacità di rivolgersi alle popolazioni più bisognose o più svantaggiate”.

ROMAIN MIGINIAC >
Gam Sustainable
Climate Bond



TAMMIE TANG >
Columbia Threadneedle
Investments



INTERVISTA

DI > DAVIDE MOSCA

IL MOMENTO DEL CREDITO VISTO DA AXA IM

La view, più che costruttiva, di Ismael Lecanu,
head of European Credit IG and HY della società sull'asset class al centro
di un ampio consenso da parte di strategist e investitori

Il 2023 è partito con un umore positivo sul mercato, nonostante il rischio recessione, in particolare in Europa, sia l'argomento principe fra gli economisti. In relazione alle opportunità di investimento, il punto più dibattuto è il grande ritorno del reddito fisso dopo un 2022 caratterizzato da generalizzati rialzi dei tassi da parte delle autorità di politica monetaria, in particolare in Occidente, e una grande correzione. FocusRisparmio ne ha parlato con Ismael Lecanu, head of European Credit IG and HY di AXA IM.

Secondo il consensus, dovrebbe essere un anno di rinnovamento per l'asset class. Qual è la sua opinione?

Il minimo che possiamo dire è che la visione di consenso si sta evolvendo rapidamente. Infatti, dopo un calo storico, gli investitori a reddito fisso sono tornati a essere positivi, e noi condividiamo, in particolare grazie al calo delle pressioni sul fronte dell'inflazione e all'aspettativa della fine della stretta monetaria da parte delle banche centrali. Per sua natura, il futuro è

difficile da prevedere, ma da parte nostra preferiamo concentrarci sul rendimento del credito, che oggi è interessante a prescindere dal fatto che si parli o meno di recessione. Inoltre, per quanto riguarda la recessione, sembra che il consenso sia stato, ancora una volta, troppo pessimista.

L'anno scorso abbiamo assistito a un crollo del valore di molti indici del reddito fisso, soprattutto a causa della rigidità delle banche centrali, Fed e Bce su tutte. Per quanto riguarda i mercati del credito, soprattutto europeo, cosa dicono le valutazioni?

Il rendimento medio del mercato del credito europeo è ora vicino al 4% (e al 7% per l'high yield). Dobbiamo ricordare che un anno fa eravamo vicini allo 0,5% (e al 3,5% per l'high yield), quindi abbiamo assistito a una completa rivoluzione del reddito fisso. Credo che molti investitori si aspettino ancora di rivivere il quadro del 2022, ma da parte nostra riteniamo che sarà estremamente difficile non ottenere un rendimento positivo nel 2023, grazie al carry della classe d'investimento. Ciò è dimostrato da un livello di rischio superiore alla media nei nostri portafogli, dove continuiamo a privilegiare le banche (senior e subordinate), gli ibridi societari e il settore immobiliare in generale. Anche nell'high yield utilizziamo il nostro margine di diversificazione. Il tasso di default dovrebbe rimanere gestibile, in particolare

nell'attuale contesto macroeconomico, e sul lato della duration breve vediamo molto valore.

Il vostro portafoglio flessibile, Euro Credit TR, si è dimostrato particolarmente resiliente nel 2022 rispetto al mercato. Può dirci come funziona questa strategia? Quali sono le vostre aspettative per il 2023?

Abbiamo due semplici motori: la duration e la gestione del rischio di credito. Poiché possiamo oscillare tra -2 anni e 6 anni, la gestione della duration è stata una leva molto utile per proteggere il portafoglio. In effetti, abbiamo utilizzato ampiamente questo margine di manovra. Per la gestione del rischio di credito abbiamo definito una segmentazione dedicata, che abbiamo chiamato "DIA" (defensive, intermediate, aggressive), dove abbiamo gli asset a più alto rendimento potenziale nel segmento Aggressive (High Yield, Financial Subordinated o Corporate hybrids), mentre nel Defensive si trovano le obbligazioni societarie o governative senior dei paesi core. Il segmento intermedio rappresenta, infine, soprattutto l'esposizione a bond senior di paesi periferici. L'idea è quella di allocare attraverso questi tre segmenti, a seconda delle nostre opinioni di mercato, mitigando ulteriormente il rischio grazie alla nostra politica di copertura attiva, in particolare sugli indici iTraxx. Siamo soddisfatti di aver limitato l'impatto nel nostro fondo del repricing storico vissuto nel 2022 e siamo ben preparati per il 2023.



ISMAEL LECANU >
AXA IM

INTERVISTA

DI > GIULIO ZANGRANDI

UN PORTAFOGLIO DI QUALITÀ PER SUPERARE IL RISCHIO RECESSIONE

Secondo Andrew Balls, global cio Fixed Income di PIMCO, la strategia migliore è puntare su asset a basso rischio di tasso. “Buone performance nei bond governativi core e mortgage-backed Usa”

Dopo un anno da dimenticare per il mercato obbligazionario, il 2023 lascia finalmente intravedere agli investitori spiragli di ripresa del reddito fisso. Anche se lo scenario di base resta quello di una lieve recessione nei mercati sviluppati, i rischi per le prospettive d'inflazione rimangono più bilanciati rispetto a qualche mese fa ed è presumibile pensare che le principali banche centrali continuino ad alzare i tassi solo fino al primo trimestre per poi procedere a un progressivo allentamento della stretta monetaria.

Secondo Andrew Balls, global cio Fixed Income dell'asset manager PIMCO, questa ipotesi può essere formulata in particolare per la Federal Reserve statunitense, che avrà un ruolo chiave nell'orientare le scelte di investimento sulla asset class: “Considerando che gli Usa sembrano essere in testa nei trend inflazionistici e che nel Paese i prezzi dovrebbero calare più velocemente che altrove, la Fed potrebbe diventare la prima banca centrale a discutere di riduzione dei tassi nella seconda metà dell'anno”.

In un contesto di questo tipo PIMCO ritiene strategico focalizzarsi su settori obbligazionari di alta qualità, che oggi sono tornati a offrire rendimenti appetibili come non se ne vedevano da anni. “Se l'operato della Fed e delle altre banche centrali saprà convincere gli investitori”, spiega Balls, “valide performance si registreranno soprattutto nelle obbligazioni governative core”. Come illustrato dall'esperto, per il Treasury a dieci anni la casa di gestione

si aspetta infatti “un intervallo di rendimento compreso fra circa il 3,25% e il 4,25%, con la prospettiva di un posizionamento neutro sulla duration o di un sottopeso tattico ai livelli attuali”. Confermato il giudizio positivo anche sulle asset-backed securities e in particolare sui titoli americani del segmento mortgage-backed, che potrebbero beneficiare di un atteso calo della volatilità dei tassi grazie a spread relativamente appetibili.

Poiché una recessione di qualsiasi tipo potrebbe mettere sotto pressione gli attivi più rischiosi, Balls predica invece cautela sulle aree più economicamente sensibili dei mercati finanziari. “È il caso”, precisa, “dei prestiti bancari a tasso variabile”. Quanto ai mercati privati, la fotografia scattata dal chief investment officer è la seguente: “Possono essere più lenti a riprezzare rispetto ai mercati pubblici, quindi, promettono di esporsi al rischio di ulteriori cali nel breve termine”. Ragionamento diverso è invece quello sulle azioni, che escono dai radar semplicemente perché divenute “meno interessanti dell'income in un contesto di tassi d'interesse più elevati”. In generale, dunque, la logica del gestore è cercare di rendere i

portafogli resilienti puntando su investimenti che dovrebbero essere in grado di resistere anche in caso di una contrazione più significativa dell'attività economica.

Sul fronte delle scadenze, il riprezzamento nella porzione a breve della curva dei rendimenti nel 2022 ha invece rafforzato l'interesse degli investitori per le obbligazioni a breve termine soprattutto di tipo governativo.

L'INCOGNITA CINA

Ancora in divenire pare invece lo scenario legato ai mercati emergenti. Secondo Balls, “queste aree presentano valutazioni storicamente convenienti e sembrano destinate a registrare buone performance in futuro ma occorre mantenersi prudenti perché molto ancora dipende dalla capacità della Fed di domare l'inflazione e dall'abilità della Cina di riattivare l'attività economica”. Una partita, questa, in cui il ruolo chiave è giocato proprio dal Dragone: “La riapertura di Pechino”, sottolinea l'esperto, “potrebbe fornire una spinta positiva all'economia globale e accelerare l'allentamento dei colli di bottiglia nelle filiere produttive”.

ANDREW BALLS >
PIMCO





Tra l'inflazione che resta elevata per quanto lontana dai record dei mesi scorsi e il rallentamento della crescita globale previsto per i prossimi trimestri, l'incertezza dovrebbe rimanere protagonista sui mercati finanziari nel breve termine. Un quadro che rende più decisiva del solito la capacità di diversificare e di puntare sulle nicchie di valore, come l'obbligazionario emergente. Simon Cooke, gestore reddito fisso emergente di Insight (BNY Mellon IM), sottolinea che i rendimenti delle obbligazioni societarie in queste aree sono attualmente al livello più alto da circa un decennio, con cedole medie superiori al 7%, esattamente il doppio rispetto al 2020. "Questa categoria di investimenti sta diventando sempre più interessante, in particolare alla luce della duration relativamente breve rispetto ad altre parti del reddito fisso", spiega l'esperto. Cooke evidenzia come le dimensioni del mercato delle obbligazioni emergenti in valuta forte superino quelle di altre aree del reddito fisso tradizionale. Si tratta di 4 mila miliardi di dollari di titoli in circolazione a settembre 2022, da 1.500 emittenti provenienti da oltre 100 paesi in tutti i settori, rispetto a un mercato high yield statunitense di circa 1.600 miliardi di dollari e investment grade in euro di 2.700 miliardi di euro. "La leva finanziaria è generalmente inferiore alla metà di quella delle società statunitensi e la copertura degli interessi è ai massimi del decennio", osserva Cooke, per il quale "la combinazione di

valutazioni interessanti e dati fondamentali resilienti dovrebbe sostenere la solida performance delle società dei mercati emergenti nel lungo termine". In particolare, secondo l'esperto, grosse opportunità di investimento arrivano dal segmento in crescita degli impact bond emergenti, emissioni che oltre al ritorno finanziario puntano a generare un impatto sociale e ambientale positivo, dalla riduzione della povertà alla fornitura di energia pulita a prezzi accessibili. "Anche qui vediamo un premio sul rischio attraente: i green bond dei mercati emergenti offrono attualmente un rendimento del 5,7%, rispetto al 3,7% delle obbligazioni verdi dei mercati sviluppati, a parità di rating medio e con una duration inferiore di quattro anni". In generale, specifica Cooke, "siamo positivi sia su titoli investment grade (con fondamentali solidi) sia su titoli high

yield (con valutazioni migliori rispetto alle medie storiche e adeguate al rischio default), ma sempre con un approccio selettivo. Vediamo opportunità interessanti in America Latina (in Brasile, Colombia, Messico e Perù) ma anche su emittenti selezionati in Africa. I recenti sviluppi in Cina dovrebbero inoltre avvantaggiare l'Asia nei prossimi mesi".

Marco Vailati, responsabile ricerca e investimenti di Cassa Lombarda, prevede che i rialzi dei tassi dei Treasury e del dollaro nel 2023 dovrebbero essere inferiori rispetto al 2022 e quindi verrebbe meno un concorrente per il debito emergente. Inoltre, ricorda che alcune economie in via di sviluppo sono più avanti nel ciclo e "avranno svolte anticipate delle politiche monetarie. Mentre i paesi produttori di commodity beneficiano del loro apprezzamento con vantaggi in termini di merito creditizio".

Nel complesso, dunque, aggiunge l'esperto, il debito emergente risulta interessante e si può dedicare a questa asset class un terzo della componente obbligazionaria del portafoglio, a patto di approcciarlo progressivamente. "È meglio iniziare limitando la duration e puntando ai governativi per non rischiare di bruciare il carry, ora più interessante, con le potenziali ulteriori residue capital loss. Con il raggiungimento dei minimi ciclici si potrà poi accrescere gradualmente il rischio allungando le scadenze, considerando anche i corporate, prima investment grade e poi high yield, e infine aggiungendo le emissioni in valuta locale". Esprime una view positiva anche Teresa Gioffreda, UBS Global Wealth Management, per la quale gli spread delle obbligazioni emergenti in dollari sono interessanti rispetto alle altre asset class obbligazionarie sia per

OBBLIGAZIONI, I MERCATI EMERGENTI RECUPERANO TERRENO IN PORTAFOGLIO

Per gli esperti buone opportunità arrivano soprattutto dai corporate bond che offrono rendimenti al livello più alto da circa un decennio





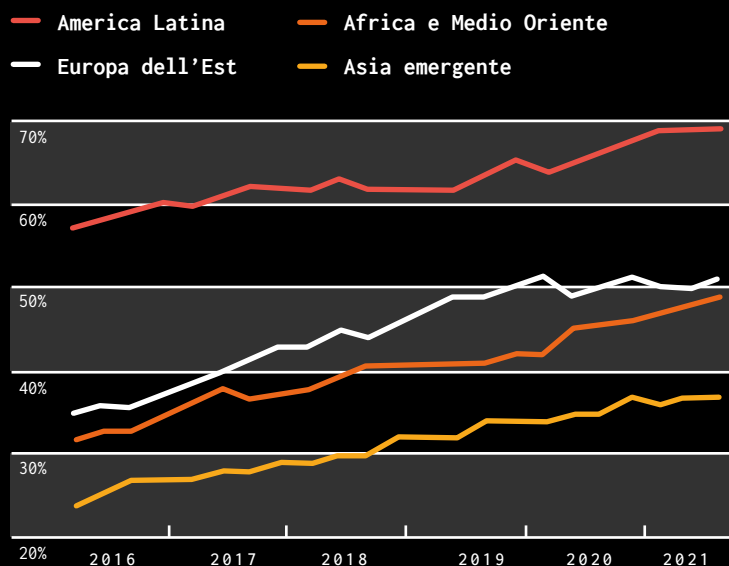
la capacità degli emittenti di ripagare, sia se confrontati ai livelli storici. Per l'esperta il momento è favorevole anche per i rendimenti delle obbligazioni in valuta locale "perché molte banche centrali dei paesi emergenti hanno iniziato il ciclo di rialzi prima dei paesi sviluppati e sono ora prossime a una pausa". A livello di aree geografiche, tra le obbligazioni denominate in valuta locale, "preferiamo sovrappesare quei paesi che sono prossimi alla fine del ciclo di inasprimento della politica monetaria, come Messico, Brasile e Sudafrica, che hanno rendimenti interessanti, fondamentali favorevoli e inflazione potenzialmente in calo". Infine, secondo Gioffreda, meglio preferire i crediti di qualità più elevata, sia sui titoli di stato sia sui corporate bond, "dove prestiamo grande attenzione anche alla generazione di flussi di cassa e alla liquidità disponibile".

Per Romain Bordenave, fund manager, emerging debt di Edmond de Rothschild AM, gli emergenti offrono un elevato potenziale, in particolare sul fronte del debito corporate, dall'investment grade all'high yield. In particolare, "la solidità dei fondamentali del credito delle imprese e il miglioramento della traiettoria dei tassi d'interesse dovrebbero essere di grande sostegno per l'asset class", osserva l'esperto. Mentre il rimbalzo della crescita cinese, prosegue, potrebbe sostenere le società dei mercati emergenti in generale e, più in particolare, i produttori e gli esportatori di materie prime, molto presenti in America Latina. "Questa regione rimane inoltre una delle aree chiave per gli investimenti grazie alla profondità del mercato e alla diversità dei settori presenti, che vanno dai finanziari ai trasporti, dall'energia all'industria".

Inoltre, per Bordenave, molte opportunità arrivano anche dal fronte sovrano. Il riferimento è in particolare all'America Latina, dove andrebbero privilegiati i paesi che offrono un'interessante remunerazione del rischio, come ad esempio l'Ecuador. Infine, Stefan Grünwald, gestore obbligazionario mercati emergenti di Raiffeisen Capital Management, ritiene che con spread e rendimenti in forte aumento le obbligazioni in valuta forte dei mercati emergenti globali offrano un'interessante opportunità d'investimento a lungo termine, anche a fronte di alcune insolvenze dei paesi più piccoli e deboli. A livello di paesi, la lieve recessione prevista negli Stati Uniti, insieme all'abbandono della politica dello Zero Covid da parte della Cina e all'ulteriore riduzione delle pressioni inflazionistiche a livello globale, spingono a

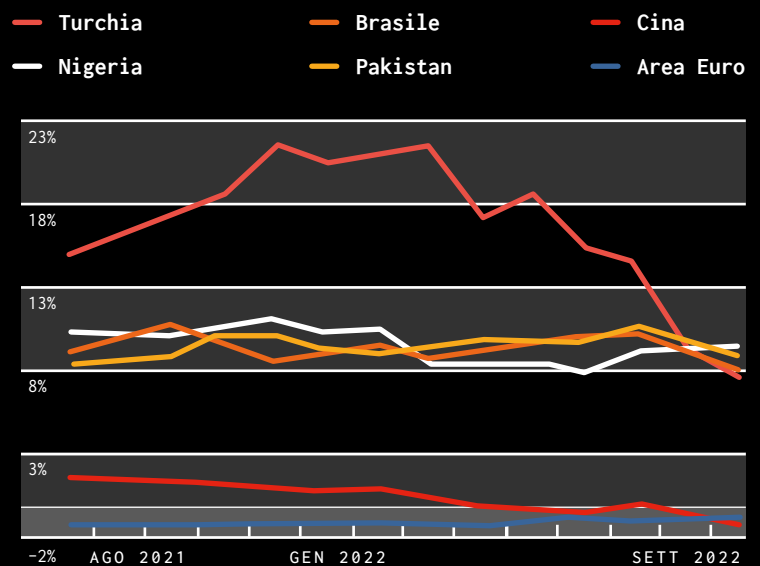
preferire i paesi "con un'esposizione di duration inferiore, con rating BBB e sub investment grade e con una situazione finanziaria solida e stabile, influenzata positivamente dalla crescita mondiale che sta guadagnando terreno". In particolare, "ci piacciono gli esportatori di materie prime dell'Africa e dell'America Latina, oltre a paesi come Indonesia, Oman, Messico, Brasile o Colombia. Inoltre, vediamo anche un certo valore in paesi in fase di ristrutturazione, come Ghana e Pakistan, che godono del sostegno del Fondo monetario internazionale". Infine, conclude Grünwald, "da un punto di vista strategico (a medio-lungo termine) preferiamo detenere obbligazioni dei mercati emergenti con rendimenti a una cifra, privilegiando quindi quelle in valuta locale rispetto alle emissioni in valuta forte".

Percentuale del debito sovrano in dollari Usa



Fonte: Elaborazioni OCPI su dati BIS statistics

Spread sovrani in vari paesi



Fonte: Elaborazione OCPI su dati Investing.com

LA CINA TORNA A ESSERE APPETIBILE

Per gli esperti l'investimento obbligazionario nel mercato cinese può rappresentare un interessante elemento di diversificazione sia per la componente governativa sia per quella corporate



Dopo i numerosi lockdown attuati da Pechino per controllare e limitare il più possibile la pandemia da Covid-19, il paese del Dragone ha iniziato ad allentare a partire dallo scorso dicembre le draconiane misure di contenimento del virus. Una svolta determinata dalle forti proteste che si sono scatenate contro la politica Zero Covid, che ha causato un forte rallentamento economico. Basti pensare che, secondo uno studio della Banca Mondiale, la crescita del Pil reale dovrebbe essersi fermata al 2,7% nel 2022 invece che raggiungere il 4,3% come precedentemente previsto. In questo contesto, secondo Massimiliano Maxia, senior fixed income product specialist di Allianz Global Investors, “se il governo continuerà a optare per un rallentamento, anche graduale, delle restrizioni, l'intera economia cinese ne beneficerà, a cominciare dal settore immobiliare, permettendo una ripresa

della crescita economica anche sostenuta, a partire probabilmente dal secondo trimestre del 2023”. Per l'esperto, il progresso del Pil potrebbe tornare sopra il 4%, su livelli comunque ben lontani rispetto all'8,1% realizzato nel 2021 (ma in quel caso va considerato il rimbalzo dopo la paralisi del primo anno pandemico). Per Maxia, sia la politica monetaria, sia quella fiscale rimarranno molto probabilmente ancora accomodanti, “fattore che non abbiamo in nessuna delle altre principali economie a livello globale e che dovrebbe anche permettere una stabilizzazione della valuta, facendo così venire meno un forte elemento di volatilità che ha caratterizzato il 2022”. In questo scenario, osserva, l'investimento obbligazionario nel mercato cinese potrebbe rappresentare un interessante elemento di diversificazione sia per la componente governativa, sia per quella corporate, dove il premio

per il rischio è tornato a essere abbastanza interessante. In particolare, secondo l'esperto, un investitore dal profilo di rischio medio potrebbe dedicare ai bond cinesi una quota non superiore al 10% del portafoglio. “Se invece il contesto macroeconomico dovesse essere più negativo di quanto ci aspettiamo come scenario base, la volatilità che ne deriverebbe renderebbe l'investimento molto meno attraente”. Esprimono una view costruttiva gli esperti di Fidelity International, per i quali “la Cina, in controtendenza rispetto al trend globale di rialzi dei tassi, manterrà un atteggiamento di relativo allentamento, fornendo una spinta alla sua economia nel corso del 2023”. Quanto alle asset class, i titoli di Stato cinesi, osservano, dovrebbero rimanere una delle tipologie di emissioni governative più stabili, offrendo potenziali vantaggi di diversificazione. Esprime infine cautela Edoardo

Fusco Femiano, fondatore di DLD Capital Scf, secondo cui “negli ultimi dieci mesi si è assistito a costanti deflussi dal mercato obbligazionario cinese. Le ragioni sono da ricercare nella debolezza dello Yuan rispetto al dollaro Usa e nella netta divergenza di politiche monetaria tra la Fed e la People Bank of China. “In generale”, prosegue, “la perdita di attrattività del mercato obbligazionario dei paesi emergenti è un fattore fisiologico nelle fasi in cui la Fed o la Bce adottano politiche monetarie restrittive: gli investitori, infatti, prediligono la stabilità dei rendimenti americani o europei e non si trovano più costretti a ricercare altrove rendimenti interessanti per la componente obbligazionaria. Questo stato di cose”, conclude Fusco Femiano, “dovrebbe proseguire fino a quando non si assisterà a un progressivo allentamento della politica monetaria americana”.

EDOARDO FUSCO FEMIANO >
DLD Capital Scf



MASSIMILIANO MAXIA >
Allianz Global Investor

