

Asset manager

## Obbligazionario: decisioni difficili per le Banche Centrali, ma le opportunità non mancano

Per Plenisfer Investments Sgr, la parte della curva a breve e medio termine, combinata con il rischio di credito, offre rendimenti interessanti in Europa e Usa

di Marco Degrada

Plenisfer Investments Sgr è una boutique di investimento dedicata alla gestione attiva di portafogli unconstrained costruiti attraverso un approccio multi strategy. Nel maggio 2019 Giordano Lombardo, Mauro Ratto, Diego Franzin e Robert Richardson, dopo 30 anni nel mondo degli investimenti, oltre 20 dei quali trascorsi insieme, hanno deciso di fondare Plenisfer per promuovere un nuovo paradigma di gestione attiva, libera dai vincoli imposti dai benchmark e pensata per navigare quella che si aspettavano sarebbe stata una fase inedita dei mercati. Con questo approccio, Plenisfer investe a livello globale con un team senior multidisciplinare a Milano, Londra e Dublino. Nel fondo flagship Destination Value Total Return, entrato a maggio nel quinto anno sul mercato, il Gruppo Generali ha investito nel 2020 1 miliardo di euro e da allora Plenisfer opera nell'ambito dell'ecosistema di Generali Investments.

**L**e Banche Centrali dovranno ancora affrontare una sfida complessa nei prossimi mesi. Ad affermarlo è **Mauro Ratto**, co fondatore e co Cio di Plenisfer Investments Sgr, che a MondoInvestor indica le opportunità offerte oggi dai mercati obbligazionari e racconta il primo anno di operatività del fondo Destination Dynamic Income (DDI) Total Return della società.

**Dopo il primo taglio dei tassi di interesse della Bce, appare ancora lontano quello della Fed. Qual è lo scenario da voi atteso per i prossimi mesi?** La nostra attesa resta invariata. Nel 2020 ci aspettavamo l'arrivo dell'inflazione, non come fenomeno transitorio, ma come nuova componente strutturale dell'economia. Certamente dopo i picchi dello scorso anno, l'inflazione è destinata a moderarsi, ma non pensiamo possa tornare ai livelli del passato. Le Banche Centrali dovranno quindi ancora affrontare una sfida complessa: non potranno essere troppo restrittive senza penalizzare l'economia, che ci aspettiamo in rallentamento soprattutto negli Usa, e non potranno avviare politiche eccessivamente espansive senza far accelerare l'inflazione. Certamente ci saranno tagli moderati ai tassi, ma questi resteranno più alti più a lungo, in particolare negli Usa dove, l'inflazione è diretta conseguenza della domanda, sostenuta da incentivi pubblici.

**La possibilità di avere disomogeneità tra le azioni di Bce e Fed può rappresentare un'opportunità per gli investitori nell'obbligazionario?**

I mercati hanno già scontato questo scenario come è evidente se si guarda alla forza relativa del dollaro rispetto all'euro, che si riflette nel differenziale di rendimento tra Europa e Stati Uniti, a favore di questi ultimi, ma anche tra Stati Uniti ed Emerging Markets, che oggi sono ai

minimi storici. I rendimenti reali positivi ancora ben visibili in Usa continuano a rappresentare un'opportunità: i Treasury e i bond inflation linked a 30 anni offrono rendimenti unici, di oltre 400 punti base, e consentono di aggiungere durata al portafoglio senza generare carry negativo. **Alla luce dello scenario da voi atteso, quali impatti vi aspettate sul mercato obbligazionario in Europa e Usa? E quali opportunità offrono i mercati emergenti?**

Ci piace la parte della curva a breve e medio termine che, combinata con il rischio di credito, offre rendimenti interessanti in Europa e negli Usa. Di fatto, abbiamo una posizione di steepening. Pensiamo, infatti, che le curve dovrebbero essere più inclinate: in un contesto di deficit pubblico elevato e in costante crescita, ci aspettiamo che per rendere attrattive le scadenze a lungo termine dovrà essere ripristinato un premio su questi titoli. Nei mercati emergenti ci sono selezionate opportunità sulle emissioni in dollari che presentano un buon livello di rischio/rendimento e offrono una combinazione unica tra gli spread dei Paesi e i tassi base Usa. Tuttavia, gli spread di credito sono ai minimi dal 2018 e quindi serve grande cautela. In Plenisfer siamo posizionati per trarre vantaggio da movimenti di volatilità che ci aspettiamo possano verificarsi e, in tale scenario, potremo aumentare l'esposizione sull'area.

**Il vostro fondo Destination Dynamic Income (DDI) Total Return festeggia il primo anno di operatività. Qual è il suo approccio d'investimento?**

DDI offre agli investitori un'allocazione obbligazionaria multistrategia, diversificata e globale, conseguita attraverso una gestione attiva, flessibile e dinamica in grado di generare valore rispetto alle diverse fasi del ciclo economico e dei tassi

di interesse, a prescindere dalla direzione dei mercati del credito. La diversificazione (in termini di emittenti, settori, qualità del credito, subordinazione e area geografica) è guidata dall'approccio distintivo di Plenifer, che investe senza i vincoli imposti dal benchmark selezionando, a livello globale e attraverso la lente di strategie proprietarie, singole idee di investimento lungo l'intera struttura del capitale. La gestione fa, in particolare, leva su tre strategie. La prima è Income, progettata per offrire una fonte stabile di flussi di rendimento, investe su debito investment grade, high yield, debito bancario, bond convertibili e contingent convertibles. La seconda è Macro Opportunities, ovvero la visione e le aspettative di Plenifer sull'andamento di tassi, inflazione e valute, ma anche aree geografiche e settori. Questa strategia guida investimenti top down e la strategia di protezione dalle fluttuazioni di mercato rispetto al rischio sia di tasso che di credito. Infine, Special Situations, ovvero opportunità caratterizzate da fattori di rischio specifici e dunque meno legate alla volatilità dei mercati.

#### Quali sono le principali scelte di portafoglio e asset allocation che hanno caratterizzato il primo anno di gestione?

Abbiamo investito in modo veramente diversificato a livello globale. Il fixed income è, infatti, un'asset class più ampia di quanto si pensi, se si investe guardando all'intera struttura del capitale delle aziende. In Plenifer, investiamo confrontando il rendimento corretto per il rischio di diverse opportunità lungo la struttura del capitale e la curva del credito, e ci muoviamo senza soluzione di continuità dalle obbligazioni senior alle obbligazioni junior, passando dagli ibridi ai contingent convertible bond, spaziando dagli emerging market alle special situation. Pensiamo che questo sia ancora il momento per guardare alle opportunità che si possono trovare scendendo lungo la struttura del capitale, per esempio preferendo un titolo subordinato o ibrido rispetto a un'obbligazione senior. Così si possono ottenere rendimenti simili a quelli offerti da società con rating inferiore, minimizzando il rischio di default a parità di rendimento. All'ampiezza delle opportunità abbiamo affiancato un altro tratto forte-

mente caratterizzante di DDI: l'approccio macro. È l'idea che tutto ciò che accade a livello microeconomico è anche conseguenza di ciò che accade a livello macro. Analizziamo quindi la disponibilità del credito legata alle fasi del ciclo economico e delle politiche monetarie, la domanda di credito e la struttura del debito da rifinanziare in termini di scadenze e merito. La duration del portafoglio di DDI, relativamente breve, riflette quindi la nostra view macro che ci consente anche di identificare opportunità in termini di spread di credito. Con questo approccio abbiamo operato prevalentemente nell'area crossover, ovvero a cavallo tra investment grade e high yield, selezionando un mix di società e tipologia di titoli di credito che hanno reso il nostro portafoglio profondamente diverso in termini di rendimento corretto per il rischio.

#### Siete soddisfatti dei risultati ottenuti dal fondo?

Siamo soddisfatti della performance, ma soprattutto di averla conseguita mantenendo una volatilità molto contenuta. Forti del primo anno di track record ci presentiamo ora agli investitori istituzionali. Pensiamo che nel contesto macro di bassa crescita futura e volatilità in aumento, un approccio unconstrained e che mira a individuare fonti di alpha sul mercato sia fortemente distintivo, perché senza i vincoli imposti dal benchmark possiamo selezionare a livello globale singole opportunità con un livello di rischio rendimento ottimale. E i livelli dei tassi e degli spread rendono questa fase estremamente interessante per il reddito fisso. Oggi si possono ottenere rendimenti competitivi rispetto all'equity e offrire, quindi, agli investitori un'opportunità unica di inserire in portafoglio una forte base di reddito con rischio e volatilità relativamente contenuti.

#### Che ruolo hanno per voi i fattori ESG negli investimenti obbligazionari?

Sono fattori rilevanti nell'analisi che precede l'investimento e nel successivo monitoraggio. In particolare, guardiamo alla governance della società e all'impatto che le scelte aziendali hanno su ambiente e stakeholder perché ci consentono di valutare la credibilità e qualità della società e, quindi, anche la sua affidabilità sul fronte del debito.