

PLENISFER INVESTMENTS SGR

Approccio conservativo sui bond

a cura di Pinuccia Parini

Il mercato obbligazionario continua a essere al centro dell'interesse degli investitori. Ad analizzare la situazione è **Mauro Ratto**, co-founder e co-chief investment officer di **Plenisfer Investments Sgr**.

Siamo di fronte a una situazione in cui le decisioni della Federal Reserve hanno effetti a cascata anche sugli altri mercati. Sembra che si sia dinnanzi a un mondo finanziario unipolare. Che cosa ne pensa?

«Non credo che sia solo la Banca centrale americana, con la sua politica monetaria, a condizionare l'andamento dei mercati. Basterebbe pensare all'atteggiamento da parte degli investitori durante tutto il periodo del Qe e di quanto si fossero abituati a operare in un contesto di tassi di interesse negativi, tanto da pensare che non sarebbe mai finito. C'è voluto tempo per sradicare questa convinzione, nonostante la ripresa dell'inflazione. L'idea di fondo era che, visto l'aumento del debito a livello globale, le istituzioni centrali non avrebbero significativamente mutato il loro atteggiamento in materia di politica monetaria: ciò valeva, sia per la Fed, sia per la Bce».

Non ritiene, però, che, in qualche misura, le politiche restrittive delle maggiori banche centrali potrebbero avere alcune ripercussioni, ad esempio anche sulle economie emergenti, che sono state le prime a reagire dinnanzi alla ripresa dei prezzi al consumo?

«I paesi emergenti sono un'area interessante da prendere in considerazione. Sono stati i più ortodossi nelle loro decisioni di politica monetaria e hanno già alzato i tassi sopra il livello di inflazione, mentre gli Usa saranno prossimi a farlo. La loro pronta reazione è stata più che apprezzata dai mercati, così come lo rivelano i corsi degli indici azionari (ad esempio il Bovespa) e il rafforzamento delle valute locali: dal real brasiliano, al peso messicano e alla rupia indonesiana. Tutto ciò è avvenuto nonostante l'incertezza politica che pesa su alcuni di questi



MAURO RATTO
 founder and chief
 investment officer
 Plenifer Investments Sgr

paesi: dall'elezione di Lula alle presidenziali in Indonesia, con cui si chiuderanno i due mandati di Jokowi. Le incognite legate a questi e a simili eventi non sembrano infatti avere scalfito, da un lato, la politica monetaria e, dall'altro, quella fiscale, un combinato disposto che ha permesso la gestione della situazione contingente e del bilancio pubblico con risultati soddisfacenti. Le risposte positive ed efficaci formulate e implementate da queste economie hanno sortito effetti positivi. Nella mia esperienza di portfolio manager, ho avuto la possibilità di incontrare diversi esponenti delle banche centrali e funzionari di stato dei paesi emergenti, in particolare nel Sud-Est dell'Asia, e devo sottolinearne l'elevato profilo e competenza: non hanno nulla da invidiare ai loro omologhi appartenenti ai paesi a economia avanzata. Ho visto piani per la realizzazione di nuove infrastrutture, guidati dalla consapevolezza di fare fronte al cambiamento climatico, tanto da pianificare addirittura lo spostamento di una capitale (Jakarta in Indonesia). Devo ammettere che ho incontrato persone con forti sensibilità nei confronti delle dinamiche del mondo d'oggi che, a volte, non si trovano nei paesi occidentali».

L'unica eccezione, però, tra i paesi emergenti è stata la Cina che, in termini di politica fiscale e monetaria, si è comportata in modo sostanzialmente diverso. Qual è il suo parere?

«La Cina è un'area con un potenziale anticiclico. Ovviamente un ruolo difficile da giocare, perché l'uscita dal Covid sembra più difficile del previsto. Si è assistito a una ripresa dei consumi, mentre è più difficile quella legata agli investimenti, dove pesa il sentiment non particolarmente ottimista degli imprenditori. Inoltre, la Cina soffre ancora della crisi del settore immobiliare, che è stato per anni uno dei motori della crescita del paese. Va ricordato che la Repubblica Popolare sta attraversando una fase di transizione, visto che il suo peso all'interno del commercio mondiale, pur rimanendo elevato, è destinato a ridursi».

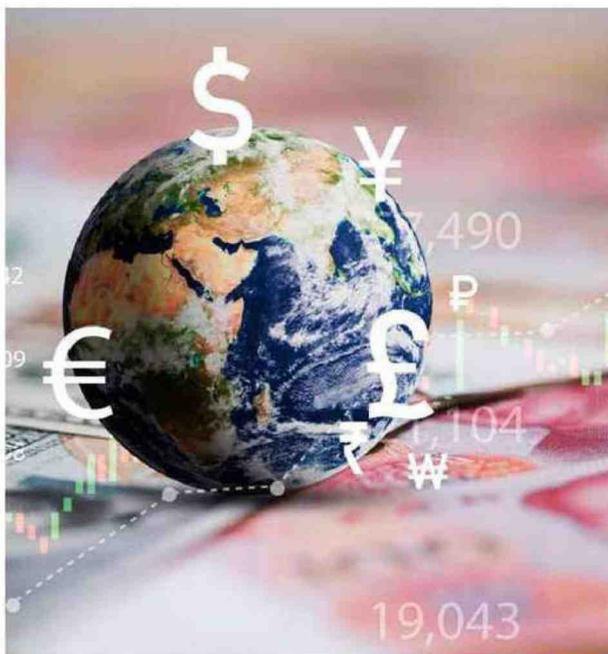
Le considerazioni, che sinora ha adottato, la portano a essere positivo sul debito emergente?

«Ferma restando la valutazione positiva dell'azione delle banche centrali emergenti, nelle nostre decisioni d'investimento, anziché ragionare per comparti, preferiamo guardare alle opportunità

come singole entità, che analizziamo in quanto tali, sia dal punto di vista degli equilibri fiscali, sia da quello della loro vulnerabilità esterna. All'interno di questo universo, ci sono paesi come il Brasile, il Messico, l'Indonesia, che consentono di investire approfittando del livello dei premi al rischio disponibili, non solo sul debito sovrano, ma anche sul credito corporate, che riteniamo interessanti. Preferiamo farlo in hard currency, anziché in valuta locale, perché pensiamo che si sia già assistito a un apprezzamento delle divise emergenti e che il rendimento in dollari, aggiustato per il rischio, sia superiore».

Quindi un approccio all'investimento obbligazionario che, anziché a canne d'organo, si presenta come un processo trasversale. Potrebbe elaborare ulteriormente questo concetto?

«Abbiamo costituito una società di investimento, una boutique all'interno



della galassia di Generali Investments, che ci permette di avere un approccio flessibile all'universo multi-asset, con una logica di total return. Proponiamo, ai nostri investitori, obiettivi da raggiungere all'interno di un ciclo economico e operiamo in modo trasversale, perché riteniamo che, in base alle condizioni di mercato, si possano cogliere alcune opportunità per massimizzare i rendimenti. Per fare ciò, abbiamo delineato un chiaro processo di investimento e riunito un team pensato per implementarlo. Come in una squadra di calcio, ciascun gestore è dotato di competenze specifiche e caratteristiche tali da poter realizzare schemi di gioco funzionali a raggiungere gli obiettivi. La società è stata costituita da partner con oltre 25 anni di esperienza sui mercati, ai quali si sono aggiunti diversi professionisti senior e analisti junior: lavoriamo insieme, abbattendo i silos tra le diverse specializzazioni, per analizzare l'intera struttura di capitale delle opportunità che possono offrire un'occasione di investimento, tenendo in considerazione i premi al rischio nelle varie asset class, ma anche esaminando l'andamento della curva dei tassi e la condizione economica e fiscale del paese analizzato».

Qual è la vostra lettura del mercato obbligazionario?

«Credo che, nell'attuale situazione, si possano raggiungere rendimenti in euro, senza prendere rischi eccessivi, nell'ordine del 5%, livelli che sino a poco più di un anno fa sembravano irraggiungibili. Detto ciò, abbiamo un approccio conservativo, proprio per la complessità del contesto in cui si opera. Si è dinanzi alla possibilità di un rallentamento economico o di una recessione. Le recenti crisi delle banche regionali in Usa, ma anche alcune situazioni critiche in Europa, potrebbero provocare effetti contagio, se la situazione non fosse gestita al meglio. Va, tuttavia, riconosciuto che c'è uno sforzo in atto per arginare le criticità e le ultime indicazioni mostrano una situazione sotto controllo. Non ci sono più fughe dai depositi, anche se si registra una diminuzione, legata però

all'opportunità di lasciare i soldi su un conto non adeguatamente remunerato visto il livello dell'inflazione. Occorre però monitorare l'evoluzione da vicino, perché, come nel caso degli Stati Uniti, le banche regionali sono estremamente importanti nel finanziare le piccole e medie imprese che operano sul territorio, svolgendo un ruolo importante nel sostenere il tessuto economico del paese. La stretta creditizia in corso potrebbe mettere in difficoltà alcune aziende e deteriorarne i bilanci, con effetti di ricaduta sul mercato del lavoro. Ciononostante, crediamo che, poiché i tassi d'interesse stanno raggiungendo il picco, sia in Europa, sia negli Usa, è forse su questi mercati che si possono presentare le occasioni più interessanti. In termini di premio al rischio, le valutazioni sono più ricche nel Vecchio Continente, in particolare nella parte investment grade: il rialzo dei tassi ha creato alcune aree di crisi, come nel caso del settore immobiliare, che ha generato diversi mispricing e volatilità dei prezzi. La possibilità di un rallentamento economico ha fatto sì che il crossover offra spread che variano da circa 200 bps a 350, un livello che permette di focalizzarci sulle aree più interessanti, alla ricerca dei singoli emittenti, esaminando la struttura del capitale, per individuare le opportunità di investimento. Sempre in Europa, all'interno del settore finanziario, pensiamo che esistano ancora notevoli opportunità, ma vanno selezionati i titoli meno rischiosi, che presentano una capitalizzazione elevata e una leva finanziaria moderata. Ci piacciono, in modo selettivo, alcune obbligazioni perpetual e i titoli ibridi, così come riteniamo molto interessante la parte più senior, sia preferred, sia non preferred. Per quanto riguarda i settori, guardiamo a quei comparti che, in termini di generazione di cassa, hanno il vento in poppa, come l'energia. I mercati emergenti, occupano una parte del nostro portafoglio, ma non ne sono la componente dominante, nonostante ci siano emissioni, opportunamente identificate grazie a un rigido processo di selezione, che possono offrire rendimenti decisamente appetibili».

Come vi posizionate sulla duration di portafoglio?

«Preferiamo la parte relativamente a breve della curva, su scadenze fino a tre-quattro anni, perché pensiamo che la componente a più lungo termine abbia già scontato una riduzione dei tassi. Riteniamo che, guardando all'inversione della curva dei rendimenti, si sia di fronte a un rallentamento o a una recessione, che porterà a un allargamento degli spread del credito. Per questa ragione, ci posizioniamo sulle obbligazioni societarie di qualità».

Un altro tema di incertezza è stato il debt ceiling negli Stati Uniti. È per lei una preoccupazione il livello di indebitamento federale?

«C'è stato un po' di déjà vu in ciò che è accaduto, con le solite dinamiche politiche che si scatenano. Il mancato accordo avrebbe avuto impatti significativi sul dollaro, avrebbe creato volatilità, con effetti a catena che si sarebbero ripercossi anche su altre aree geografiche. È indubbio che, sia il debito, sia il disavanzo fiscale, sono in aumento negli Usa, a livelli molto simili a quelli di alcune nazioni europee. Tuttavia, è sempre opportuno soffermarsi non solo sull'ammontare del debito, ma sulla gestione dello stesso: il costo del debito è una variabile che può essere trattata in modo da contenere gli eventuali impatti derivanti dall'aumento dei tassi di interesse. Diventa quindi fondamentale guardare alla duration e fare in modo che le decisioni in merito al rifinanziamento siano commisurate anche all'evoluzione del contesto economico e all'inflazione. La vita media del debito sovrano nei diversi paesi è variabile tra cinque e otto anni: ciò significa che nel breve, non dovrebbero esserci particolari tensioni legate al rialzo dei tassi d'interesse. Gli Stati Uniti hanno, da un lato, inasprito la politica monetaria per rallentare la domanda, ma, dall'altro, hanno adottato una politica fiscale espansiva e si sono dimostrati pronti a espandere il bilancio della Banca centrale per fronteggiare la crisi delle banche regionali».