

Fondi *Il contesto sfidante nell'obbligazionario impone scelte dinamiche. Ecco le ricette dei fuoriclasse nell'absolute return*

di Nicola Carosielli

Con una fase di transizione incentrata sulla normalizzazione delle politiche monetarie e lo spauracchio dell'aumento trasversale della volatilità e del rialzo dei tassi americani, i mercati obbligazionari si apprestano a diventare un ambiente rischioso e sfidante. Tuttavia negli ultimi 12 mesi molti sono stati i fondi obbligazionari a ritorno assoluto (i cosiddetti absolute return, ovvero quelli che possono spaziare fra tutte le asset class del mondo dei bond) che hanno saputo beneficiare del contesto favorevole che si era presentato. Secondo Alessandro Camerini, portfolio manager Lemanik Selected Bond, «lo scenario idilliaco di crescita con bassa inflazione, che ha accompagnato buona parte degli ultimi 12 mesi, ha trainato la performance di tutto il mondo del credito; le incertezze emerse negli ultimi tre mesi hanno però premiato selettivamente i finanziari, in particolare alcune componenti subordinate high beta, con spread ancora elevati e duration più contenuta, che hanno risposto molto bene all'incremento della volatilità», mentre «l'attuale quadro fondamentale esalta poi le caratteristiche difensive dei finanziari,



**IL GESTORE
SI INGEGNA**

supportati da regole ben definite, solidità patrimoniale, esposte però ad esogene di natura politica». Per Rocco Bove, head of fixed income di Kairos, «la scelta di mantenere una esposizione di duration molto contenuta accompagnata da un posizionamento lungo sul mondo degli high yield, dei convertibili e soprattutto dei subordinati finanziari ha generato una performance particolarmente positiva non solo dal punto di vista assoluto ma anche dello sharpe ratio, ovvero del rapporto rendimento ottenuto alla luce della volatilità utilizzata». Come detto, però, ora la positività sembra svanire e per i gestori diviene fondamentale capire quali rischi presentano e presenteranno i mercati obbligazionari. Innanzitutto, come sottolinea Guillaume Rigeade, fund manager asset allocation and sovereign debt di Edmond de Rothschild, i mercati obbligazionari «sono particolarmente costosi, offrono rendimenti molto modesti e dovranno far fronte al rischio di un aumento dei tassi di interesse. Le obbligazioni sono giustamente costose in quanto hanno beneficiato di politiche monetarie estremamente accomodanti e del miglioramento delle condizioni macroeconomiche». Insomma, prosegue Rigeade, «uno scenario economico favorevole è incoraggiante per

le banche centrali per ripensare le loro politiche accomodanti e ridurre progressivamente le loro misure di sostegno». Mentre la Fed ha già cominciato ad alzare i tassi, «in Europa la Bce ha iniziato a dare impulso riducendo il ritmo degli acquisti di attività. Potrebbe, inoltre, decidere di aumentare i tassi di riferimento a partire dal 2019», prosegue Rigeade. Anche per Bove, il processo di normalizzazione dei tassi di interesse globali «rappresenta innegabilmente il principale fattore di rischio per il comparto obbligazionario non solo per l'impatto diretto implicito dal rapporto inverso tra tasso prezzo, ma anche e soprattutto per le conseguenze sulla liquidità nei mercati». Ovviamente lo sforzo profuso negli ultimi anni dalle banche centrali con politiche monetarie «quasi sperimentali ha costituito una spinta fortissima per i mercati» ha proseguito Bove, ma la vera sfida per i prossimi due anni «sarà gestire senza traumi il processo inverso: ovviamente il tutto va letto alla luce di un ciclo economico che proprio il supporto delle banche centrali hanno

reso forte e caratterizzato da una crescita globale e sincronizzata». Per Cameroni la normalizzazione in atto da parte delle banche centrali, insieme con le variabili politiche che coinvolgono dazi commerciali e geopolitica e i segnali di fine ciclo in America, non creano sicuramente un quadro di facile lettura per gli obbligazionari: «Anche i governativi, tradizionale safe heaven, sono stretti fra inflazione da materie prime, necessità di finanziamento del deficit americano e rischi geopolitici, mettendo a rischio i ritorni in investimenti con duration lunga, caratterizzati ormai da spread contenuti che offrono poca protezione e limitata redditività in caso di aumento dei tassi». Insomma lo scenario sta mutando e vari sono i rischi che propone il mercato, evidenziando maggiormente l'abilità del gestore nel riuscire a cogliere le migliori occasioni. Per esempio anche la volatilità per Bove potrà generare opportunità: «Missione di un fondo flessibile è proprio quella di muoversi in manie-

ra dinamica e veloce per poter approfittare delle inevitabili opportunità che andranno a crearsi nei prossimi mesi. Elementi essenziali saranno quindi la capacità di muoversi con logiche unconstrained in modo rapido ed efficiente anche grazie a dimensioni (il fondo ha 1 miliardo di asset, ndr) che non mettano a repentaglio la rapidità di

implementazione in un mondo come quello obbligazionario che continua a veder peggiorare il profilo di liquidità». Dal punto di vista dei temi e dei settori per Kairos «il segmento dei subordinati finanziari resta una delle aree più interessanti nel mondo obbligazionario, mentre è più delicato il discorso per i bond dei paesi emergenti e gli

high yield mentre guardiamo con rinnovato interesse al modo dei bond convertibili». Anche per Lemanik il driver principali di performance e opportunità

ad ora restano i segmenti subordinati: «Le intense modifiche regolamentari, la nuova struttura di capitale e le caratteristiche tecniche delle obbligazioni subordinate, necessitano però di livelli di sofisticazione e comprensione elevati. Questo crea ulteriori opportunità e permette di costruire soluzioni di investimento che minimizzano il livello di determinate componenti di rischio, mantenendo livelli di redditività soddisfacenti in grado di assorbire eventuali picchi di volatilità», spiega Cameroni. Secondo Rigeade anche «il credito, in particolare l'high yield europeo, sta beneficiando del miglioramento dei fondamentali delle aziende». Poi si trova anche «il debito finanziario subordinato, ancora interessante in quanto il segmento ha registrato un calo delle sofferenze e gode di uno scenario normativo più favorevole. Se i tassi di interesse crescono, le obbligazioni finanziarie dovrebbero sovraperformare gli altri segmenti obbligazionari in quanto la redditività delle banche (e di conseguenza il rischio di credito bancario) è destinata a migliorare». Ma per il gestore di Edmond

de Rothschild buone occasioni si possono trovare anche a livello geografico, guardando Paesi come Portogallo, Grecia e Cipro: «Grazie al momentum di crescita economica nella regione e del ridotto rischio politico, alcuni Paesi hanno ottenuto rating più elevati. Moody's, ad esempio, ha alzato il rating della Grecia da Caa2 a B3 con un outlook positivo per febbraio 2018». Infine, conclude Rigeade, «gli investitori dovrebbero anche prendere in considerazione il debito dei

Paesi emergenti, le obbligazioni europee inflation-indexed e gli investment grade americani, ma dovrebbero rimanere comunque altamente selettivi». (riproduzione riservata)

I MIGLIORI FONDI A RITORNO ASSOLUTO PER RENDIMENTO A 1 ANNO

Nome del fondo	Codice Isin	Nome società di gestione	Rendimento a 1 anno	Rendimento a 3 anni	Commissione di gestione %
◆ H2O Multibonds R Cap Eur	FR0010923375	H2O Am	32,81%	76,63%	1,10
◆ Consultinvest Reddito B*	IT0004977499	Consultinvest Am Sgr	8,64%	2,21%	1,10
◆ Edmond de Rothschild Finan. B. C Cap Eur*	FR0011034495	Edmond de Rothschild Am	4,69%	10,85%	1,20
◆ Lemanik Sicav Selected Bond Ret Cap Eur	LU0840526478	Lemanik Am	4,07%	8,65%	1,50
◆ Lazard Credit Fi R Eur*	FR0010752543	Lazard Freres Gestion	3,96%	9,86%	1,00
◆ BlueBay Inv. Gr. Absolute Return Bond Q Eur	LU1170325820	BlueBay	3,91%	0,95%	0,70
◆ Kairos International SICAV Bond Plus P Eur	LU0680824983	Kairos Partners Sgr	3,80%	5,39%	0,60
◆ Tendercapital Bond Two Steps A Eur	IE00B90F5P70	Tendercapital	3,35%	-11,93%	1,00
◆ Planet. Anthilia Yellow B Cap Eur	LU1377525818	Planetarium Fund Sicav	2,94%	-	0,70
◆ Legg Mason Brand. Gl. Credit Opp. A Eur Hdg*	IE00BYSFF105	Legg Mason Global Funds	2,76%	-	1,65

Tutti i fondi sono della categoria Fida Ritorno assoluto obbligazionari tranne quelli indicati con un * che appartengono ai Ritorno assoluto obbligazionari (euro)

Fonte: Fida. Classi in euro, retail a capitalizzazione dei proventi