



INTERVISTA

DI > DAVIDE MOSCA

## FIXED INCOME: DALLA GESTIONE PASSIVA UNA SPINTA ALLA MODERNIZZAZIONE

Nonostante le difficoltà che hanno caratterizzato il contesto di mercato del reddito fisso negli ultimi decenni e le recenti pressioni causate dal cambio di rotta delle banche centrali, c'è un'area degli investimenti obbligazionari che continua a crescere in modo esponenziale.

“Negli ultimi due anni”, spiega Andrea Favero, head of Digital Distribution Italy di BlackRock, “un numero sempre maggiore di investitori ha posto gli Etf obbligazionari al centro dei propri portafogli e l'adozione parte degli attori istituzionali si è ampliata”.

### CHE COSA È CAMBIATO?

“Gli Etf obbligazionari hanno rivoluzionato gli investimenti nel reddito fisso, in quanto forniscono un accesso istantaneo e a prezzi trasparenti a centinaia di esposizioni, con modalità idonee a tutti gli investitori”, afferma a livello generale Salim Ramji, global head of Etf and Index Investments di BlackRock. Un'affermazione che sembra trovare riscontro in una crescita di considerazione degli investitori che parte da lontano e che è giunta ad un *turning point* negli ultimi anni. “I cambiamenti nella struttura del mercato in seguito alla crisi finanziaria globale del 2008 e 2009 hanno provocato la prima ondata di adozione. Da allora, la crescita degli Etf obbligazionari e del loro ecosistema ha contribuito a promuovere i progressi nel trading elettronico e nel pricing algoritmico delle singole

**L'ecosistema degli Etf sta contribuendo in modo decisivo all'evoluzione dell'asset class.**

Scopriamo come con Andrea Favero, head of Digital Distribution Italy di BlackRock, e Smadar Shulman, head of Fixed Income Index EMEA di IHS Markit

obbligazioni, migliorando la trasparenza e la liquidità dei mercati obbligazionari sottostanti”, entra nel dettaglio Favero.

### LA SVOLTA

All'inizio del 2020 la pandemia ha travolto le piazze finanziarie con un forte impatto sulle dinamiche di utilizzo degli Etf a reddito fisso. “Mentre la liquidità nei mercati sottostanti si riduceva, i volumi di negoziazione degli Etf salivano ai massimi storici; segno che gli investitori si stavano già orientando verso panieri di obbligazioni, anziché di singole obbligazioni, a fini di investimento e di gestione del rischio in un clima di volatilità”, puntualizza l'head of Digital Distribution Italy di BlackRock.

“Abbiamo visto come, in periodi di stress, questi strumenti si siano comportati come previsto, fornendo un accesso continuo e liquido a esposizioni chiave che hanno permesso ai gestori degli investimenti di costruire e modificare le loro esposizioni in modo efficiente”, conferma sul punto Smadar Shulman, head of

Fixed Income Index EMEA di IHS Markit.

### IL FUTURO DELL'ECOSISTEMA

La storia della modernizzazione del mercato obbligazionario permette di individuare alcuni picchi particolarmente significativi, ma resta un processo progressivo guidato da una molteplicità di fattori. “Le tecniche utilizzate dai dealer del reddito fisso per interagire con gli emittenti di Etf sul mercato primario sono in continua evoluzione”, dichiara Favero riferendosi ad alcuni dei più recenti sviluppi. “La piattaforma del mercato primario di iShares, ad esempio, ha migliorato la prevedibilità e la trasparenza del processo di costruzione di panieri personalizzati grazie allo sviluppo di migliori interfacce con gli *authorised participants*, che consentono di presentare elettronicamente proposte ad hoc”, completa. La crescente adozione di Etf a reddito fisso e i notevoli miglioramenti tecnologici, continuano, dunque, a rivoluzionare il modo in cui gli investitori accedono ai mercati europei delle obbligazioni. “La liquidità dell'Etf e il continuo pricing del comparto obbligazionario che ne deriva hanno permesso lo sviluppo di un ecosistema diversificato indispensabile per un mercato efficiente. Siamo convinti che gli Etf obbligazionari avranno un ruolo chiave nello sviluppo complessivo dell'industria”, conclude l'head of Fixed Income Index EMEA di IHS Markit.



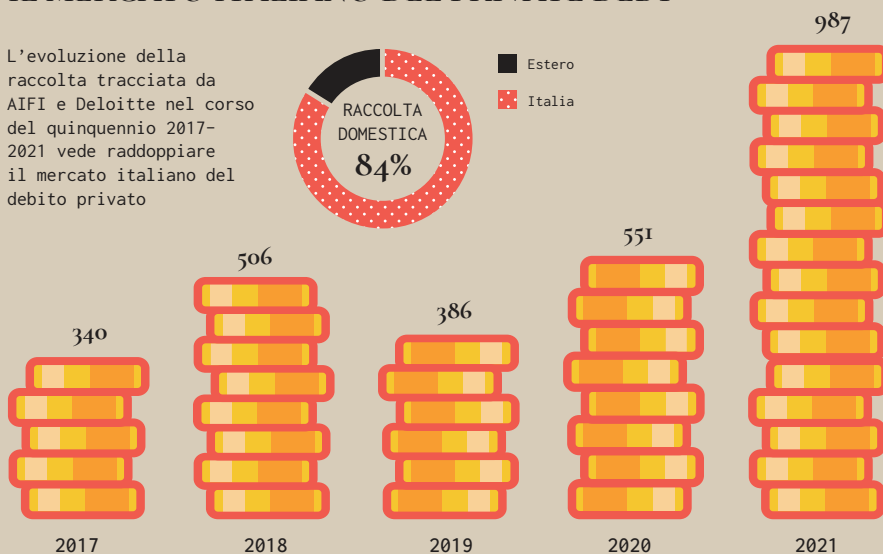
## Reddito fisso

DI > SIBILLA DI PALMA

VISION.FOCUSRISPARMIO.COM

### IL MERCATO ITALIANO DEL PRIVATE DEBT

L'evoluzione della raccolta tracciata da AIFI e Deloitte nel corso del quinquennio 2017-2021 vede raddoppiare il mercato italiano del debito privato



Tra corsa dell'inflazione, rialzo dei tassi da parte delle banche centrali e rallentamento economico, che secondo diversi analisti potrebbe sfociare in una nuova recessione, il mondo obbligazionario sta vivendo un periodo di cambiamento che deve ancora essere a pieno interpretato dagli investitori. Una fase in cui, secondo gli esperti, è però possibile trovare valore nel reddito fisso alternativo, a patto di essere disposti ad affrontare una certa dose di volatilità. Massimiliano Marzo, chief economist di Riv-Capital e professore di Economia all'Università di Bologna, evidenzia che in una fase di rialzo dei tassi come quella che stiamo vivendo "il reddito fisso alternativo rappresenta una buona opportunità perché i titoli appartenenti a questo settore tendono ad avere una convessità più elevata rispetto alle obbligazioni tradizionali e, dunque, al muoversi del tasso di interesse, il prezzo mostra oscillazioni più limitate". All'interno di questo universo Marzo cita in particolare il private debt, che secondo dati Aifi (associazione italiana del private equity, venture capital e private debt), nel 2021 ha raggiunto livelli record di raccolta in Italia, attestandosi a 987 milioni di euro, contro i 551 milioni del 2020 (+79%), e il settore bancario-finanziario europeo che, sottolinea Marzo, "gode di buona salute e sta beneficiando del rafforzamento delle garanzie da parte della Bce. Si tratta comunque di un'asset class molto composita, che richiede un'attenta analisi del singolo titolo in funzione del rischio di credito legato all'emittente", osserva l'esperto. Altro tema da tenere in considerazione, spiega Marzo, è legato agli aspetti

## REDDITO FISSO, SPAZIO AGLI ALTERNATIVI

Per gli esperti, obbligazioni convertibili, subordinati bancari e private debt offrono buone opportunità di diversificazione. Ma occhio alla volatilità



MASSIMILIANO MARZO >  
Riv-Capital



PAUL SAINT-PASTEUR >  
Payden & Rygel



## Reddito fisso

DI > SIBILLA DI PALMA

DANIELE  
COLANTONIO >  
Anthilia Sgr



MASSIMILIANO  
MAXIA >  
Allianz GI



regolamentari, considerato che “spesso i bond appartenenti al comparto alternativo hanno meno liquidità di altri e, dunque, è necessario prestare attenzione al disegno dell’asset class in funzione della liquidabilità del portafoglio”.

Paul Saint-Pasteur, gestore del team global fixed income di Payden & Rygel, sottolinea che in una prospettiva di lungo termine i rendimenti dei titoli alternativi a reddito fisso dovrebbero essere relativamente buoni. Anche se, per l’esperto, è fondamentale comprendere i rischi che questo tipo di titoli comportano ed essere in grado di sopportare la potenziale volatilità nel breve termine.

“A nostro avviso, i titoli societari ibridi, contingent convertible e le obbligazioni subordinate bancarie meritano spazio in un tipico portafoglio a reddito fisso”. Questo perché “le caratteristiche specifiche tecniche di questi strumenti e il loro livello di subordinazione possono offrire un interessante potenziale di rendimento aggiustato per il rischio”. L’esperto evidenzia, inoltre, che nel contesto attuale, con l’aumento del rischio di recessione, “limitiamo l’esposizione a titoli alternativi a reddito fisso, preferendo obbligazioni emesse da emittenti con un rating di credito più elevato”.

A questo proposito, spiega Saint-Pasteur, negli ultimi cinque anni le obbligazioni AT1 hanno generato un rendimento annualizzato di circa il 2,7%, superiore di circa l’1,3% rispetto all’indice high yield europeo. Ma a questo è corrisposta una maggiore volatilità (quella annualizzata a cinque anni è stata del 9,7%, rispetto all’8% per l’high yield europeo). Inoltre, “le obbligazioni AT1 hanno registrato i maggiori rendimenti mensili negativi (-15,2%) tra gli indici comparabili nel marzo 2020, ovvero quando l’Europa è stata colpita dal Covid”.

### OCCHIO ALLA VOLATILITÀ

Massimiliano Maxia, senior fixed income product specialist di Allianz GI, evidenzia che “il contesto dei mercati obbligazionari resta molto

complicato, nonostante la direzione presa dalle principali banche centrali sia ben chiara ormai da diversi mesi: la priorità rimane la lotta all’inflazione e fino a quando non si vedranno significativi segnali di rallentamento del carovita, le politiche monetarie continueranno a essere restrittive”. In questo contesto, spiega, “se in un’ottica di breve periodo preferiamo un’esposizione alla componente governativa, soprattutto dei Paesi core data l’incertezza sul quadro macroeconomico generale, altri settori del mercato obbligazionario, in particolare nel mondo dei bond societari, stanno comunque raggiungendo delle valutazioni interessanti”. Il riferimento è in particolare ai titoli subordinati bancari europei che trattano a uno spread intorno a 180 basis points al comparto dei coco bonds che viaggia intorno ai 400 punti di spread, livelli definiti importanti dall’esperto rispetto a quanto avevano raggiunto alla fine del 2021. Secondo Maxia si tratta però di settori volatili e che richiedono un’analisi e una selezione a livello di singolo titolo ed emissione, oltre che la disponibilità ad adottare un’ottica di medio lungo termine. “Anche altri segmenti del reddito fisso non tradizionale, come le obbligazioni convertibili, possono avere senso in portafoglio nel momento in cui vedremo una maggiore stabilità nei mercati azionari relativamente alle aspettative sull’inflazione e alla crescita economica”, aggiunge Maxia. La view è positiva per il segmento del private debt, in quanto caratterizzato da dinamiche molto meno legate a decisioni di breve termine di politica monetaria e che quindi porta a un portafoglio obbligazionario più diversificato e decorrelato.

### CRESCE L’APPEAL DEL PRIVATE DEBT

Sulla stessa linea è anche Daniele Colantonio, partner e responsabile sviluppo prodotti di Anthilia Sgr, che si sofferma sulle potenzialità del private debt. “La riunione della Bce di giugno, sulla scia della Fed americana, ha segnato una

inversione di rotta della politica monetaria accomodante a supporto della crescita”, osserva. Per l’esperto il nuovo ciclo di politica monetaria non avrà però un impatto rilevante sui mercati privati e in particolare sul private debt per tre motivi. “Chi investe nei mercati privati ha in genere minore sensibilità alle decisioni delle Banche Centrali e alle conseguenti turbolenze di breve termine dei mercati finanziari. Nell’ambito del private debt, infatti, il driver di valutazione fondamentale è rappresentato dal rischio credito (non dalla duration). È infatti l’effettivo stato di salute dell’impresa a condizionare la selezione delle aziende e la performance della strategia di investimento”. Va poi considerato, prosegue, che “la bassa sensibilità alla duration deriva in gran parte dal profilo degli investimenti che nel private debt assume un profilo medio termine di tipo ‘buy and hold’. La progressività degli investimenti consente, inoltre, per ogni nuova operazione di adeguare il tasso cedolare richiesto alle nuove condizioni di mercato e di ottenere rendimenti in linea con i tassi correnti”. Infine, secondo Colantonio, il mondo dei private markets consente una vera diversificazione su posizioni focalizzate in aziende specializzate, di nicchia, con grande potenziale di crescita. “Questo segmento è meno condizionato dalle turbolenze dei mercati liquidi perché segue una logica industriale di tipo fondamentale e opera su aziende di dimensioni molto più ridotte rispetto alle blue chip quotate, in genere ‘meno correlate’ al ciclo economico generale”. In particolare, conclude Colantonio, “le obbligazioni e i finanziamenti privati (bond/loans) incorporano un premio rispetto al mercato quotato anche di 400-500 punti base (con spread di credito anche superiori nel segmento junior-mezzanine), offrendo un premio per gli investitori che hanno un orizzonte di sette-dieci anni e che sanno pianificare i propri bisogni di cassa, destinando una parte delle risorse a impieghi più pazienti”.