



Reddito Fisso

Il gestore: meglio puntare su bond di emittenti solidi

Pagina 10

L'intervista. «Meglio puntare su bond di emittenti solidi»

«Più opportunità sui titoli investment grade; troppo rischio sugli high yield»

Isabella Della Valle

Dopo le rassicurazioni del discorso di Jackson Hole sul fronte dell'inflazione, cosa si aspetta per i prossimi mesi?

Sebbene il discorso di Powell a Jackson Hole contenga molti commenti "accomodanti", in particolare sulla disoccupazione e sull'inflazione (quando afferma che il tasso di disoccupazione è ancora troppo alto o spiega perché il livello di inflazione è solo temporaneo), riteniamo ancora possibile l'annuncio di un tapering formale entro la fine dell'anno (probabilmente a settembre) e un inizio del tapering vero e proprio entro la fine dell'anno. Dal punto di vista del credito, riteniamo che questo possa essere uno scenario "lose-lose" per gli spread creditizi a causa degli attuali livelli ristretti.

E in Europa quali dinamiche determineranno l'andamento dei bond?

Il principale motore degli spread creditizi in Europa rimarrà la politica monetaria "facile" che li manterrà artificialmente ristretti con volatilità contenuta. È probabile infatti che la Bce continui con la sua politica monetaria accomodante nel breve e medio termine, ma con la Fed che dovrebbe ridurre entro la fine di

quest'anno, il mercato potrebbe iniziare a scontare un inasprimento della politica monetaria anche da parte della Bce. Pertanto, oltre a un potenziale aumento degli spread, potremmo anche vedere più volatilità dei tassi che si rifletterebbe a cascata sulla volatilità del credito. Un altro tema a breve termine sarebbe la pipeline di nuove emissioni dei bond europei a settembre/ottobre. Se l'offerta diventasse eccessiva, potremmo assistere a un allargamento più ampio a breve termine. Anche la pandemia potrebbe essere un driver importante. Qualsiasi ipotesi di nuovi lockdown, potrebbe causare interruzioni della catena di approvvigionamento in grado di danneggiare la ripresa e gli spread creditizi.

Tutta questa liquidità riversata sul mercato dalle banche centrali non rischia di essere un boomerang?

Sicuramente rappresenta il rischio maggiore. Il mercato obbligazionario sta vivendo il paradosso per cui è "al suo meglio" quando la situazione economica reale è al "suo peggio" e le banche centrali sono costrette a intervenire a suo sostegno. Una volta che l'effetto dell'intervento sarà minore il credito ne soffrirà inevitabilmente. La chiave per evitare grandi perdite sarà la strategia di uscita e la comunicazione.

Se dovesse individuare opportunità di investimento oggi, dove sarebbero?

Penso che le migliori opportunità siano in strumenti neutrali e non direzionali. Investimenti decorrelati al mercato tradizionale sia obbligazionario, sia azionario. Occorre una due diligence dei gestori e delle strategie per capire chi veramente genera per-

formance tramite Alpha.

Sul segmento corporate dove c'è più potenziale di rendimento?

In un mondo dominato da tassi negativi e acquisti diretti dalle banche centrali, rendimento è una parola che deve automaticamente essere associata alla parola rischio. In questo scenario non esistono bond che abbiano alcun rendimento se non associati ad un forte rischio. A parità di solidità, settori e società con Esg score più bassi offrono più rendimento dato il fortissimo appetito di ogni investitore al "green". La bravura di ogni analista sta nell'individuare quali di queste emittenti cambierà il proprio approccio per ridurre l'impatto ambientale e migliorare il proprio rating Esg.

Com'è la situazione dei tassi di default?

Così come già nel 2020 o nel 2019, quest'anno non abbiamo riscontrato alcun default nel credito Ig, mentre nel credito Hy abbiamo visto tassi di default dello 0,9%, rispetto al 3,3% nel 2020 e all'1,1% nel 2019.

A proposito di high yield qual è la sua posizione?

Siamo sempre neutrali al rischio high yield e ci focalizziamo sul mondo Ig. In questo momento storico i bond Hy sono particolarmente compressi rispetto ad emittenti IG. La "compression" è ciclica e avviene spesso in mercati forti dove i rendimenti dei bond meno rischiosi sono vicini allo zero o ai minimi e gli investitori globali sono alla ricerca di rendimenti più alti in termini assoluti. In questi casi l'attenzione alla qualità è compromessa, si tende a salire drasticamente nel rischio per un premio di rendimento relativamente piccolo. Lo studio dei fondamentali e la di-

versificazione sono la chiave per la gestione del rischio sempre, ma soprattutto in questi momenti.

Che esposizione ha sul mercato italiano?

Per quanto con Draghi la percezione del "rischio Italia" sia cambiata drasticamente, rimaniamo neutrali poiché la nostra storica instabilità politica non fa bene al mercato.

Quali emissioni potrebbero essere interessanti?

Ci focalizziamo su quei bond Ig di emittenti solidi e con dei fondamentali robusti che sono "rimasti indietro" rispetto a bond Hy o con fondamentali meno forti e che quindi nel breve medio periodo hanno più possibilità di riprezzare questo distacco relativo. Vediamo opportunità di investimento anche in società

che hanno visto nel passato eventi economici/reputazionali negativi ma che il mercato sta iniziando a dimenticare e riprezzare sulla base della solidità delle società stesse (VW e BAYER, soprattutto in caso di ottimo Esg Scores).

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Investimenti
Il gestore della settimana



ANDREA SEMINARA

Redhedge

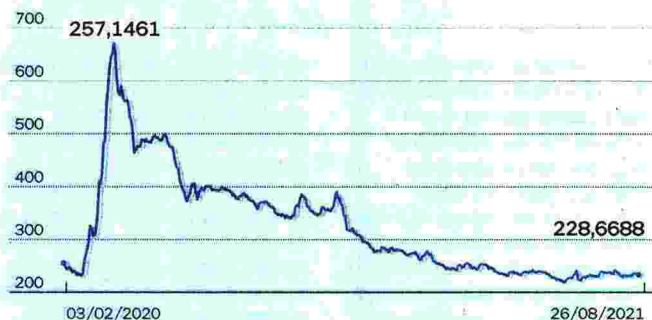
Andrea Seminara è il fondatore, CIO e CEO di Redhedge di cui ha progettato strategie Relative Value proprietarie sviluppandole sin dal lancio della società. Negli ultimi 11 anni si è concentrato sulle strategie di

Credit Relative Value prima come portfolio manager presso Marzotto Sim e poi come trader proprietario presso Banca Profilo, due principali istituzioni italiane. Seminara ha studiato Finanza all'Università Cattolica del Sacro Cuore di Milano.

LA FOTOGRAFIA. Bond e spread sotto la lente

L'ANDAMENTO

Differenza spread tra Indici Obbligazionari High Yield ed Investment Grade (bps)



I livelli dello spread

È stato possibile vedere un forte tema di compressione durante lo scorso anno. Lo spread tra indici high yield (Hy) e Investment grade (Ig) è ora ai livelli più stretti di sempre, simili a quelli pre pandemia. Alla ricerca di rendimenti assoluti, gli investitori hanno puntato su bond ad alto rendimento o su gradini più

bassi della struttura di capitale, ricorrendo ad una più alta subordinazione. A questi livelli secondo il gestore si vedono limitate possibilità di performance e compressione degli spread. Situazioni macro come tapering o un'inflazione più elevata potrebbero innescare decompressione e allargamento.

LE EMISSIONI

I bond segnalati dal gestore

ISIN	EMITTENTE	RENDIM. (%)	SPREAD (BPS)	RENDIM. PRE-COVID (%)	SPREAD PRE-COVID (BPS)
XS1048519679	TotalEnergies	-0,16	19,6	-0,09	16,4
XS1180451657	Eni SpA	-0,09	27,7	0,09	35,0
XS1425966287	Enel Fin. Int.	-0,05	29,6	0,12	36,5
XS1508912646	Acea SpA	0,12	41,4	0,27	48,7
FR0011225143	Elec. de France	0,07	37,9	0,14	35,6
FR0013217114	Orange SA	-0,06	22,4	0,18	38,2
XS1980270810	Terna	-0,06	29,5	0,17	41,8
XS1823623878	Cnh Ind.	0,19	47,1	0,68	90,7
XS1944390597	Volksw. bank	0,16	50,5	0,69	92,7
DE000A2RYD91	Daimler Int. Fin.	-0,12	22,4	0,39	63,4
FR0013428489	Engie SA	-0,00	29,1	0,06	26,6

Fonte: Redhedge & Bloomberg as of 30/08/2021

Selezione difficile

Il gestore sottolinea come in questa fase gli investitori abbiano l'arduo compito nel trovare bond interessanti, dati tassi e spesso offrendo rendimenti negativi in Europa. Ci si trova inoltre sui massimi storici, Come si può vedere dalla tabella, la maggior parte di essi son scambiati a un

livello più "stretto" sia in rendimento sia in spread confronto ai livelli pre-pandemia «Al momento - spiega il gestore - non vediamo i livelli del credito attrattivi. Rimaniamo con un Beta neutrale rispetto al mercato sfruttando le dislocazioni tra simili emittenti o settori con la nostra strategia Relative Value».

LA SOCIETÀ

REALTÀ FONDATA NEL 2014

Redhedge Am Llp è una società di investimento con sede a Londra e specializzata nelle strategie sul reddito fisso. Fondata nel 2014, il suo obiettivo è di registrare una crescita costante e priva di rischi non necessari preservando il capitale. Il primo fondo, una strategia Relative Value long/short sul mercato del reddito fisso, viene lanciato nel 2015 mentre nel settembre 2016, viene proposto il primo fondo aperto al pubblico. Nel marzo del 2021, su richiesta degli investitori istituzionali, viene lanciato Redhedge Relative Value Ucits Fund.

LA DISCESA

L'andamento del differenziale nel corso degli ultimi sei mesi

Spread Indici CDS Europei per Obbligazioni IG (bps)

