

Dopo gli anni dei tassi a zero, le obbligazioni sono tornate a essere cruciali per i portafogli

Le attuali view e i sentiment per i prossimi mesi dei gestori dei comparti obbligazionari di Base Investments SICAV di Banca del Sempione

di Marco Degrada

Il Gruppo Banca del Sempione è promoter e gestore di Base Investments SICAV, veicolo multi comparto e multi manager, costituito in Lussemburgo il 29 maggio 2001, in grado di offrire un'ampia diversificazione degli strumenti di investimento e un'elevata qualità della gestione. Banca del Sempione SA, costituita nel 1960 a Lugano (Svizzera) come istituto di credito specializzato nel Private Banking, rappresenta il fulcro del Gruppo e permette a tutta la clientela che vi fa riferimento di accedere ai servizi di banca universale. Nel corso degli anni Banca del Sempione ha saputo valorizzare le proprie attività di gestione dei patrimoni a beneficio della clientela con l'inserimento di figure di spicco.

I mercati obbligazionari, con rendimenti compresi tra il 3% e il 5%, sono tornati a essere elementi fondamentali nella costruzione di un portafoglio dopo gli anni dei tassi a zero.

Giuliano Flematti e **Giorgio Bertoli**, rispettivamente, Responsabile del settore Gestione Fondi e gestore del comparto Bonds Value di Base Investments SICAV e gestore dei comparti Flexible Low Risk Exposure e Global Fixed Income di Base Investments SICAV, affermano quindi di mantenere oggi un approccio costruttivo nei confronti dell'investimento obbligazionario, oltre che di aspettarsi almeno un ulteriore taglio dei tassi di interesse quest'anno sia da parte della Bce che della Fed.

A MondInvestor, Flematti e Bertoli raccontano poi i punti di forza delle strategie obbligazionarie di cui sono gestori.

Innanzitutto, la Bce ha concretizzato il primo taglio dei tassi mentre la Fed ha lasciato intendere che potrebbe esserci un solo taglio quest'anno. Quali sono le vostre previsioni per le principali politiche monetarie nei prossimi mesi di quest'anno?

Il taglio recente della Bce è importante per due motivi. Certifica la fine della fase di rialzo dei tassi da un lato e attesta l'indipendenza della Bce nei confronti della Fed dall'altro.

I mercati temevano che un'eventuale prima mossa da parte della Bce avrebbe potuto provocare un'eccessiva pressione sul rapporto tra Euro e Dollaro, ma per il momento ciò non si è verificato, aumentando, di fatto, lo spazio di manovra autonomo della Bce.

Ci aspettiamo almeno un ulteriore taglio per fine anno, sia in Europa che in America.

Che impatto avranno queste politiche monetarie sui mercati obbligazionari? In quali segmenti vedete oggi le maggiori opportunità di rendimento?

I mercati obbligazionari sono tornati a essere elementi fondamentali nella costruzione di un portafoglio dopo gli anni dei tassi a zero. Rendimenti compresi tra il 3% e il 5% (euro e dollari) sono garanzia di ritorni e stabilità e pertanto manteniamo un approccio costruttivo/positivo sull'investimento obbligazionario.

Al momento esistono, sia in America che in Europa, due politiche (fiscali e monetarie) estremamente polarizzate: post Covid politiche fiscali espansive mentre post inflazione politiche monetarie restrittive. È facile immaginare un riequilibrio nei prossimi semestri. Gli Stati spenderanno meno (in quando hanno l'esigenza di contenere i deficit di bilancio) e le Banche Centrali compenseranno con politiche monetarie più supportive.

Risultato di tutto ciò è un ambiente particolarmente favorevole all'investimento obbligazionario, se escludiamo ipotesi estreme di grosse recessioni e/o inflazione di nuovo fuori controllo (scenari comunque possibili, ma decisamente poco probabili).

In particolare, cosa prevede la strategia del vostro Base Investments SICAV - Bonds Value?

La strategia principale del fondo Base Investments SICAV - Bonds Value si basa sul ragionamento pregresso. Il mercato obbligazionario incorpora valori interessanti che il cambiamento del mix di politica fiscale e monetaria renderà ancora più attraente.

Questo si sostanzia con un'esposizione

alla duration superiore a quella degli indici e con un'esposizione sulle curve dei rendimenti che scommette su uno steepening delle stesse.

Sul fronte rischio credito abbiamo preferito ridurre leggermente l'esposizione a favore di una maggiore esposizione ai bond governativi (compatibile con un'ipotesi di rallentamento delle crescite economiche a seguito del contenimento dei deficit di bilancio), in particolare quelli inflation linked con durata lunga.

Questo fondo ha ottenuto un rendimento del +25,6% nel 2023. Quali sono stati i driver di tale risultato?

Il risultato del 2023 trova le sue basi ovviamente in un movimento eccessivo dei tassi e degli spread a fine 2022.

Il valore incredibilmente alto ancora inesperto in tantissime posizioni obbligazionarie si è progressivamente manifestato nel corso del 2023.

A ciò bisogna aggiungere una buona capacità di gestire in modo flessibile la duration del portafoglio e due idee strutturali decisamente performanti, ovvero steepening delle curve e riduzione degli spread governativi all'interno della zona euro.

Come si sta comportando la strategia nel 2024 e quali sono oggi le principali posizioni in portafoglio?

Il 2024 si sta rilevando un anno per adesso poco performante per i mercati obbligazionari. Evidentemente erano troppo alte le aspettative di ribassi dei tassi a inizio anno: prezzavano 1,5 punti di riduzione. Il conseguente riposizionamento dei rendimenti, seppur non di magnitudine eccessiva, ha consentito al comparto di incrementare la duration del portafoglio nel momento giusto. Attualmente il ritorno da inizio anno è del +5,5%.

Abbiamo incrementato recentemente lo spread governativo tra bond francesi e tedeschi a seguito dell'allargamento che ha fatto seguito ai risultati delle elezioni europee e la conseguente chiamata per nuove elezioni politiche da parte del Presidente francese Macron. Riteniamo che il processo di integrazione europea sia ineludibile e che eventuali allargamenti degli spread rappresentino oppor-

tunità di investimento.

Nella vostra gamma è presente anche il comparto Base Investments SICAV - Flexible Low Risk Exposure. Quale strategia persegue questa soluzione?

Il fondo Base Investments SICAV - Flexible Low Risk Exposure è focalizzato sulla creazione di ritorni soddisfacenti per l'investitore abbinata a un contenimento del rischio di drawdown elevati. Ciò viene perseguito tramite una strategia di investimento obbligazionaria unita a un'attività macro total return su tassi, equity e fx.

Tale struttura permette di sfruttare la stabilità dei ritorni offerta dal mercato del reddito fisso, ma con la flessibilità di intervenire sulla componente macro, talvolta a scopo di copertura dei rischi, talvolta per incrementare i ritorni.

Questo fondo può anche investire in azionario ma attualmente tale componente in portafoglio è azzerata. Come mai questa scelta? Come avete modificato il portafoglio negli ultimi mesi?

A seguito di un 2022 molto difensivo, la scelta strategica del prodotto è stata quella di incrementare decisamente il rischio credito, che offriva valutazioni estremamente interessanti, restando prudenti su altre componenti (duration, equity).

Al momento riteniamo che le valutazioni di alcuni asset di rischio stiano approssiando livelli non troppo attrattivi; stiamo provvedendo quindi a incrementare il peso dei bond governativi, soprattutto inflation linked a duration medio/lunghe, per avere un portafoglio più equilibrato in caso di sorprese negative sul fronte macroeconomico.

Vediamo inoltre opportunità di relative value sulle curve obbligazionarie, che si presentano eccessivamente piatte all'inizio di un ciclo di tagli delle Banche Centrali. A livello valutario preferiamo evitare il dollaro americano, la cui performance è stata sostenuta da fattori (differenziali di tassi e crescita economica) che potrebbero venir meno nei prossimi mesi, provocando una normalizzazione delle valutazioni.