



EDIZIONE MENSILE #118 | 1° novembre 2024

## Periodi d'oro ed età dell'oro

### EDITORIALE

---

- Il credito privato è in cima alla classifica delle performance degli asset privati di questo decennio...
- ... grazie a un contesto di tassi più elevati e di ridotta attività di finanziamento sul mercato bancario/obbligazionario
- Man mano che il ciclo cambia, i fondi più piccoli e agili che servono segmenti dislocati dovrebbero continuare a prosperare

### STRATEGIA GLOBALE

---

- Contesto macroeconomico: troppo Goldilocks per essere vero?
- Mercati azionari: prova a prendermi
- Una lunga lista di sceneggiature di film dell'orrore che probabilmente rimarranno nel cassetto

### ASSET ALLOCATION

---

- Allocazione tattica - Non cambiare una squadra vincente, continuare a privilegiare un approccio a tutto campo
- Azioni - Atteggiamento neutrale: contesto di *soft landing* favorevole rispetto a valutazioni complessive elevate
- Reddito fisso - Ancora prudenza sulla duration: il carry rimane il tuo migliore amico!

## Periodi d'oro ed età dell'oro

All'inizio del 2023, Jon Gray di Blackstone ha affermato che il credito privato era in un "periodo d'oro". Altri hanno presto iniziato a parlare di "età dell'oro", e alla fine dell'anno i dirigenti di Blackstone stavano ballando al ritmo della canzone natalizia "It's the Alternatives Era". La tesi è semplice: i tassi di interesse elevati e la minore concorrenza da parte dei finanziatori tradizionali hanno spinto al rialzo i rendimenti del credito privato, rendendolo l'asset class privata con le migliori performance di questo decennio, con un TIR del 15,8%.

La fase di maturazione di un'età dell'oro può essere molto elettrizzante. Le migliori annate creditizie spesso nascono quando i tassi sono alti e finiscono quando questi scendono. È vero che le banche centrali hanno iniziato ad allentare la politica monetaria, ma il calo dei tassi sarà graduale e l'adeguamento dei termini delle operazioni di private credit potrebbe richiedere mesi. C'è dunque ancora tempo per trarre vantaggio dal contesto dei tassi, anche se la selettività diventerà sempre più decisiva. In particolare, osserviamo una divergenza di evoluzione tra le large cap "dinosauri", costrette a spostarsi in segmenti standardizzati per continuare a crescere, e le aziende specializzate più piccole (i cosiddetti "birds"), più adatte a prosperare in condizioni mutevoli. In altre parole, i giganti possono continuare a battere il mercato ora che stanno diventando il mercato? Secondo Pitchbook, nel 1° semestre 2024, l'88% della raccolta di fondi di credito privato è confluita in fondi con un patrimonio superiore a 1 miliardo di dollari.

Le caratteristiche principali di coloro che si crogiolano ancora nell'età dell'oro sono la "rapidità" nell'impiego degli asset, l'"agilità" nel cogliere le sacche di dislocazione e la "capacità di volare" strutturando un'esposizione al rialzo che beneficia dell'allentamento monetario.

Nei mercati privati, un impiego più rapido si traduce generalmente in una struttura del fondo più efficiente, con minori impegni non richiamati. Inoltre, data l'opportunità limitata nel tempo di beneficiare di tassi di base elevati, la rapidità è ovviamente più importante oggi.

Per essere sicuri di non perdere l'occasione, un altro accorgimento è quello di investire in fondi già ben avviati, ricchi di operazioni originate in condizioni ideali.

Il credito privato ha prosperato in un contesto di ridotta attività bancaria e del mercato obbligazionario. Con i cambiamenti di ciclo, preferiamo i segmenti che non sono mai stati ben serviti e dove sono emerse dislocazioni, come i prestiti garantiti da attività, il credito secondario e i prestiti nel settore tecnologico (il crollo della Silicon Valley Bank nel 2023 ha lasciato un gap di mercato non colmato).

Il credito privato è spesso visto come una strategia di rendimento limitato. Con una strutturazione su misura, tuttavia, è possibile ottenere un'esposizione al rialzo superiore ai minimi contrattuali e persino trarre vantaggio dal calo dei tassi. Un'opzione è quella di passare da cedole variabili a cedole fisse, soprattutto nelle operazioni di minore entità, in cui i mutuatari tendono a concentrarsi sui pagamenti trimestrali iniziali. Le penali per il rimborso anticipato possono anche contribuire a far aumentare il TIR, con maggiori probabilità che i mutuatari si rifinanziano in anticipo in un contesto di tassi e spread in calo. E i warrant su azioni possono rappresentare un'interessante aggiunta all'interesse contrattuale. Se i prestiti vengono rifinanziati anticipatamente, saranno cristallizzati più rapidamente. Anche le probabilità che il loro valore salga sono maggiori quando i tassi sono in calo, soprattutto nei segmenti sensibili ai tassi come le operazioni garantite da attività.

Cosa viene dopo l'età dell'oro? Il termine deriva dalla mitologia greca, dove la progressione è verso un'età dell'argento e poi del bronzo. Ma coloro che conoscono la periodizzazione di Esiodo ripresa da Ovidio ricorderanno che tutte queste tappe portarono a un'"età eroica", in cui sono avvenute le famose cose della leggenda. Forse questa è l'analogia migliore. La vita non sarà uniformemente facile per tutti, ma il meglio deve ancora venire. Assicurati solo di scegliere con cura le tue strategie da eroe.

*Scritto da Reji Vettasseri, Lead Portfolio Manager for Private Market Solutions*

## GRAFICO DEL MESE

3 Yr Horizon IRR for Private Markets Asset Classes (2020-23)



Source: Preqin

# STRATEGIA GLOBALE

## Mantieni la calma e vai avanti

Dopo il maxi taglio dei tassi da parte della Fed a metà settembre, gli investitori hanno goduto di un quadro macroeconomico perfetto, fatto di indicatori economici statunitensi rassicuranti, dati sull'inflazione confortanti (soprattutto in Europa) e, ciliiegina sulla torta, un rapporto sul mercato del lavoro statunitense sorprendentemente solido, che ha definitivamente fugato i timori di una recessione imminente. Se a questo quadro aggiungiamo il ciclo di allentamento monetario ormai ben avviato, le rinnovate misure di stimolo in Cina e i rischi geopolitici che passano in secondo piano, possiamo ascoltare il suono reale della musica di Riccioli d'oro.

Grazie a questo contesto favorevole di *soft landing*, insieme a solidi utili societari (il consenso prevede una crescita dell'EPS del 13% nel 2025) e ulteriori afflussi istituzionali e retail negli ultimi tempi, i mercati azionari globali hanno esteso il loro rally fino a toccare nuovi massimi storici. A dire il vero, il posizionamento degli investitori è diventato in qualche modo più positivo, anche se in gran parte guidato dalla sindrome da esclusione legata alla Cina. Inoltre, i principali mercati sono costosi in base alla maggior parte degli standard di valutazione, ma questa non è una novità (come nel mercato del credito) e non ha fermato la fase rialzista di quest'anno. In realtà, gli elevati multipli attuali degli indici azionari celano una realtà molto più complessa, con segmenti come l'Eurozona e le small-cap che offrono ancora sacche di valore al di là dei titani costituiti dai Magnifici Sette.

Cosa potrebbe andare storto da qui in poi? Molte cose, potrebbe essere la risposta sintetica, soprattutto dato che stiamo entrando in novembre dalla porta di Halloween con gli investitori che hanno già goduto di molte prelibatezze quest'anno, sicuramente più di quanto si aspettassero. Nel frattempo, l'elenco dei rischi è cresciuto fino a includere crisi geopolitiche, turbolenze legate alle elezioni presidenziali negli Stati Uniti, deterioramento macroeconomico e altri fattori che possiamo immaginare o meno (incognite sconosciute). In particolare, le imminenti elezioni statunitensi porteranno a un contesto di maggiore disturbo per la Fed, che porta avanti i suoi piani di allentamento a breve termine.

Se è vero che gli investitori stanno cercando di indovinare - invano - l'esito di queste elezioni, in realtà pensiamo che sia giunto il momento... di non muoversi. E magari basta aggiungere un po' di copertura per mitigare la volatilità associata a questi rischi latenti. Infatti, anche se ci aspetta un ambiente altamente

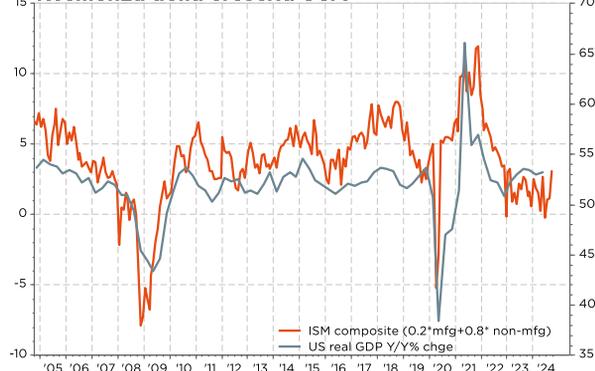
disturbante/volatile sui mercati, consideriamo la probabilità di indovinare il risultato e, soprattutto, di prendere la "buona" decisione d'investimento con un tempismo perfetto, come molto basse. Detto ciò, i fondamentali macro e microeconomici rimangono solidi e dovrebbero continuare a fornire sostegno agli asset rischiosi dopo il risultato elettorale. Restiamo pertanto cautamente ottimisti e continuiamo a privilegiare un approccio a tutto campo alla costruzione del portafoglio, oltre a un'allocazione diversificata e ben bilanciata tra asset e settori, orientata alle azioni di alta qualità; privilegiamo carry, duration di alta qualità e convessità obbligazionaria, mantenendo un'allocazione significativa all'oro combinata con un'esposizione all'USD e al CHF per diversificare il rischio.

Per quanto riguarda i mercati azionari, rimaniamo positivi ma non possiamo escludere ulteriori picchi di volatilità (destinazione finale dei tassi di riferimento, natura dell'atterraggio, geopolitica, traiettoria dell'inflazione o rotazioni di mercato, tra gli altri), che portano a un certo consolidamento dei prezzi e suggeriscono rendimenti a breve termine più contenuti. Manteniamo la nostra preferenza (strutturale) per le azioni statunitensi, bilanciando attentamente l'allocazione alle small/mid cap (gestite attivamente) con mega-cap un po' meno orientate alla crescita, che dovrebbero trarre vantaggio dalla riduzione dei tassi e dalle pressioni sui costi. Su altri fronti, abbiamo già declassato la nostra posizione nell'Eurozona (a un leggero sottopeso) l'estate scorsa, mentre la crescita economica si esaurisce nuovamente tra le difficoltà della Germania, e continuiamo a preferire altri mercati europei, in particolare Regno Unito e Svizzera.

Per quanto riguarda le azioni, manteniamo un orientamento cautamente neutrale, con una preferenza per il credito nel segmento a breve e medio termine rispetto al debito sovrano a lungo termine, attraverso una strategia di carry "buy-and-hold", mantenendo al contempo un approccio selettivo nel segmento high yield/mercati emergenti. Infine, continuiamo a privilegiare la diversificazione attraverso l'oro (piuttosto che attraverso la duration obbligazionaria), che dovrebbe beneficiare non solo del previsto ciclo di allentamento della Fed, ma anche del suo status di bene rifugio migliore rispetto a quello delle obbligazioni sovrane in caso di turbolenze post-elettorali negli Stati Uniti, ulteriori preoccupazioni per scostamenti di bilancio o uno scenario di *no-landing*.

Scritto da Fabrizio Quirighetti, CIO, Responsabile strategie multi-asset e a reddito fisso

### Resilienza della crescita USA



### Mix oro-liquidità vs. rendimento totale dei Treasury USA a 7-10 anni: performance relativa



## CONTATTI

DECALIA SA  
Rue du Rhône 31  
CH-1204 Genève

Tél. +41 (0)22 989 89 89  
Fax +41 (0)22 310 44 27

[info@decalia.com](mailto:info@decalia.com)  
[www.decalia.com](http://www.decalia.com)

Copyright © 2024 by DECALIA SA. Tutti i diritti riservati. Il presente report non può essere presentato, riprodotto, distribuito, trasmesso o altrimenti utilizzato per creare opere derivate in alcuna forma, totale o parziale, con qualsivoglia mezzo, senza il consenso scritto di DECALIA SA. Il presente materiale ha finalità puramente informative e non deve essere interpretato né come un'offerta o una sollecitazione di acquisto o vendita di uno strumento finanziario né come un documento contrattuale. Le informazioni fornite nel presente documento non intendono costituire una consulenza legale, fiscale o contabile e potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. Le valutazioni di mercato, i termini e i calcoli contenuti nel presente documento sono puramente stime e soggetti a modifiche senza preavviso. Le informazioni fornite sono ritenute affidabili; tuttavia, DECALIA SA non ne garantisce la completezza o accuratezza. Le performance passate non sono indicative di risultati futuri.

Le fonti esterne comprendono: LSEG Datastream, Bloomberg, FactSet.

Stesura completata il 31 ottobre 2024