



APPROFONDIMENTO

22 novembre 2023

Amministrato e Gestito: alleanza vincente

Spunti di riflessione sui vantaggi di affiancare i prodotti di Risparmio Gestito all'Amministrato per cogliere le opportunità dei mercati obbligazionari

L'evoluzione del quadro macroeconomico e la view sui mercati

Nel corso delle ultime settimane lo scenario globale si è caratterizzato per l'emergere di due elementi positivi. Il primo riguarda le dinamiche inflazionistiche che, sia negli USA che nell'area Euro, hanno accelerato verso il basso, avvicinandosi agli obiettivi delle Banche Centrali. Il secondo è inerente alle scelte di politica monetaria, che hanno visto la Fed e la BCE mantenere i tassi invariati nelle ultime riunioni, confermando la pausa nel ciclo di restrizione. Questa pausa dovrebbe tradursi nel mantenimento dell'attuale livello dei tassi per un periodo di tempo abbastanza prolungato, con l'obiettivo di consolidare la discesa dell'inflazione. Più in dettaglio, i mercati si attendono che i tassi possano iniziare a scendere nella seconda metà del 2024, non tanto per contrastare un forte rallentamento economico, che al momento non sembra probabile, quanto per raggiungere livelli coerenti con dinamiche inflazionistiche più contenute rispetto a quelle attuali.

Questo rappresenta lo scenario centrale di riferimento e costituisce un ambiente positivo per i mercati obbligazionari. Essi, infatti, possono offrire significativi flussi cedolari e, qualora nel corso del 2024 dovesse essere confermata la discesa dei tassi, dovrebbero realizzare ampi guadagni in conto capitale.

Lo scenario di riferimento, però, rappresenta un elemento positivo anche per le attività di rischio, nella misura in cui la fine della restrizione monetaria favorisca il prolungamento del ciclo economico, attraverso una tenuta del quadro di crescita. Nella componente obbligazionaria, per esempio, questo aspetto riguarda i titoli corporate Investment Grade che offrono rendimenti storicamente molto elevati, ma anche gli High Yield e gli emittenti dei Paesi emergenti che possono risultare utili nella diversificazione delle fonti di rendimento. Per quanto concerne la componente azionaria, va sottolineato come nel corso del 2023 essa sia stata favorita dalla discesa dell'inflazione; le valutazioni attuali, però, non appaiono particolarmente care e, in termini prospettici, dovrebbero contribuire a generare dei rendimenti attesi in linea con quelli storici di lungo periodo, seppure in un contesto di mercato più volatile rispetto a quello rappresentato dal mercato obbligazionario.

Cogliere le opportunità di investimento sui mercati obbligazionari attraverso un'alleanza tra il Risparmio Amministrato e quello Gestito

Lo scenario centrale di riferimento, che si sta gradualmente componendo a livello globale, rappresenta un ambiente favorevole per l'asset class obbligazionaria. Per cogliere in maniera efficiente queste opportunità di rendimento e per proteggersi più efficacemente dall'inflazione, però, **non è sufficiente affidarsi unicamente al risparmio Amministrato, spesso rappresentato in misura preponderante da una sola tipologia di titoli, ma è opportuno affiancare a questi investimenti l'utilizzo dei prodotti del risparmio Gestito.**

Il risparmio Gestito, infatti, offre dei vantaggi peculiari:

- In base all'evoluzione dello scenario economico, **permette di investire nelle asset class che presentano i migliori rendimenti** all'interno del mercato obbligazionario globale;
- offre una significativa **diversificazione**;
- garantisce **una selezione professionale degli strumenti finanziari**, unita ad **una gestione attiva**;
- **consente di realizzare tutto il potenziale rendimento** del portafoglio **reinvestendo le cedole** ai tassi di mercato e la liquidità generata dai titoli che giungono a scadenza.

Il Risparmio Gestito attento a cogliere le opportunità di rendimento presenti nel mercato obbligazionario

Le strategie di investimento impiegate nei prodotti di Risparmio Gestito dipendono sostanzialmente dalle due principali variabili macroeconomiche, vale a dire l'inflazione e la crescita. **A seconda dell'interazione fra queste**

due variabili il gestore tenderà a privilegiare determinate strategie rispetto ad altre, con l'obiettivo di garantire sempre al portafoglio le migliori occasioni di rendimento.

L'investimento effettuato su un singolo titolo o su pochi strumenti finanziari limita in maniera significativa la ricerca di questi potenziali rendimenti presenti all'interno del mercato e, in termini prospettici, può risultare penalizzante.

A questo proposito, alla luce dello scenario macroeconomico precedentemente delineato, sui portafogli gestiti da Eurizon sono attualmente implementate le seguenti strategie di investimento: di fronte ad un indebolimento delle dinamiche inflazionistiche e all'adozione di una politica monetaria meno aggressiva, **viene mantenuto un posizionamento particolarmente lungo in termini di duration complessiva di portafoglio, con una preferenza per le parti brevi e intermedie delle curve dei rendimenti.** Questo è possibile attraverso l'uso di strumenti derivati che permette di amplificare (o ridurre) l'esposizione verso i singoli tratti di curva. Inoltre, la tenuta del quadro della crescita, che dovrebbe essere favorita anche dall'aumento del potere d'acquisto dei consumatori a fronte di un'inflazione in calo, **porta ad avere una view moderatamente positiva anche nei confronti delle obbligazioni a spread**, soprattutto sui titoli corporate Investment Grade e, in seconda battuta, sugli High Yield e sui titoli obbligazionari dei Paesi emergenti.

Il Risparmio Gestito e la diversificazione

I portafogli gestiti a livello professionale offrono una significativa diversificazione e ciò rappresenta un indubbio vantaggio per il risparmiatore. Se consideriamo, per esempio, le asset class ad alto rendimento (ma anche a maggior profilo di rischio) della componente obbligazionaria, come i titoli societari o quelli dei Paesi emergenti, la diversificazione garantita dalla gestione professionale evita di concentrare l'investimento su pochi emittenti, limitando considerevolmente il rischio idiosincratico legato a singole società o a singoli Paesi. Inoltre, è importante ricordare che solo grazie al Risparmio Gestito tutti gli investitori al dettaglio hanno la possibilità di accedere alle asset class ad alto rendimento, a causa per esempio dei tagli minimi molto elevati di alcune emissioni societarie o delle barriere all'ingresso presenti in alcuni segmenti molto specializzati del mercato, ampliando di fatto l'universo investibile del risparmiatore retail e le opportunità di rendimento.

Un esempio concreto del grado di diversificazione presente nei prodotti gestiti si può evincere considerando i primi 10 titoli presenti all'interno di un fondo diversificato a livello globale, come Eurizon Fund - Bond Flexible. Come si può vedere dalla tabella, nel portafoglio sono presenti titoli governativi core e periferici, titoli corporate e titoli di Paesi emergenti che garantiscono nel complesso il mantenimento di un rating piuttosto elevato. È utile osservare anche **come il prezzo medio di questo portafoglio, che presenta un'ampia diversificazione, si situi decisamente sotto la parità**, permettendo all'investitore di

Primi 10 titoli di Eurizon Fund - Bond Flexible

GERMANY (FEDERAL REPUBLIC OF) 0.5 15-FEB-2026 Reg-S	EUR 94.84000	15-Feb-2026	4.8726%	GOVT
ITALY (REPUBLIC OF) 4.5 01-OCT-2053 Dual 144a Reg-S	EUR 94.30600	01-Oct-2053	3.3240%	GOVT
KFW GOVTGUAR 0.125 30-JUN-2025 Reg-S	EUR 94.94720	30-Jun-2025	1.6800%	LOCAL
KUWAIT STATE OF (GOVERNMENT) 3.5 20-MAR-2027 Reg-S	USD 95.29820	20-Mar-2027	0.7115%	CORP
MEXICO (UNITED MEXICAN STATES) (GO 3.75 11-JAN-2028	USD 93.49647	11-Jan-2028	0.6967%	CORP
BANCO BILBAO VIZCAYA ARGENTARIA SAAT1-P 31-DEC-2079 Reg-S	USD 95.28086	31-Dec-2079	0.4452%	CORP
BNP PARIBAS SAAT1-P 31-DEC-2079 Reg-S	USD 80.18300	31-Dec-2079	0.4407%	CORP
CREDIT AGRICOLE SAAT1-P 31-DEC-2079 Reg-S	USD 98.72600	31-Dec-2079	0.4368%	CORP
COMMERZBANK AG AT1-P 31-DEC-2079 Reg-S	USD 92.75000	31-Dec-2079	0.4292%	CORP
UBS GROUP AG AT1-P 31-DEC-2079 Reg-S	USD 85.38900	31-Dec-2079	0.4267%	CORP

Prezzo medio pesato dei titoli detenuti in portafoglio: 80.05

Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital

beneficiare di significativi guadagni in conto capitale col passare dell'orizzonte temporale di riferimento e l'avvicinarsi della data di rimborso di ciascun titolo.

Questo aspetto permette anche di evidenziare come gli attuali prezzi del mercato obbligazionario siano nel complesso strutturalmente molto attraenti, rappresentando un'occasione di investimento molto significativa.

Il Risparmio Gestito e la gestione professionale attiva

La gestione professionale offre la possibilità di modificare, anche in maniera repentina, il portafoglio, adattandolo in maniera più efficace alle occasioni di rendimento che si vengono a creare, e dispone di alcuni strumenti che consentono di proteggere la performance, riducendo il rischio in determinati fasi di mercato, ad esempio attraverso l'utilizzo di strumenti derivati

Questo aspetto è molto significativo se andiamo a considerare la variabilità dei rendimenti delle asset class obbligazionarie in chiave storica; la classifica delle performance annuali registrate dalle varie asset, infatti, subisce dei cambiamenti, che a volte appaiono anche significativi da un anno all'altro. Se consideriamo, per esempio, i titoli di Stato italiani si può vedere come in alcuni anni il loro posizionamento in classifica appaia basso, con rendimenti inferiori ad altre asset class presenti nel mercato obbligazionario globale, che molto spesso risultano di difficile sottoscrizione per l'investitore non professionale. **Queste evidenze storiche dimostrano come la**

scelta di limitare l'investimento a poche asset class o, addirittura ad una sola, possa risultare penalizzante, e come il mantenimento di un portafoglio diversificato gestito in maniera attiva possa portare dei vantaggi in termini di rendimento.

Le valutazioni fatte considerando la variabilità delle performance delle asset class si possono applicare anche agli andamenti dei vari tratti di curva, che solitamente cambiano nel corso degli anni. A questo proposito, va sottolineato come la gestione professionale sia in grado di costruire, soprattutto tramite strumenti derivati, delle strategie che vanno a privilegiare alcuni tratti di curva rispetto ad altri, senza modificare la duration complessiva del portafoglio. È importante evidenziare anche che è possibile allungare la duration di un portafoglio non necessariamente attraverso le parti a lunghe delle curve, ma privilegiando, per esempio, solo quelle brevi e intermedie.

L'utilizzo di strumenti derivati per cogliere in modo amplificato i ritorni positivi offerti dai vari tratti di curva, o per proteggere dai rischi, offre un'ulteriore leva di performance che è incorporata nella gestione professionale e che ben difficilmente sarebbe utilizzabile nell'ambito del Risparmio Amministrato.

Il Risparmio Gestito e la possibilità di realizzare tutto il potenziale rendimento del portafoglio reinvestendo le cedole e i flussi di capitale ai tassi di mercato

Un'altra caratteristica peculiare dei prodotti di Risparmio Gestito è rappresentata dal fatto che all'interno di questi portafogli viene effettuato il reinvestimento delle cedole.

I titoli obbligazionari acquistati singolarmente dal sottoscrittore pagano delle cedole che, per mantenere lo stesso livello di rendimento, dovrebbero essere reinvestite. L'esempio riportato in tabella mostra come il reinvestimento diretto dell'ammontare della cedola nel titolo a parità di rendimento, comporti un guadagno ulteriore.

Ranking delle performance delle asset class e dei tratti di curva

2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Italy	US HY	EM LCL	China	US IG	US IG	China	China	EUR HY
China	UK	EM HC	Spain	US HY	China	US HY	Japan	US HY
Spain	EM HC	US HY	Germany	EM HC	UK	EUR HY	EM LCL	EUR IG
EM HC	EUR HY	EUR HY	France	EUR HY	US	Japan	EUR HY	Italy
Japan	US IG	US IG	Japan	Italy	Italy	EUR IG	US HY	EM HC
EUR HY	EM LCL	China	US	EM LCL	US HY	US IG	US	US IG
US	EUR IG	EUR IG	UK	Spain	EM HC	EM LCL	EUR IG	EM LCL
France	Spain	US	EUR IG	UK	EM LCL	EM HC	EM HC	Spain
UK	Germany	UK	Italy	US	France	US	US IG	Japan
Germany	France	Spain	US HY	EUR IG	Spain	Germany	Italy	France
EUR IG	Japan	Italy	EM HC	France	Germany	Italy	Spain	Germany
US IG	US	France	US IG	China	EUR IG	Spain	Germany	US
US HY	Italy	Japan	EM LCL	Germany	EUR HY	France	France	China
EM LCL	China	Germany	EUR HY	Japan	Japan	UK	UK	UK

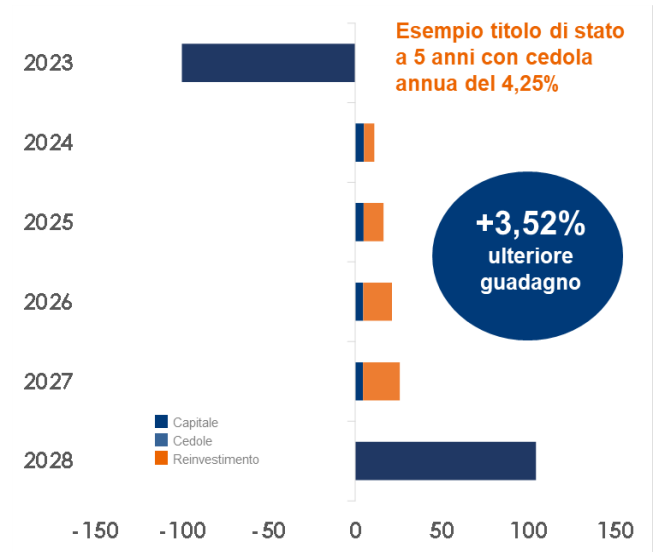
2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
7-10 yr	10+ yr	7-10 yr	10+ yr	10+ yr	10+ yr	1-3 yr	1-3 yr	1-3 yr
1-3 yr	7-10 yr	10+ yr	7-10 yr	7-10 yr	7-10 yr	7-10 yr	7-10 yr	7-10 yr
10+ yr	1-3 yr	1-3 yr	1-3 yr	1-3 yr	1-3 yr	10+ yr	10+ yr	10+ yr

Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su dati Refinitiv Eikon

Nel caso dei fondi comuni, proprio il reinvestimento dei flussi cedolari fa sì che si possa ottenere il massimo del potenziale di rendimento dalle obbligazioni, registrando in generale delle performance migliori rispetto a quelle delle asset class di riferimento.

A questa caratteristica specifica dei fondi comuni, se ne affianca un'altra rappresentata dal mantenimento di una duration costante nel corso del tempo; la maggior parte dei fondi a benchmark, infatti, si caratterizza per la sostituzione dei titoli in scadenza con nuovi titoli. Il meccanismo della duration costante permette di cogliere in maniera più efficiente i rendimenti offerti dalle varie asset class. Inoltre, in questo contesto di mercato, nel quale le attese sono per una discesa dei tassi nei prossimi anni, esso consente al sottoscrittore del fondo comune di beneficiare dei guadagni in conto capitale derivanti dal movimento delle asset class obbligazionarie.

Il reinvestimento delle cedole: un esempio



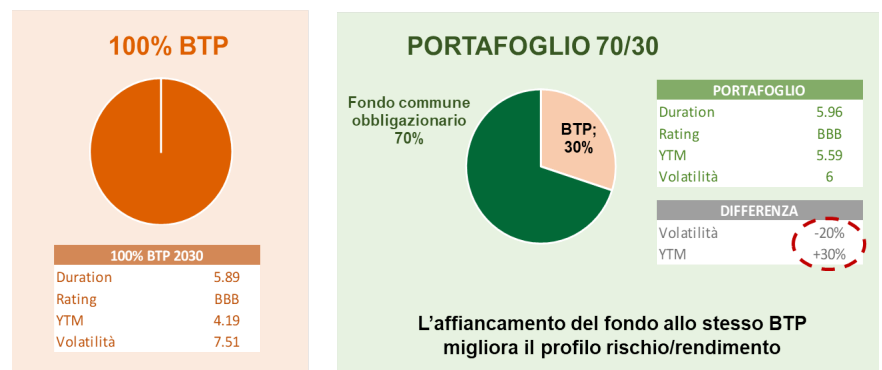
Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital

L'alleanza fra Amministrato e Gestito: un esempio concreto

All'interno dell'attuale contesto di mercato emerge l'opportunità di affiancare al Risparmio Amministrato i prodotti gestiti, offrendo all'investitore finale portafogli più efficienti e diversificati, con maggiori possibilità di rendimento.

Queste valutazioni appaiono supportate anche da esempi concreti come quello riportato in tabella. In questo caso l'investimento in un singolo titolo, rappresentato da un Btp con scadenza 2030, viene messo a confronto con l'investimento in un portafoglio composto per il 70% da un fondo comune obbligazionario gestito da Eurizon e per il 30% dal Btp stesso. A parità sostanziale di duration e di rating, l'affiancamento del fondo comune al Btp migliora decisamente il profilo rischio/rendimento dell'investimento, perché si assiste ad un aumento dell'yield to maturity a fronte di una diminuzione significativa della volatilità.

Btp e Risparmio Gestito: alleati nel portafoglio



Fonte: Elaborazioni Eurizon Capital su Btp 4% Novembre 2030 e su EF Bond Flexible

Fondi "Buy&Watch": uno strumento efficace per cogliere i rendimenti dei mercati obbligazionari

Una tipologia di prodotti del Risparmio Gestito in grado di rappresentare molto bene i vantaggi della gestione professionale sui mercati obbligazionari è rappresentata dai fondi "Buy&Watch".

Questi portafogli, infatti, permettono di cogliere i rendimenti delle principali asset class nei quali sono investiti ed hanno una scadenza prestabilita entro la quale l'investitore torna in possesso del suo capitale.

Anche per questa tipologia di prodotti il vero vantaggio rispetto all'Amministrato è rappresentato dalla selezione

dei titoli in portafoglio operato tramite la gestione professionale. Basti considerare che il mercato diretto agli investitori retail rappresenta una percentuale molto esigua del mercato obbligazionario nel suo complesso. Per quanto concerne i titoli di Stato, si stima che questa percentuale sia del 4% circa, mentre nella componente corporate raggiunge solo l'1%. Questi prodotti, pertanto, **danno la possibilità all'investitore retail di accedere ad un mercato obbligazionario globale più ampio, costituito da un numero maggiore di emittenti e titoli**, attraverso la selezione delle emissioni ritenute migliori in termini di profilo rischio/rendimento.

Da ricordare, inoltre, che la scelta di una pluralità di titoli contribuisce a minimizzare il rischio complessivo del portafoglio e la composizione di un prodotto "Buy&Watch" viene costantemente monitorata dai gestori, con la possibilità di sostituire determinati titoli qualora ci sia un deterioramento dei loro fondamentali. **Obiettivo dei gestori nella costruzione di un portafoglio "Buy&Watch" è dunque realizzare un'ampia diversificazione in grado di offrire rendimenti più alti rispetto a quelli di singoli titoli, con una volatilità molto contenuta.**

TAKE - AWAY



Perché costruire un portafoglio che abbin Risparmio Gestito ai singoli titoli?

- Opportunità di investire nelle asset class con maggiore rendimento all'interno di tutto il mondo obbligazionario, compresi mercati specializzati difficilmente accessibili all'investitore al dettaglio
- Diversificazione e riduzione dei rischi complessivi
- Selezione professionale e gestione attiva per adattare rapidamente il portafoglio alle nuove informazioni e proteggere la performance
- Possibilità di realizzare tutto il potenziale rendimento reinvestendo le cedole ai tassi di mercato, sfruttando la capitalizzazione dei proventi

DOCUMENTO AD USO ESCLUSIVO DEI COLLOCATORI E DEI CLIENTI PROFESSIONALI E/O QUALIFICATI. È VIETATA LA DIFFUSIONE AL PUBBLICO.

La presente pubblicazione non è destinata alla diffusione al pubblico, ma è diretta a fini informativi ai collocatori e ai clienti professionali e/o qualificati della società di gestione Eurizon Capital SGR, la quale non si assume alcuna responsabilità per l'uso personale o professionale delle informazioni in essa contenute. L'intero documento, le singole parti, le informazioni e i dati in esso riportati non costituiscono una sollecitazione o un suggerimento ad effettuare operazioni in strumenti finanziari o alla sottoscrizione di fondi e non possono essere oggetto di consegna o comunicazione agli investitori, per i quali sono disponibili a fini informativi il rendiconto annuale e la relazione semestrale dei fondi, nonché specifiche pubblicazioni. L'unico strumento diretto all'offerta di fondi è il KID (Informazioni Chiave) che deve essere consegnato agli investitori prima dell'adesione. Si ricorda che la diffusione di notizie, dati e performance relativi ai fondi è soggetta a specifiche disposizioni normative. Il contenuto del documento riporta dati puntuali ed elaborazioni effettuate alla data di emissione dello stesso.

Eurizon Capital SGR S.p.A.

Sede Legale: Via Melchiorre Gioia, 22 - 20124 Milano - Italia

Capitale sociale euro 99.000.000,00 i. v. - Codice Fiscale e Iscrizione Registro Imprese di Milano n. 04550250015 - Società partecipante al Gruppo IVA "Intesa Sanpaolo", Partita IVA 11991500015 (IT11991500015) - Iscritta all'Albo delle SGR, al n. 3 nella Sezione Gestori di OICVM e al n. 2 nella Sezione Gestori di FIA - Società soggetta all'attività di direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. ed appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari. Socio Unico: Intesa Sanpaolo S.p.A. - Aderente al Fondo Nazionale di Garanzia.