

Investment grade EMEA sotto la lente

Primo semestre 2025

L'importanza della dispersione
e della qualità creditizia

Sommario

Sintesi	2	Valutazioni	7	Riflessioni sulla struttura del capitale	10
Contesto macroeconomico	3	Sentiment e fattori tecnici	8	Riflessioni sui settori	12
Politica monetaria	3	Domanda/Offerta	8	Utilities	12
Crescita economica	3	Indicatori di volatilità	9	Obbligazioni bancarie senior	12
Fondamentali	4	Temi del credito	9	Immobiliare	12
Fondamentali societari	4	Forma delle curve degli spread creditizi	9	Auto	13
Fondamentali bancari	6	Dispersione	10	Il team Investment grade	14
M&A	6				

Sintesi

L'anno scorso i temi chiave erano quando e quanto le banche centrali avrebbero tagliato i tassi d'interesse e se il mantenimento dei tassi su livelli elevati troppo a lungo avrebbe causato una recessione. Con il raffreddamento dell'inflazione, le banche centrali sono passate da un ciclo di rialzi dei tassi a un ciclo di tagli, le politiche monetarie si sono allentate e la crescita ha gradualmente rallentato. Ma l'incertezza politica resta elevata.

Nonostante un anno movimentato per la geopolitica, l'inflazione e le banche centrali, i mercati del credito sono rimasti solidi, sostenuti dal rendimento complessivo e dai buoni fondamentali creditizi. Dopo la riduzione degli spread creditizi verificatasi in tutte le regioni e in tutti i settori rispetto all'ampliamento post-Covid di fine 2022, quest'anno si potrebbe assistere a una maggiore dispersione.

Le nostre prospettive per l'investment grade partono dall'analisi del punto del ciclo in cui ci troviamo, concentrandoci sui fondamentali (economici e societari), sulle valutazioni e sui fattori tecnici (sentiment degli investitori, dinamiche di domanda e offerta, ecc.).

Storicamente, quando diversi di questi elementi rappresentano degli ostacoli per gli spread creditizi, si vengono a creare i presupposti per un ampliamento dei differenziali. Ad esempio, una politica monetaria restrittiva, un deterioramento dei fondamentali societari



Le condizioni di politica monetaria e le valutazioni sono di ostacolo a un ulteriore restringimento degli spread, ma i fondamentali restano sostanzialmente solidi

e una contrazione degli spread creditizi tendono a creare le condizioni per un contesto di allargamento dei differenziali. Ciò non significa che gli spread si ampliano immediatamente, ma viene a crearsi uno scenario in cui è più probabile che i differenziali aumentino.

Al momento, riteniamo che le condizioni di politica monetaria e le valutazioni siano di ostacolo a un ulteriore restringimento degli spread, ma la cosa importante è che i fondamentali restano sostanzialmente solidi. Riconosciamo che un potenziale rimbalzo dell'attività di fusione e acquisizione (M&A) dopo un 2023 e un 2024 sottotono potrebbe rappresentare un rischio per le nostre prospettive di stabilità dei fondamentali del credito. Inoltre, la potenziale deregolamentazione negli Stati Uniti potrebbe mettere ulteriormente in discussione questo scenario di base.

La combinazione di una crescita in rallentamento, di uno scenario geopolitico incerto, di politiche monetarie moderatamente restrittive e di valutazioni elevate riduce la capacità dell'asset class di assorbire gli shock esterni o gli errori a livello di politiche. Le valutazioni si sono spostate di molto rispetto ai massimi del 2022, ma è importante notare che gli spread creditizi possono restare molto tempo al di sotto dei loro livelli medi e mediani di lungo periodo. Tuttavia, data l'asimmetria della classe di attivi, il margine di rialzo è sempre più esiguo.

Di conseguenza, abbiamo ridotto il rischio di credito complessivo dei nostri fondi – portandolo a un livello quasi neutrale – ma il solido contesto di domanda/offerta e i fondamentali aziendali favorevoli ci impediscono di avere un giudizio più negativo. Un nuovo tasso d'interesse terminale implica un nuovo contesto per le aziende e gli investitori. Il ciclo di riduzione dei tassi dovrebbe creare un panorama favorevole per le obbligazioni investment grade, ma riteniamo che la dispersione del credito sarà un tema ancora più rilevante nel 2025. Alla luce di ciò, abbiamo aumentato la qualità del credito a livello settoriale e siamo risaliti lungo la struttura del capitale, oltre ad assumere un posizionamento più difensivo.

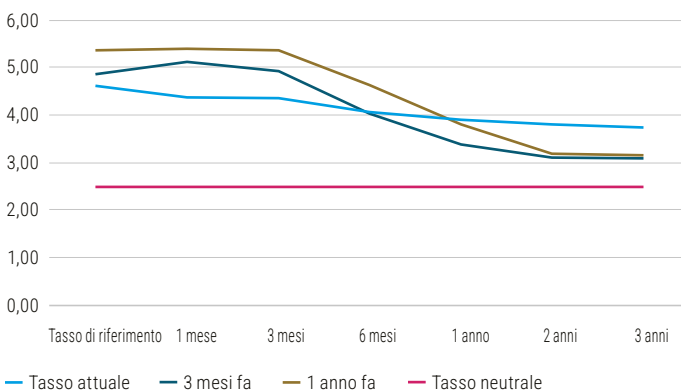
Contesto macroeconomico

Politica monetaria

Dall'inizio del 2022 le banche centrali hanno adottato politiche monetarie restrittive nel tentativo di combattere l'inflazione dopo un decennio di tassi d'interesse bassi e la riapertura dell'economia a seguito della pandemia globale di Covid-19.

Nel corso degli ultimi sei mesi l'inflazione ha continuato a raffreddarsi, consentendo alle banche centrali di cambiare rotta e imboccare un ciclo di riduzione dei tassi. I mercati finanziari globali si aspettano ulteriori tagli dei tassi nel 2025 (Figura 1). Tuttavia, le tempistiche e l'entità di questi tagli sono in balia dell'incertezza politica.

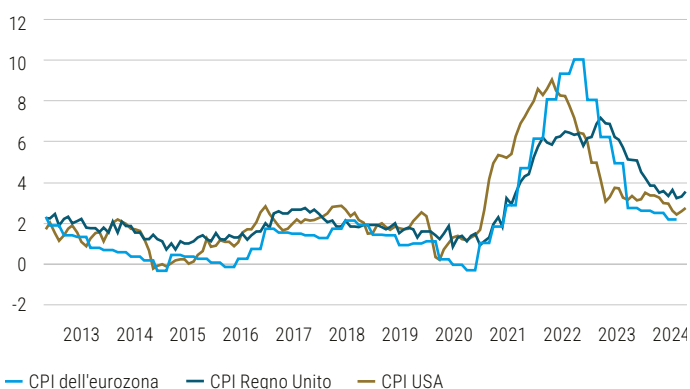
Figura 1: Aspettative sui tassi in dollari USA



Fonte: Bloomberg e Columbia Threadneedle Investments, gennaio 2025

I tassi d'interesse elevati hanno inoltre ridotto l'offerta di moneta rendendo più oneroso l'accesso al credito. Anche l'inasprimento quantitativo (quantitative tightening, QT), ovvero il processo inverso rispetto al quantitative easing, ha sottratto liquidità al sistema finanziario. Queste misure miravano a riportare l'inflazione in linea con l'obiettivo. Ora che l'inflazione è più vicina al 2% (Figura 2), tali misure sono state allentate portando a una ripresa dell'offerta di moneta e a un ridimensionamento del QT.

Figura 2: Inflazione in calo



Fonte: Macrobond e Bloomberg, dicembre 2024

Tramite l'aumento dei tassi d'interesse, le banche centrali hanno spinto i rendimenti reali (i tassi di interesse nominali al netto dell'inflazione) al di sopra delle medie di lungo periodo da livelli molto depressi. Quando l'inflazione ha cominciato a scendere, le banche centrali hanno potuto invertire rotta e passare a un ciclo di riduzione dei tassi, mantenendo i tassi reali su livelli pari o di poco superiori alle medie di lungo periodo, pari a circa il 2% negli Stati Uniti e allo 0,25% in Europa.

Se l'inflazione dovesse continuare a diminuire, le banche centrali dovrebbero poter continuare a tagliare i tassi. Questo perché, se mantenessero i tassi invariati, i rendimenti reali aumenterebbero in un contesto di rallentamento della crescita e di calo dell'inflazione, facendo decelerare ulteriormente l'economia.

Sebbene negli ultimi sei mesi la politica monetaria sia stata allentata in risposta al rallentamento dell'inflazione, riteniamo che rimanga in territorio restrittivo (tassi superiori al tasso neutrale e rendimenti reali sulle medie di lungo periodo). Il nostro scenario di base prevede che l'inflazione negli Stati Uniti continuerà a scendere verso l'obiettivo del 2% della Federal Reserve e che quest'ultima finirà per abbassare i tassi al di sotto del livello neutrale (da noi stimato intorno al 3%) entro la fine del 2025. Queste nostre previsioni si basano sull'opinione che il mercato del lavoro e la domanda dei consumatori subiranno entrambi un ulteriore indebolimento.

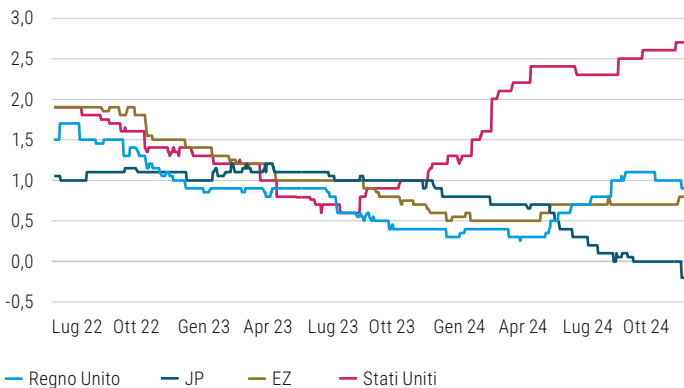
I maggiori rischi cui è esposto questo scenario sono a nostro avviso due: innanzitutto, un'inflazione vischiosa o in ripresa, soprattutto nel settore dei servizi di base, potrebbe indurre la Fed a interrompere il ciclo di tagli e a stabilizzare i tassi in un intervallo compreso tra il 3% e il 4%. In secondo luogo, uno shock della domanda, soprattutto se associato alla debolezza del mercato del lavoro, potrebbe spingere la Fed a tagliare più aggressivamente i tassi spingendoli al di sotto del livello neutrale, come è avvenuto durante i tradizionali cicli di riduzione dei tassi.

Crescita economica

Negli ultimi 18 mesi le banche centrali sembrano essere riuscite ad orchestrare un "soft landing" con la riduzione dell'inflazione e il graduale rallentamento della crescita. Nel 2025, la sfida chiave sarà quella di capire se la decelerazione economica potrà proseguire senza sfociare in una pronunciata recessione. Il mercato del lavoro svolgerà probabilmente un ruolo cruciale, così come la geopolitica. Un'ulteriore escalation delle molteplici tensioni a livello globale rimane un chiaro fattore di rischio, passibile di far riemergere pressioni inflazionistiche e/o di incidere sulla crescita globale. Il nazionalismo economico è un altro rischio in aumento, in quanto l'introduzione di ulteriori dazi e sanzioni rischia di provocare ritorsioni ed escalation.

Le politiche monetarie restrittive rappresentano un ostacolo alla crescita (Figura 3). Le aspettative di consenso sulla crescita rimangono sottotono in Europa e nel Regno Unito (intorno allo 0,85%), mentre negli Stati Uniti hanno superato il 2,5% dopo un 2024 più vigoroso del previsto. Una crescita bassa ma positiva è favorevole al credito investment grade, per cui riteniamo si tratti di un contesto sostanzialmente neutrale per i livelli degli spread IG.

Figura 3: Stime di crescita



Fonte: Macrobond e Bloomberg, dicembre 2024

Gli Stati Uniti presentano un maggior vigore rispetto all'Europa, e questa divergenza offre diversi spunti interessanti. Nel quarto trimestre del 2024, le aspettative sui tassi d'interesse statunitensi a dicembre 2025 sono aumentate di 100 pb, mentre sono rimaste invariate in euro. Ciò è dovuto a nostro avviso a ragioni sia monetarie che fiscali.

Partiamo dalle prime. In Europa, più di due terzi dell'economia sono finanziati dal settore bancario, prevalentemente attraverso prestiti a tasso variabile. Ciò significa che quando la Banca centrale europea ha aumentato i tassi, le famiglie e le piccole e medie imprese europee hanno avvertito immediatamente la stretta. Anche le società di maggiori dimensioni finanziate dai mercati del debito europei avranno accusato l'impatto. Il mercato IG europeo ha scadenze quinquennali. Da quando la BCE ha cominciato ad aumentare i tassi d'interesse circa due anni e mezzo fa, il costo dell'indebitamento ha iniziato a incidere sui numeri.

Negli Stati Uniti, invece, le banche finanziano solo un quarto dell'economia. Il resto è finanziato dai mercati dei capitali, che presentano scadenze molto più lunghe. Negli Stati Uniti i mutui delle famiglie sono perlopiù a tasso fisso e trentennali, per cui anche se il tasso sui Fed Fund è salito di oltre 500 pb, il tasso d'interesse effettivo medio sui mutui è aumentato solo di circa 70 pb. Pertanto, per le aziende e i consumatori statunitensi il ciclo di rialzi è stato meno doloroso.

Sul versante fiscale, nel 2025 ci aspettiamo che gli Stati Uniti raggiungano un deficit di circa il 7%, mentre in Europa questa percentuale dovrebbe attestarsi intorno al 3%. Inoltre, l'Europa è alle prese con l'incertezza politica in Francia e Germania e con le incognite sulla sostenibilità del debito in Francia e Italia.

Tutto ciò significa che nutriamo un po' più di fiducia sul proseguimento del ciclo di allentamento in Europa rispetto agli Stati Uniti. Un ciclo di allentamento accompagnato da una crescita bassa è positivo per gli spread creditizi.

Tuttavia, se i tassi d'interesse statunitensi dovessero rimanere elevati, è probabile che ciò si ripercuota su altri mercati sviluppati, riducendo il numero di tagli dei tassi attuabili in questi paesi. A nostro avviso, preso in isolamento non si tratta di un fattore chiave ai fini del premio al rischio di credito richiesto nel settore IG globale. Tuttavia, in un simile scenario sarebbe ragionevole aspettarsi che gli emittenti più deboli (quelli con un potere di prezzo scarso o nullo o con bilanci più indebitati) siano meno attrezzati per far fronte a un contesto più prolungato di aumento dei costi di finanziamento, con un conseguente incremento della dispersione.

Fondamentali

Fondamentali societari

Aggregiamo i modelli individuali di tutti i nostri analisti per ottenere un trend complessivo del nostro universo di copertura, che non si basa su un indice, ma sui nostri investimenti e rappresenta circa l'80% del rischio degli indici in EUR, in GBP e IG globale.

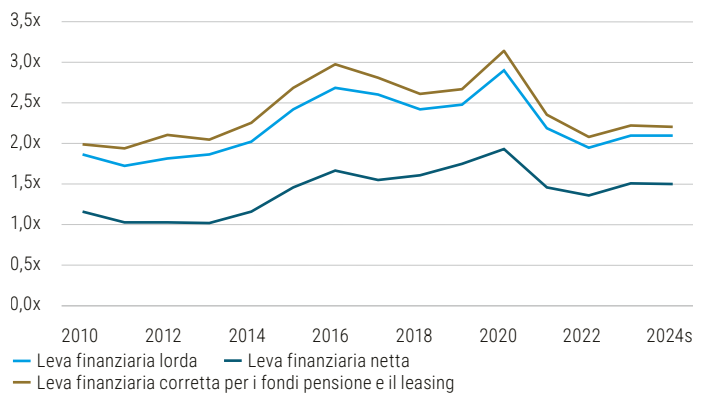
In generale, continuiamo a prevedere fondamentali solidi, con livelli di leva finanziaria prossimi ai minimi decennali. Vi sono tuttavia alcune differenze tra Stati Uniti ed Europa e tra un settore e l'altro.

Negli Stati Uniti abbiamo rivisto leggermente al rialzo le previsioni di crescita dei ricavi e dell'EBITDA (utili al lordo di interessi, imposte, deprezzamenti e ammortamenti) e le previsioni sono di una lieve diminuzione della leva finanziaria netta rispetto al 2024. Ciò comprende revisioni al ribasso nei settori dei trasporti e dei beni strumentali e revisioni al rialzo nella sanità.

Negli Stati Uniti prevediamo una crescita dei ricavi del +2,9% quest'anno, che porterebbe la leva finanziaria (corretta per le pensioni e i leasing) da 2,2x a 2x entro la fine dell'anno – il livello più basso da oltre un decennio.

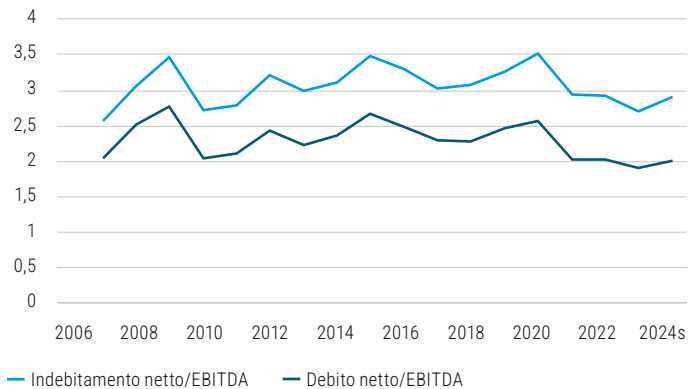
In Europa abbiamo apportato poche modifiche alle nostre previsioni di crescita dei ricavi. In termini di EBITDA ci aspettiamo che la debolezza del settore auto venga compensata da revisioni al rialzo nel settore industriale e, in misura inferiore, in quello minerario. La crescita dei ricavi dovrebbe passare dall'1,2% del 2024 al 2,6% quest'anno, e la leva finanziaria complessiva del settore dovrebbe rimanere intorno a 2x. Si tratta ancora di un livello contenuto rispetto ai valori prevalsi nell'ultimo decennio.

Figura 4: Leva finanziaria degli investimenti in USA



Fonte: Columbia Threadneedle Investments, gennaio 2025

Figura 5: Leva finanziaria degli investimenti in Europa



Fonte: Columbia Threadneedle Investments, gennaio 2025

Nel 2024 la copertura degli interessi si attestava a circa 12x negli Stati Uniti e a 11x in Europa, in calo rispetto alle 15x del 2021/22. Di qui a fine anno dovrebbe rimanere piatta in Europa e salire fino a poco meno di 13x negli Stati Uniti.

Il basso livello di leva finanziaria, che dovrebbe rimanere stabile, e l'elevata copertura degli interessi favoriscono gli spread creditizi.

Di seguito analizziamo i fattori alla base di questa tendenza a livello settoriale:

Auto

↓ NEGATIVO Negli ultimi anni il settore automobilistico ha accumulato ampi saldi di cassa e ora detiene più liquidità che debito. Tuttavia, riteniamo che i fondamentali peggioreranno nel 2025 in quanto le imprese cercheranno di far fronte alla tempesta provocata dall'effetto combinato delle relazioni sindacali, della diffusione dei veicoli elettrici, della normativa sulle emissioni e della Cina.¹

Telecomunicazioni

↑ POSITIVO Nel 2023 la salita dell'inflazione ha aiutato le società di telecomunicazioni ad aumentare i prezzi sui contratti telefonici e di internet a banda larga legati all'inflazione dei prezzi al consumo (misurata dal CPI). Ora che l'inflazione ha rallentato, la crescita dei ricavi dovrebbe essere più modesta.

Allo stesso tempo, la diffusione della fibra ottica in Europa è quasi ultimata, il che significa che le future esigenze di spesa in conto capitale saranno inferiori. Il calo della spesa per investimenti favorirà un miglioramento dei free cash flow, che a nostro avviso i team di gestione sfrutteranno per ridurre la leva finanziaria.

Sanità

↑ POSITIVO Di recente abbiamo assistito a un'intensa attività di fusione e acquisizione nel settore farmaceutico. Per esempio, l'acquisto di Horizon da parte di Amgen² e l'acquisto di Seagen da parte di Pfizer.³ Queste operazioni includevano il finanziamento tramite ricorso al debito, che ha contribuito a far salire la leva finanziaria a livello di settore da 1,2x nell'esercizio 2022 a 1,6x nell'esercizio 2023.

Sebbene alcune aziende farmaceutiche debbano ancora completare i loro portafogli di prodotti o progetti, il settore ha iniziato a ridurre la leva finanziaria, che dunque prevediamo scenderà di 0,4x a 1,2x entro l'esercizio 2025.

Immobiliare

⇒ NEUTRALE Il settore immobiliare ha sofferto per tutto il 2022 e il 2023 a causa dell'aumento dei tassi d'interesse da parte delle banche centrali. I valori degli immobili sono diminuiti e la leva finanziaria è aumentata bruscamente.

Vista la stabilizzazione del contesto dei tassi nel 2024, il mercato delle transazioni immobiliari ha riaperto. Questo ha permesso alle aziende di effettuare cessioni, migliorare i saldi di cassa e ridurre la leva finanziaria. Per il 2025 prevediamo una crescita dei ricavi associata a un lieve abbassamento della leva finanziaria e dei rapporti loan-to-value. Riteniamo che il 2025 sarà un anno molto più stabile per il settore.

Media

↑ POSITIVO Continuiamo ad apprezzare la stabilità e la resilienza dei flussi di cassa dei fornitori di servizi di informazione e delle agenzie pubblicitarie. Il settore è anche ottimamente posizionato per approfittare dei vantaggi offerti dall'intelligenza artificiale (IA), e dovrebbe riuscire a generare nuovi flussi reddituali e a potenziare la produttività.

Non ci aspettiamo una riduzione dell'indebitamento nel settore, ma riteniamo che i team di gestione siano determinati a raggiungere gli obiettivi di leva finanziaria.

Industria

↑ POSITIVO Il settore gode di prospettive solide grazie a tendenze di lungo periodo come l'elettrificazione e la digitalizzazione, nonché ai vantaggi derivanti dall'onshoring e dalla massiccia spesa per infrastrutture. Prevediamo che la riduzione dell'indebitamento delle società industriali del segmento IG che copriamo passerà da 1,9x nell'esercizio 2023 a 1,3x nell'esercizio 2025.

Beni strumentali

⇒ NEUTRALE Abbiamo rivisto al ribasso i margini EBITDA e lievemente al rialzo la leva finanziaria nel settore dei beni strumentali. L'ostilità nei confronti dei conglomerati continua a pesare su società del calibro di Honeywell e 3M. Il margine di trasformazione societaria è notevole e potrebbe cambiare significativamente il volto delle aziende operanti nel settore nell'arco di 18-24 mesi.

Beni di consumo e vendita al dettaglio

↓ NEGATIVO Siamo più cauti in questi settori. La maggior parte delle famiglie continua a versare in buone condizioni, anche se le fasce di reddito più basse stanno facendo più fatica. Fino a questo momento i consumatori appartenenti alle fasce di reddito più alte non sono stati toccati dall'aumento dei tassi e hanno tratto grande beneficio dall'inflazione degli asset finanziari e immobiliari. Il nostro timore è che se i consumatori più benestanti dovessero ridurre il loro livello di spesa ciò possa avere un impatto sproporzionato sugli utili delle società di consumo in generale, dai beni di prima necessità all'intera gamma dei consumi voluttuari. Inoltre, la leva finanziaria di molte società in questi settori si trova ai livelli obiettivo, per cui non ci aspettiamo un ulteriore miglioramento dei bilanci.

1. Columbia Threadneedle Investments, Crash a bassa velocità? Aumentano i problemi per il settore automobilistico europeo, 7 ottobre 2024

2. Amgen, Amgen completes acquisition of Horizon Therapeutics PLC, 6 ottobre 2023

3. Pfizer, Pfizer Completes Acquisition of Seagen, 14 dicembre 2023

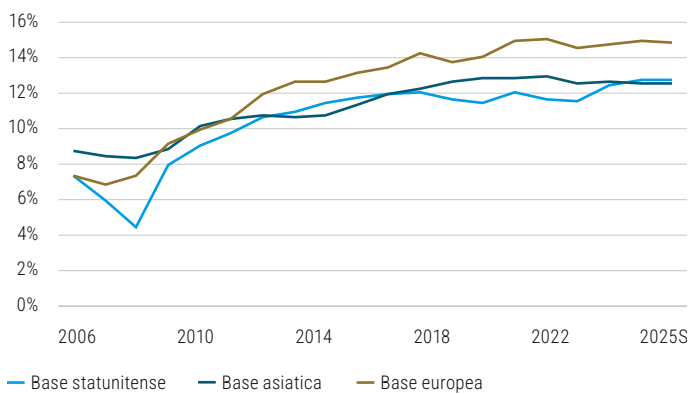
Fondamentali bancari

Le banche rappresentano circa il 35% del rischio nell'indice del credito. Il capitale si sta stabilizzando su livelli massimi pluridecennali, sotto la spinta della regolamentazione (Figura 6). Le banche europee sono circa 400 pb al di sopra dei minimi regolamentari e le banche statunitensi hanno riserve abbondanti.

La qualità degli attivi rimane buona. Nelle nostre previsioni, ci aspettiamo che la media globale del costo del rischio (una misura prospettica delle perdite sui prestiti) rimanga ferma su livelli leggermente superiori a quelli normalizzati. La principale determinante delle future perdite su crediti è la disoccupazione. Stando alle previsioni, i mercati del lavoro rimarranno solidi, per cui le aspettative sulle perdite dovute ai crediti deteriorati sono positive.

A uno sguardo attento, le conseguenze della divergenza dei tassi d'interesse e dei quadri fiscali tra Stati Uniti ed Europa sono ben visibili. In Europa ci aspettiamo un costo del rischio più favorevole, una crescita dei prestiti più lenta e margini più bassi. Negli Stati Uniti le previsioni sono di un costo del rischio più elevato, di una migliore crescita dei prestiti e di margini più alti.

Figura 6: Banche: Common Equity Tier 1



Fonte: Columbia Threadneedle Investments, gennaio 2025

E l'attività di M&A?

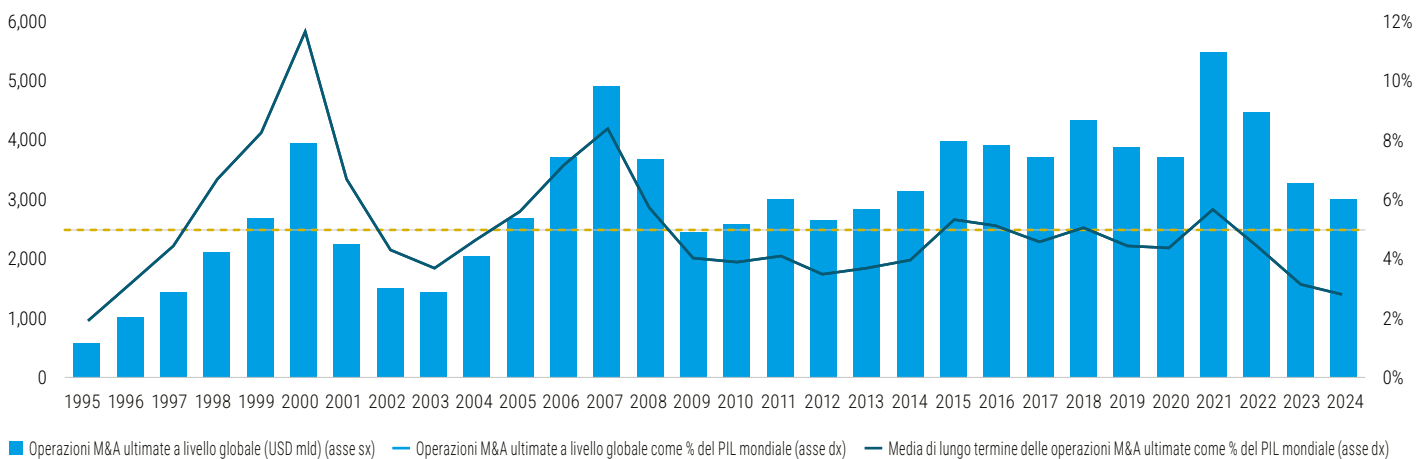
Spesso è difficile formulare previsioni sull'attività di M&A. Un modo utile per esaminarla è misurare i volumi delle operazioni concluse rispetto al PIL nominale (Figura 7). In base a questo parametro, le transazioni sono diminuite al 2,7% del PIL nel 2024 rispetto a una media di lungo periodo del 4,8%. Con la stabilizzazione del contesto dei tassi d'interesse, monitoriamo la possibilità di una ripresa ciclica delle fusioni e acquisizioni. Abbiamo già assistito a un elevato numero di operazioni all'indomani delle elezioni americane.

Sono in atto diversi fattori in grado di sostenere una ripresa delle attività di fusione e acquisizione, in particolare negli Stati Uniti, e ciò potrebbe portare a un deterioramento dei fondamentali creditizi. Tuttavia, il punto è come verranno finanziate queste operazioni. A fronte dell'aumento dei rendimenti rispetto al periodo precedente al 2022, è salito anche il costo delle grandi operazioni di fusione e acquisizione finanziate tramite ricorso al debito. Esaminando i dati relativi agli LBO⁴, abbiamo rilevato un aumento dei conferimenti in capitale proprio nell'attuale ciclo di rialzo dei tassi fino a circa il 50%, rispetto a una media di lungo periodo più vicina al 38% (da notare che la tendenza storica di lungo termine è in aumento dal 2011).

Inoltre, i team dirigenti dei settori più ciclici, come quelli minerario e automobilistico, hanno accumulato riserve di liquidità per proteggere i bilanci in caso di inversione del ciclo. La possibilità che queste riserve vengano utilizzate per finanziare grandi operazioni non rappresenta il nostro scenario di base. Parlando con i team dirigenti non abbiamo l'impressione che siano propensi a reindebitarsi in un contesto di rendimenti più elevati per finanziare operazioni di fusione e acquisizione. Ci aspetteremmo dunque di vedere una parte consistente di queste operazioni venire finanziate con capitale proprio, compensate probabilmente da una riduzione dei riacquisti azionari.

Per concludere la nostra riflessione sui fondamentali societari, pur riconoscendo la possibilità di una ripresa delle fusioni e acquisizioni e di qualche ostacolo nel settore dell'auto, riteniamo che i fondamentali siano solidi. In diversi settori, i bilanci sono in miglioramento.

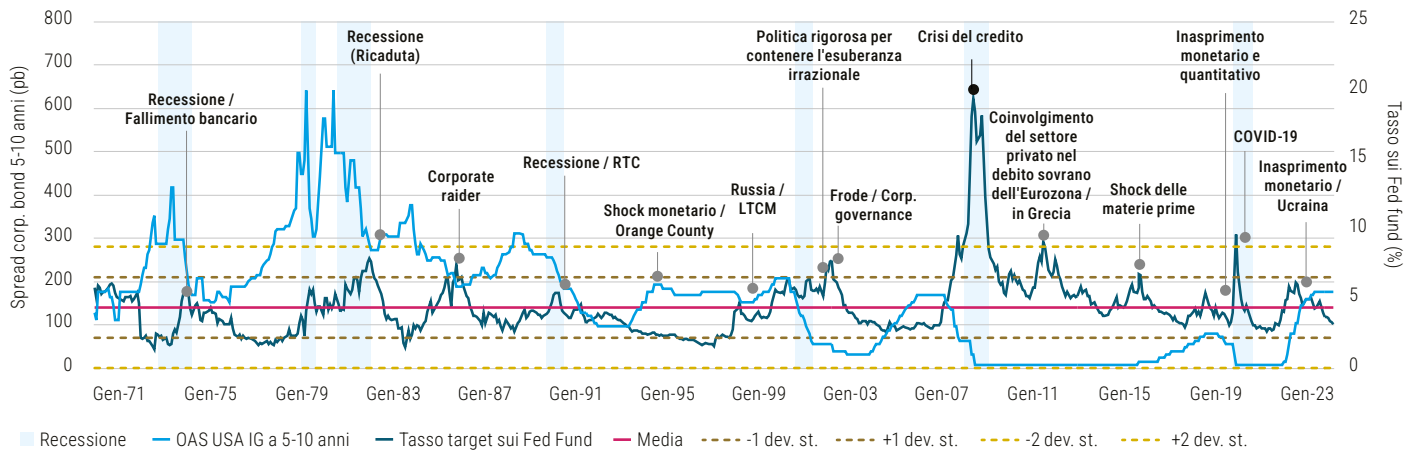
Figura 7: Operazioni M&A completate in tutto il mondo in rapporto al PIL



Fonte: Bloomberg/Autonomous, T3 2024

4. Apollo, gennaio 2025

Figura 8: Spread dell'IG in dollari USA a lungo termine e periodi di recessione associati



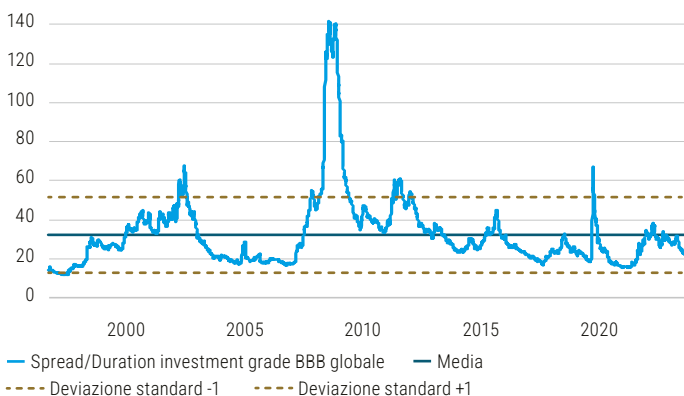
Fonte: Bloomberg, Merrill Lynch, Indice C6A0, dicembre 2024

Valutazioni

Ci sono molti modi per valutare il valore relativo degli spread creditizi. Poiché l'asset class per sua natura tende a evidenziare un ritorno verso la media, tipicamente il punto di partenza consiste nel guardare al passato. Disponiamo di 50 anni di dati relativi agli spread IG in dollari USA (Figura 8). Nel tempo gli spread tra il credito societario globale e i titoli di Stato raggiungono una media intorno ai 125 pb. Si noti tuttavia che per la maggior parte del tempo gli spread creditizi superano la media di lungo periodo, e che in alcuni periodi evidenziano un netto ampliamento (2008-09, 2011, 2015, 2020, 2022), il che dimostra la natura asimmetrica del credito.

A nostro avviso, un modo migliore di considerare la situazione consiste nell'apportare aggiustamenti in base alle variazioni di composizione dell'indice nel tempo per tenere conto dell'evoluzione della qualità del credito e della duration dell'indice nel tempo (Figura 9). Un modo per farlo consiste nell'osservare lo spread per unità di duration del sotto-segmento BBB dell'indice (che può essere considerato come lo spread di pareggio che annullerebbe il carry derivante dall'investimento nel credito rispetto ai titoli di Stato, $109/5,7 = 19$ pb). In base a questo parametro, l'IG globale risulta più elevato di circa 0,7 deviazioni standard, trainato dagli spread dell'IG in dollari USA più elevati di 0,8 deviazioni standard e dagli spread in euro più elevati di circa 0,5x.

Figura 9: Spread / duration BBB globale



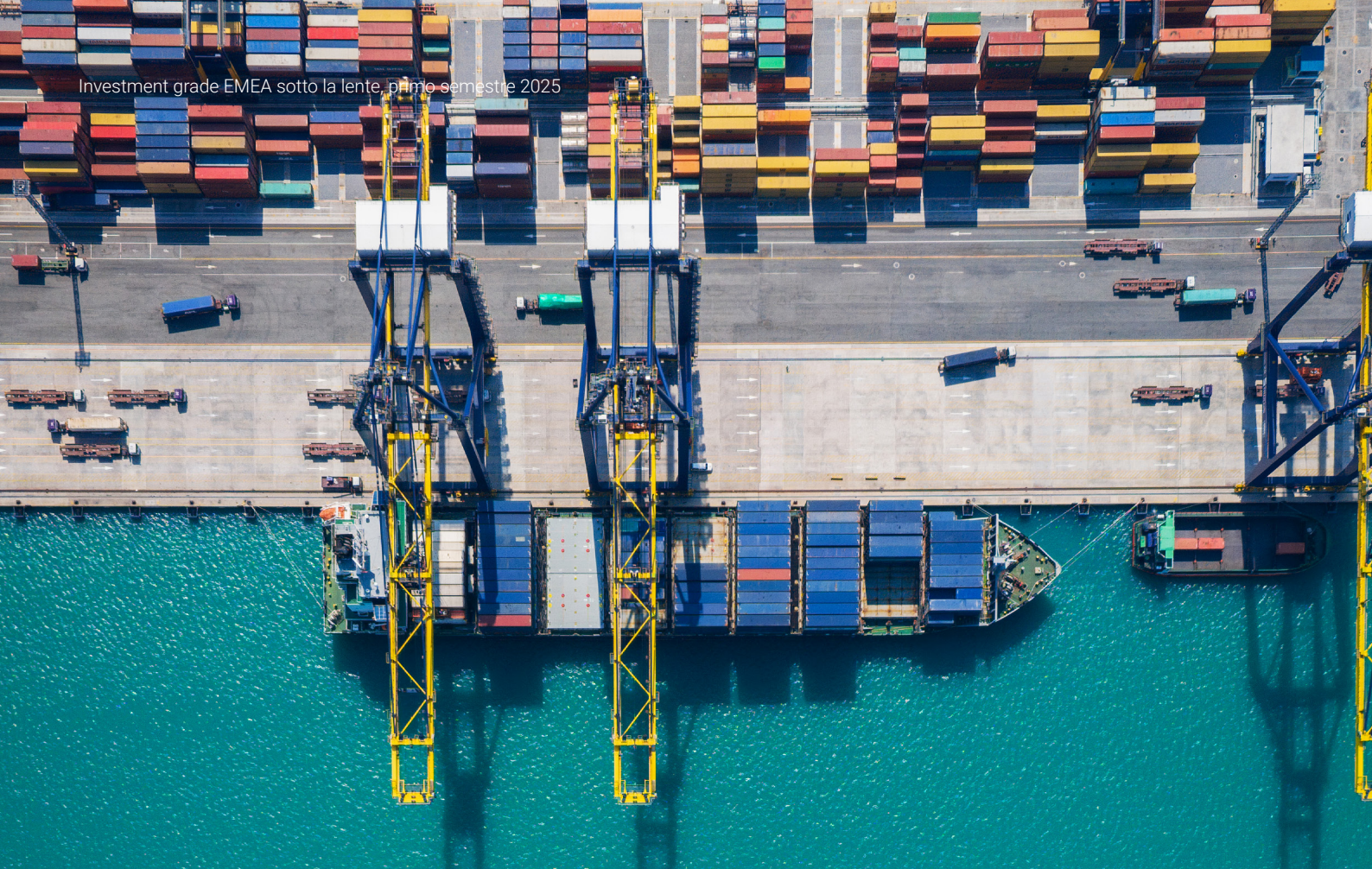
Fonte: Macrobond, Indici BofAML e Columbia Threadneedle Investments, dicembre 2024

L'espressione più pura degli spread del credito societario, tuttavia, è rappresentata dal rapporto tra gli spread creditizi e gli swap (il differenziale di rendimento tra le obbligazioni societarie e i tassi swap). Ciò è dovuto in parte al fatto che questo rapporto esclude la differenza tra swap e titoli di Stato, che è in qualche misura determinata dal rischio sistemico e dalla domanda/offerta prevista per i titoli di Stato, a loro volta legati a fattori quali QE, QT, mercati repo ecc. e non al "rischio di credito puro". In base a questo indicatore, gli spread creditizi globali con rating BBB per unità di duration risultano più elevati di 0,6 deviazioni standard.

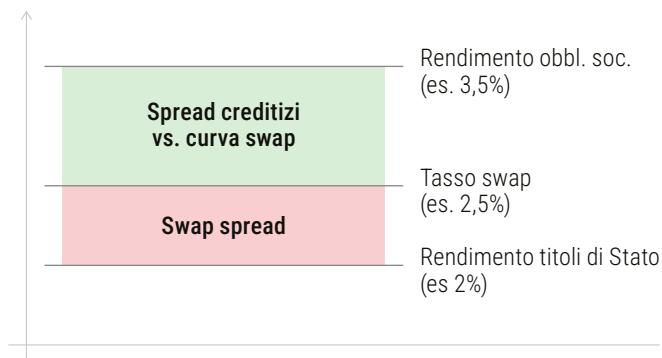
Quando si esaminano le valutazioni dei titoli IG, alcuni investitori si concentrano sugli spread rispetto ai titoli di Stato, mentre altri si concentrano sugli spread rispetto agli swap. In generale, pur andando incontro a periodi di cambiamento strutturale, lo swap spread è relativamente stabile nel tempo. Pertanto, che un investitore osservi gli spread rispetto ai titoli di Stato o quelli rispetto agli swap, le variazioni degli spread creditizi e le conclusioni di tale valutazione saranno probabilmente simili. Negli ultimi tre anni, tuttavia, non è stato così. L'andamento altalenante del rischio sistemico in Europa, unitamente a un potenziale cambiamento strutturale delle dinamiche di domanda e offerta di titoli di Stato, siano essi tedeschi, statunitensi o britannici, ha provocato significativi movimenti relativi tra gli swap e i rendimenti dei titoli di Stato.

In Europa, questa dinamica è cominciata con un aumento del rischio sistemico che ha fatto salire gli spread degli swap a cinque anni da 30 a 100 pb. Il raffreddamento dell'inflazione e la crisi del gas naturale di fine 2022 hanno contribuito a invertire la tendenza, riportando gli swap spread a 40 pb entro la fine del 2023. Nel 2024, la prospettiva di un aumento dei rendimenti dei titoli di Stato tedeschi per effetto di misure quali il QT, gli stimoli fiscali, la politica o la transizione energetica, ecc. ha fatto crollare gli spread swap a 10 pb. Analogamente, negli Stati Uniti e nel Regno Unito la prospettiva di un aumento dell'emissione di obbligazioni governative ha portato gli swap a sovraperformare i titoli di Stato.

Si tratta di movimenti di grande portata e analizzare le valutazioni dei titoli IG rispetto ai titoli di Stato o agli swap produrrà esiti diversi. La scelta di un indicatore piuttosto che un altro dipende in ultima analisi dal modo in cui l'investitore finanzia le proprie posizioni nel credito e gestisce il rischio di duration. Poiché nella maggior parte dei nostri fondi



gestiamo la duration utilizzando i titoli di Stato, questo è lo spread su cui preferiamo concentrarci. A seguire illustriamo il nostro ragionamento: se lo spread rispetto ai titoli di Stato è molto esiguo, non veniamo pagati granché per il rischio aggiuntivo, quindi perché assumerlo? Possiamo guadagnare buona parte del rendimento senza assumere alcun rischio di credito. Tuttavia, riconosciamo che alcuni investitori guarderanno agli spread rispetto agli swap e troveranno la risposta al perché gli spread creditizi sono elevati nonostante il rallentamento della crescita economica, la politica monetaria restrittiva e un contesto politico incerto.



A livello di asset class, gli spread costituiscono solo una parte del rendimento complessivo dell'IG. Il rendimento del segmento IG globale si attesta intorno al 4,5% ed è quindi indubbiamente molto più interessante rispetto a quattro anni fa, quando era pari all'1,3%. Grazie a questi rendimenti più elevati, l'asset class potrà ritrovare più facilmente il suo ruolo di elemento di diversificazione all'interno dei portafogli multi-asset dopo un decennio di rendimenti contenuti che hanno limitato questa capacità.

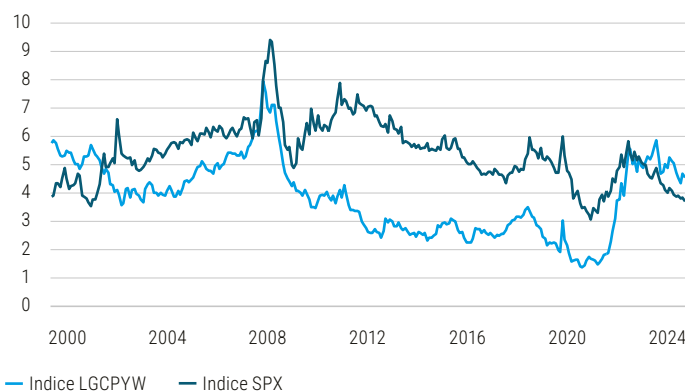
Sentiment e fattori tecnici

Offerta/Domanda

Un indicatore utile dell'equilibrio tra domanda e offerta è l'emissione netta di obbligazioni IG nel mercato primario (come misura dell'offerta) al netto degli afflussi di fondi in fondi comuni ed ETF IG (come misura della domanda). In base a questo indicatore, l'andamento sembra essere positivo in termini storici: l'afflusso di liquidità nel segmento IG è stato superiore alle nuove obbligazioni in cui investire tale liquidità.

L'indicatore forse più importante per valutare il quadro tecnico è il rendimento offerto dal credito IG rispetto alle azioni. Da questo punto di vista ci troviamo nelle condizioni migliori degli ultimi 20 anni. I rendimenti del credito globale si aggirano intorno al 4,5%, a fronte di un earnings yield dell'S&P 500 intorno al 4% (Figura 10).

Figura 10: Rendimento dell'IG globale ed earnings yield dell'S&P 500 a confronto



Fonte: Bloomberg e Columbia Threadneedle Investments, dicembre 2024

Un altro indicatore utile è la domanda di attivi a lunga duration da parte dei fondi pensione. La Figura 11 mostra che attualmente i fondi pensione sono completamente finanziati, con attività superiori alle passività. Pertanto, i gestori vorranno assicurarsi questo rapporto di finanziamento. A tal fine, acquistano credito a breve termine, ricevendo il tasso fisso sugli swap a lungo termine, oppure acquistano credito a lungo termine. Ciò ha per effetto una contrazione degli spread degli swap e del credito rispetto ai Treasury, il che fornisce un forte supporto tecnico all'IG.

Figura 11: Stato di finanziamento dei fondi pensione



Fonte: Bloomberg e Columbia Threadneedle Investments, dicembre 2024

Infine, se la curva dei rendimenti continuerà a irripidirsi, ciò potrebbe avere un impatto positivo sulla domanda di credito nella misura in cui farà ampliare l'extra-rendimento dell'IG rispetto alla liquidità. Un investitore potrebbe essere restio a investire nell'IG in presenza di extra-rendimenti trascurabili; per esempio, all'inizio del 2024 il rendimento dell'IG globale era di circa il 4,75% a fronte di un tasso obiettivo sui Fed Fund del 5,5%. Ma questa situazione sta iniziando a cambiare, con il tasso sui Fed Fund e i rendimenti IG globali su livelli pressoché simili. Se le banche centrali taglieranno ulteriormente i tassi e la curva dei rendimenti continuerà a irripidirsi, potrebbe venirsi a creare un ulteriore supporto tecnico per l'asset class qualora gli investitori si spostassero dai mercati monetari e dai depositi bancari al credito. Pur non essendo uno sviluppo sufficiente a sostenere che le dinamiche di domanda e offerta sono favorevoli all'IG, sarebbe un ulteriore effetto positivo di un aumento della pendenza della curva dei rendimenti.

Indicatori di volatilità

Analizziamo vari indicatori di volatilità per valutare il premio che gli investitori sono disposti a pagare per proteggersi da movimenti di mercato avversi e utilizziamo tale dato come indicatore della più ampia propensione al rischio degli investitori. Questo anche perché, da un punto di vista economico, possedere un'obbligazione societaria può essere considerato concettualmente equivalente all'acquisto di un'obbligazione priva di rischio e alla vendita di un'opzione put sugli attivi della stessa società.

Su questa base, notiamo che la volatilità implicita nei mercati azionari e del credito IG è inferiore alle rispettive medie di lungo periodo ed è elevata nel caso dei Treasury statunitensi. Il motivo risiede probabilmente nel fatto che le prospettive dei tassi d'interesse rimangono incerte, benché ancora in linea con i livelli precedenti all'inizio del QE. Riteniamo

che queste condizioni siano indicative di un'avversione al rischio inferiore alla media e che favoriscano gli spread IG. Si noti che lunghi periodi di bassa volatilità potrebbero essere visti come un indicatore contrarian che incoraggia l'uso della leva finanziaria e la ricerca del rischio.

Temi del credito

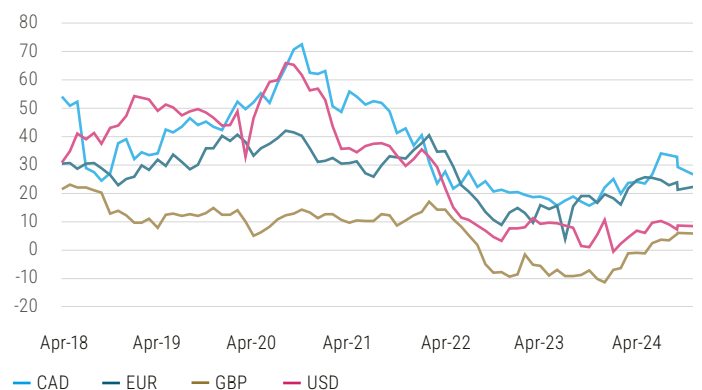
Forma delle curve degli spread creditizi

Un tema interessante in ambito IG è l'appiattimento delle curve del credito, ossia il differenziale di rendimento tra obbligazioni di diversa scadenza dello stesso emittente nella stessa valuta. Normalmente ci si aspetta che le curve del credito siano inclinate verso l'alto per compensare l'incertezza aggiuntiva derivante dall'investimento nelle obbligazioni a più lunga scadenza.

Per misurare e monitorare questo aspetto, abbiamo comparato le obbligazioni decennali e quelle ventennali dello stesso emittente e nella stessa valuta, osservando il differenziale di rendimento nel tempo.

Parte di questo appiattimento è dovuta al fatto che i tesorieri delle imprese preferiscono emettere obbligazioni a più breve scadenza per evitare di dover corrispondere rendimenti elevati più a lungo e preferiscono aspettare che i rendimenti scendano. Per gli investitori, invece, è vero il contrario: abbiamo notato un desiderio di aumentare la duration per ottenere rendimenti più elevati più a lungo e un modo per far ciò è quello di investire in obbligazioni a più lunga scadenza. Inoltre, in seguito all'aumento registrato dai rendimenti dopo l'emissione di questi titoli, una quota consistente di obbligazioni a lunga scadenza viene ora scambiata a prezzi cash molto più bassi rispetto alle obbligazioni a breve scadenza di più recente emissione. A parità di condizioni, gli investitori preferiscono un'obbligazione con un prezzo cash contenuto rispetto a un'obbligazione alla pari. Questo perché in caso di default la perdita data predefinita (loss given default) è inferiore, e la matematica obbligazionaria ci insegna che le obbligazioni con prezzi cash più bassi sono più sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse (maggiore convessità). Di conseguenza, la domanda di obbligazioni a lunga scadenza ha superato l'offerta. L'anno scorso abbiamo visto timidi segnali di un'inversione di questa tendenza (Figura 12), ma le curve rimangono piatte in termini storici.

Figura 12: Curve degli spread creditizi dei titoli a 10 e 20 anni

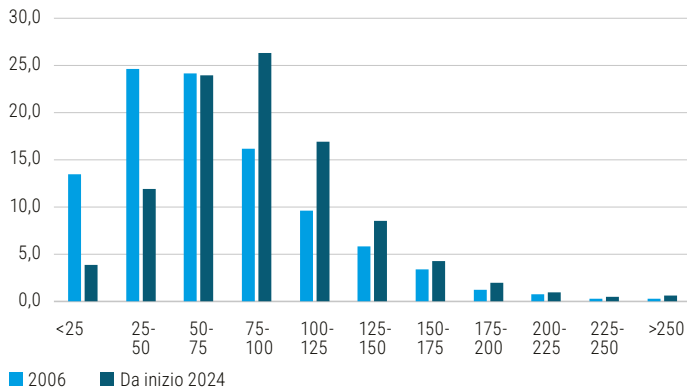


Fonte: Bloomberg, Indici BofAML e Columbia Threadneedle Investments, dicembre 2024

Dispersione

Benché gli indici degli spread creditizi risultino ancora leggermente superiori alle medie di lungo periodo dopo l'ulteriore lieve compressione del 2024, sotto la superficie si riscontra ancora una parziale dispersione. La Figura 13 mostra ad esempio che le opportunità disponibili sono più numerose rispetto al 2006. (Figura 14).

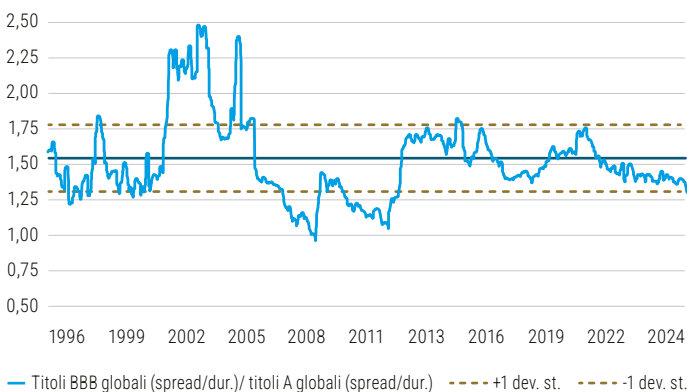
Figura 13: Dispersione all'interno dell'indice



Fonte: Bloomberg, Indici BofAML e Columbia Threadneedle Investments, dicembre 2024

Un altro modo utile per esaminare la compressione e la dispersione è misurare la vicinanza degli spread BBB a quelli della fascia A. Riteniamo che il modo migliore per farlo sia appurare quanto veniamo remunerati per unità di duration per detenere titoli con rating BBB rispetto a titoli con rating A. La Figura 14 in basso esprime questo confronto sotto forma di rapporto storico di lungo periodo. In media, i titoli BBB pagano 1,6 volte il rendimento pagato dai titoli a singola A. Attualmente la fascia BBB paga 1,4 volte e il rapporto è inferiore di 0,7 deviazioni standard alla media. Pertanto, osservati attraverso questa lente gli spread risultano alquanto compressi. Tuttavia, se consideriamo la fine degli anni '90 o il periodo 2006-2012, vediamo che potrebbero comprimersi ulteriormente e rimanere su livelli più ridotti per qualche tempo.

Figura 14: Distribuzione degli spread dell'IG globale

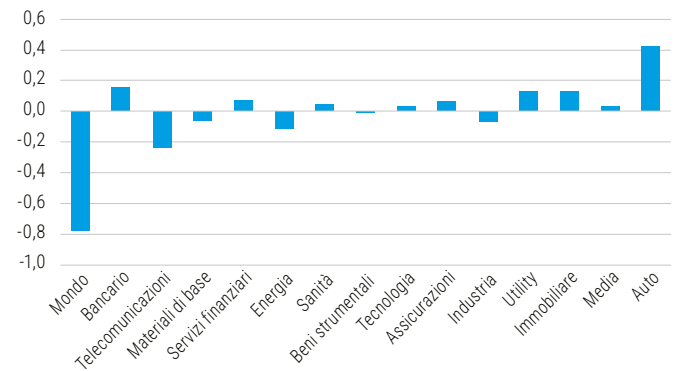


Fonte: Indici Bloomberg/ICE, gennaio 2025

Ciò favorisce i processi d'investimento di stampo bottom-up che cercano di cogliere le opportunità di alfa a livello di settori ed emittenti o persino tra le obbligazioni di uno stesso emittente.

A uno sguardo più attento possiamo notare una dispersione anche a livello settoriale. Il settore auto dista 0,4 deviazioni standard dall'indice più ampio, mentre i settori banche, utilities e immobiliare sono tutti leggermente economici a circa 0,1 deviazioni standard (Figura 15). È chiaro che le società attive in questi settori presentano fondamentali diversi, che stando alle previsioni si evolveranno in modo differente, ma il fatto che gli spread IG quotano su livelli contenuti non significa che tutti i settori e tutti gli emittenti al loro interno siano ugualmente sopravvalutati (si vedano le Riflessioni sui settori).

Figura 15: G-spread settoriale (z-score settoriale vs. z-score dell'indice)



Fonte: Bloomberg, indici BofAML e Columbia Threadneedle Investments, gennaio 2025

Riflessioni sulla struttura del capitale

Un'altra fonte di alfa consiste nello sfruttare le differenze tra obbligazioni con diversi livelli di subordinazione (ossia lungo tutta la struttura del capitale). Ciò è più comune nel settore bancario, dove la regolamentazione impone agli istituti di prevedere diversi livelli di subordinazione delle obbligazioni. La maggior parte degli emittenti societari si limita a emettere obbligazioni senior non garantite, mentre le banche offrono obbligazioni senior privilegiate (SP), senior non privilegiate (SNP), subordinate e subordinate junior. Le probabilità di default e i tassi di recupero variano notevolmente da un livello all'altro.

Tra il 2016 e il 2023 il settore bancario ha costruito una fascia di debito "bail-inabile" o "ammesso al bail-in". In genere, si trattava di titoli SNP o debito senior di holding. Nell'arco di otto anni il settore ha aggiunto circa 650 miliardi di euro di questo tipo di obbligazioni alla struttura del capitale. Con l'accumulo di obbligazioni SNP si è verificato un effetto tecnico negativo dovuto alla quantità dell'offerta netta. La Figura 16 mostra come il rapporto tra lo spread del debito SNP e di quello SP si sia ridotto nel tempo, passando da 1,6x nel 2018 a 1,2x attualmente.

Figura 16: Coefficiente di spread lungo tutta la struttura del capitale

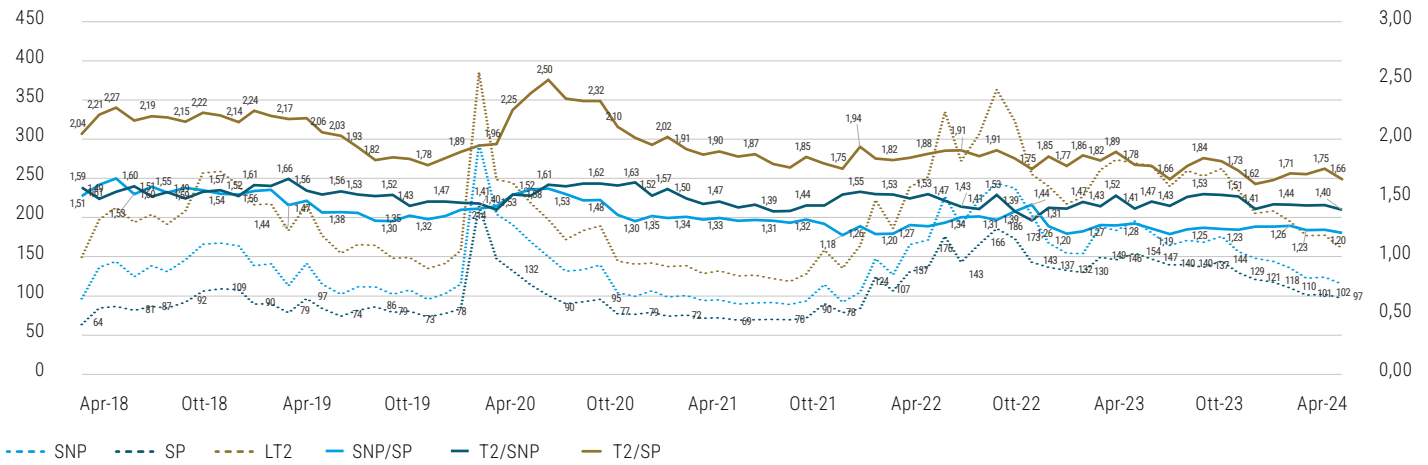
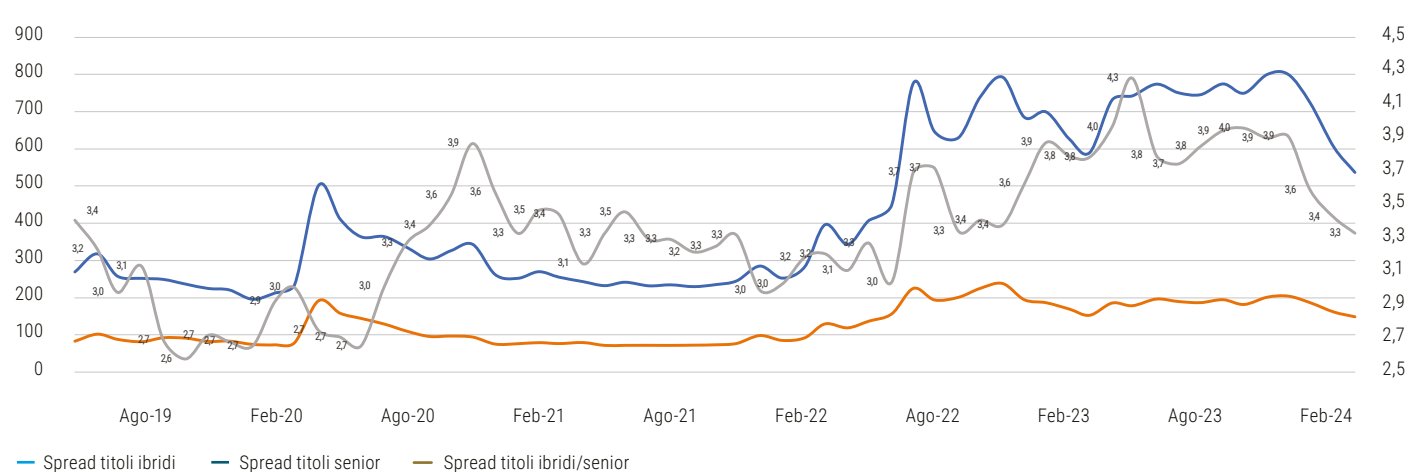


Figura 17: Rapporto tra gli spread delle obbligazioni ibride e quelli delle obbligazioni senior più simili



Riteniamo che le riserve finalizzate ai salvataggi siano ormai state create e che l'effetto tecnico negativo sia terminato. Ci aspettiamo pertanto che l'offerta netta a ogni livello del capitale risulti contenuta, ma che aumenti in linea con la crescita del PIL nominale.

Attualmente, riteniamo che sia il rapporto T2/SNP sia il rapporto SNP/SP si aggirino intorno al valore equo, pari rispettivamente a 1,5x e 1,2x. Ciò si riflette nella costruzione del nostro portafoglio.

Per quanto riguarda le obbligazioni societarie ibride, stimiamo il loro valore relativo osservando il rapporto tra il loro spread e quello delle obbligazioni senior. Durante il rally della seconda metà del 2023 questo coefficiente si è ridotto significativamente da 4,3 a 3,3. Ciò è dovuto al forte calo del compenso aggiuntivo richiesto dagli investitori per detenere credito societario subordinato (piuttosto che debito senior). Attualmente siamo tornati ai livelli visti l'ultima volta prima della pandemia di Covid-19 e del contesto di avversione al rischio di fine 2022 (cfr. Figura 17).

Riflessioni sui settori

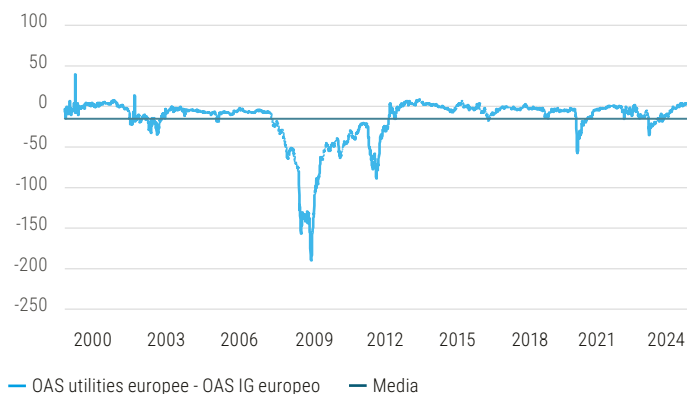
Utilities

In parte grazie alla regolamentazione, ma anche alle esigenze fondamentali della società, le aziende di servizi di pubblica utilità presentano utili più stabili e una migliore visibilità dei flussi di cassa rispetto alle imprese non regolamentate, il che le rende più difensive (meno cicliche). Di conseguenza, le utilities regolamentate tendono a sovraperformare l'indice generale nelle fasi di recessione. Gli investitori potrebbero nutrire minore fiducia verso gli utili di un'azienda di beni di lusso o verso il numero di auto nuove vendute in un periodo di recessione, ma è improbabile che la domanda di elettricità, acqua e gestione dei rifiuti subisca variazioni significative.

La Figura 18 mostra che gli spread delle utilities in EUR erano inferiori rispetto all'indice generale nel 2008-09, nel 2011, nel 2020 e all'inizio del 2023. È interessante notare che oggi queste società sono sottovalutate rispetto alle loro medie di lungo periodo se confrontate con l'indice più ampio. Più di recente, è probabile che la sottoperformance delle utilities sia stata determinata dalla maggiore spinta a investire nell'ambito della transizione energetica. Per finanziare gli investimenti, prevediamo che l'indebitamento lordo delle aziende europee di servizi di pubblica utilità aumenterà di circa il 40% da qui al 2030. Secondo le nostre stime, nell'arco di questo periodo il debito delle utilities passerà dal rappresentare il 10% circa dell'indice IG in euro ad una quota vicina al 12%. A titolo di compensazione, i regolatori europei hanno migliorato la qualità e la velocità con cui le utilities possono recuperare questi investimenti facendo leva sull'incremento del valore patrimoniale.

Ora che ci addentriamo in un periodo di crescita più bassa, politiche monetarie ancora restrittive e prospettive macro incerte, riteniamo che questo settore rappresenti un'opportunità interessante per rendere più difensivi i nostri fondi. Vogliamo investire negli emittenti giusti, ma pensiamo anche che abbia senso sovrappesare il settore.

Figura 18: Utilities in EUR meno indice in EUR



Fonte: Bloomberg, Indici BofAML e Columbia Threadneedle Investments, dicembre 2024.

Utilities in EUR = ICE BofA Euro Utilities. Indice in EUR = ICE BofA Euro Corporate OAS

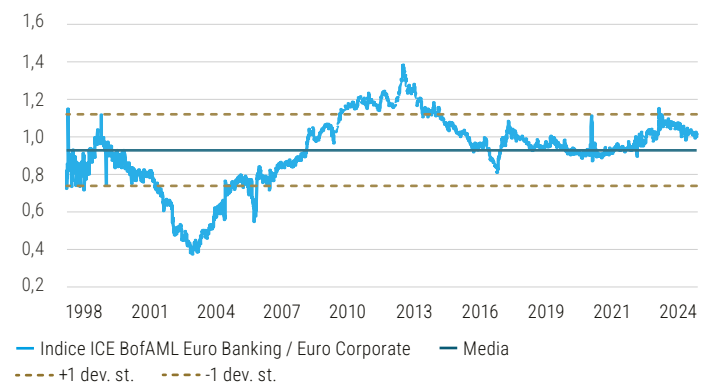
Obbligazioni bancarie senior

La Figura 19 mette a confronto le obbligazioni bancarie con le obbligazioni societarie senior con un rating analogo. Nel periodo 2022-23 le obbligazioni bancarie hanno sottoperformato l'indice EUR più ampio, penalizzate dai timori legati alle banche regionali statunitensi, al settore degli immobili commerciali e a Credit Suisse. Gli spread delle banche non

sono ancora tornati ai livelli visti nel 2020-21 e continuano a scambiare a sconto (0,5 deviazioni standard).

A nostro avviso questo rapporto presenta un margine di compressione residuo. Le banche sono tradizionalmente considerate un settore ciclico – orientato all'economia – ma riteniamo che in futuro le cose potrebbero cambiare. Attualmente il settore è più regolamentato, vanta una base patrimoniale più solida, una migliore qualità degli attivi e una redditività più elevata sostenuta da rendimenti più elevati. Sebbene le opportunità bottom-up siano sicuramente meno numerose rispetto al 2024, non mancano interessanti storie di miglioramento nei settori bancari di Germania, Irlanda, Grecia e Spagna.

Figura 19: Indici delle obbligazioni bancarie e societarie



Fonte: Bloomberg, Indici BofAML e Columbia Threadneedle Investments, dicembre 2024

Immobiliare

Con il raffreddamento dell'inflazione, la riduzione dei tassi d'interesse e il ritorno della liquidità sul mercato immobiliare nel 2024, diversi emittenti sono riusciti a rifinanziare le proprie obbligazioni e a dismettere attivi. Alcuni hanno annunciato che la loro strategia di riduzione della leva finanziaria è giunta al termine e che torneranno a concentrarsi sulla crescita. Grazie a questa distensione delle condizioni finanziarie per gli emittenti immobiliari IG, il settore immobiliare è stato il migliore del 2024 all'interno del segmento IG in euro e ha recuperato il suo rapporto storico con l'indice IG in euro più ampio (Figura 20). Di conseguenza, abbiamo realizzato i profitti sul nostro sovrappeso e abbiamo risalito lo spettro della qualità creditizia. Le opportunità idiosincriche non sono scomparse del tutto ma sono decisamente meno numerose.

In termini di fondamentali, gran parte dei settori immobiliari (ad eccezione dei centri dati e degli uffici) ha fatto registrare una normalizzazione dopo la pandemia. I tassi di occupazione sono rimasti stabili a fronte di un'offerta limitata dovuta ai vincoli edilizi. Gli aumenti degli affitti si sono riallineati ai livelli storici pre-pandemia, mentre l'inflazione dei costi si è ridotta. Ciò ha sostenuto i margini. I cash flow hanno risentito dell'aumento dei costi di finanziamento, che tuttavia le aziende hanno mitigato riducendo la leva finanziaria, soprattutto in Europa.

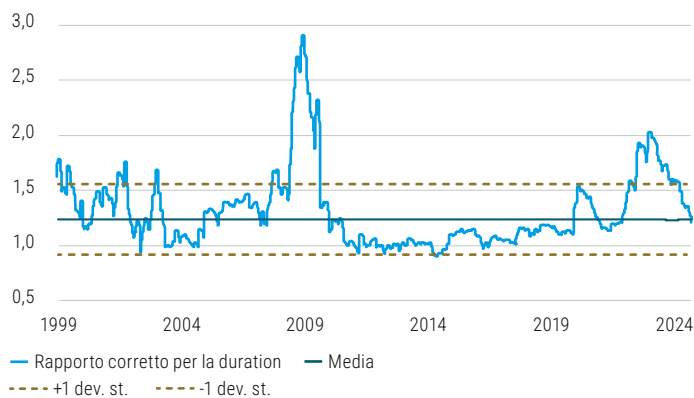
I bilanci hanno beneficiato della stabilizzazione delle valutazioni patrimoniali, mentre i canali di finanziamento del debito si sono riaperti ripristinando l'accesso ai mercati delle obbligazioni IG, high yield e persino ibride. Ciò ha portato a un miglioramento dei profili di liquidità e a un aumento degli attivi privi di gravami grazie al rifinanziamento di una serie di prestiti garantiti, accessi nel 2022-23 quando i mercati

erano di fatto chiusi all'emissione di obbligazioni non garantite. Il quarto trimestre del 2024 ha visto inoltre il debutto di un esiguo gruppo di emittenti immobiliari nel mercato IG in sterline e in euro, tra cui un REIT specializzato in uffici e un REIT specializzato in magazzini (un settore relativamente nuovo per chi investe nell'IG in euro).

Con il miglioramento dei bilanci e la stabilizzazione dei rapporti loan-to-value, l'attenzione si sta spostando sui coefficienti di copertura degli interessi prospettici in un contesto di tassi d'interesse più elevati. Il settore dovrà inoltre fare i conti con un imponente muro delle scadenze nel 2025-26.

Lasciatisi ormai alle spalle gli anni di riparazione dei bilanci nel settore immobiliare europeo, i team dirigenti hanno spostato la loro attenzione sulla crescita degli utili e stanno adottando approcci più favorevoli alle azioni. I piani pluriennali di investimento, i veicoli di investimento autonomi per la crescita esterna e il ripristino dei dividendi sono temi del 2024 che verranno ripresi anche nel 2025-26, soprattutto nel settore dei REIT quotati.

Figura 20: Spread settore immobiliare / IG in EUR (per unità di duration)



Fonte: Bloomberg, Indici BofAML e Columbia Threadneedle Investments, dicembre 2024

Auto

L'industria automobilistica mondiale è interessata da una trasformazione storica, dettata dal passaggio ai veicoli elettrici (EV) e, in particolare, ai veicoli elettrici a batteria (BEV). Su questa transizione incidono molti fattori, tra cui gli incentivi governativi, i cambiamenti normativi e la domanda dei consumatori. Tuttavia, gli incentivi governativi volti a promuovere l'adozione dei veicoli elettrici hanno turbato le dinamiche del libero mercato, rendendo difficile per le case automobilistiche con lunghi cicli di produzione pianificare in maniera efficace.

Il settore ha dovuto affrontare un panorama complesso, in cui una molteplicità di fattori influenza la traiettoria verso l'elettrificazione e le soluzioni di mobilità sostenibile. Ciò si è riflesso in parte nella sottoperformance degli spread dei crediti auto (Figura 21). Data la natura ciclica del settore, i team dirigenti hanno accumulato ampi saldi di cassa. Tuttavia, a nostro avviso, questa flessione è destinata a durare più a lungo di un normale ciclo a causa delle sfide di cui sopra.

Alla luce del previsto deterioramento dei fondamentali, gli spread del credito non sono abbastanza convenienti da indurci a sovrappesare il settore, e attualmente preferiamo restare su obbligazioni a più breve scadenza che beneficiano degli ampi saldi di cassa. Va inoltre rilevata la possibilità di ulteriori interventi governativi tesi ad alleviare le attuali tensioni.

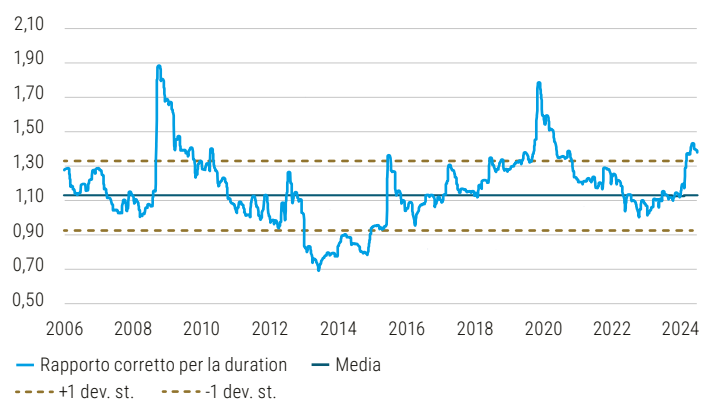
Le dinamiche di mercato variano notevolmente da regione a regione. Negli Stati Uniti, ad esempio, la continua evoluzione degli incentivi governativi e la volatilità dei prezzi decisi dai produttori di BEV, e in particolare da Tesla, hanno inciso sulla domanda di nuovi BEV e distrutto i valori residui. Di conseguenza, la crescita è stata trainata dalla domanda di veicoli elettrici ibridi plug-in (PHEV) e di veicoli elettrici ibridi (HEV). Ciò ha avvantaggiato Toyota, data la sua reticenza nei confronti dei BEV e la sua leadership nei segmenti PHEV ed HEV. Nei mercati emergenti, i BEV cinesi stanno diventando molto popolari e sono molto meno costosi delle alternative occidentali. Ciò rappresenta un rischio a breve termine passibile di minacciare quote di mercato essenziali in alcune aree del mondo considerate come future opportunità di crescita.

Le case automobilistiche storiche si trovano inoltre ad affrontare una sfida significativa sul fronte dell'evoluzione della tecnologia rispetto ai loro concorrenti più giovani e privi di gravami pregressi. In una recente intervista l'amministratore delegato di Ford, Jim Farley, ha detto che gli ultimi modelli Ford presentano 150 moduli diversi sviluppati da 150 aziende diverse, nessuno dei quali comunica con gli altri⁵. Questo crea molteplici livelli di complessità e costi che hanno appesantito le auto moderne. Gli OEM storici dovranno capire come sganciarsi da questa complessità per competere in maniera efficiente con la nuova concorrenza in termini di profili tecnologici e prezzi.

Le modalità di gestione del capitale presso le case automobilistiche giocano un ruolo determinante nell'affrontare queste sfide. Non a caso, abbiamo assistito a un aumento dei saldi di cassa in tutte le principali case automobilistiche mondiali.

In conclusione, il settore automobilistico mondiale va incontro a un panorama complesso, in cui una molteplicità di fattori influenza la traiettoria che porterà all'elettrificazione e alle soluzioni per la mobilità sostenibile.

Figura 21: Case automobilistiche europee/Indice IG



Fonte: Indici Bloomberg/ICE, gennaio 2025

5. Fully Charged Podcast, Episodio con Jim Farley, Amministratore delegato di Ford, giugno 2023

Il team Investment grade

Columbia Threadneedle Investments è orgogliosa del suo processo d'investimento rigoroso basato su una ricerca sul credito indipendente e di alta qualità. Ci affidiamo a un ampio ed esperto team di specialisti di settore dedicati all'IG che collabora facendo leva su oltre 20 anni di esperienza in media. Il nostro processo d'investimento prevede fin dall'inizio la gestione del rischio di ribasso, che è fondamentale in un'asset class asimmetrica.

Non esitate a contattarci in caso di commenti o domande sulle prospettive o se desiderate saperne di più sulle nostre opinioni o capacità.

Team di gestione di portafogli investment grade globale

Alasdair Ross, CFA, Gestore di portafoglio senior, Responsabile credito investment grade, EMEA

Christopher Hult, CFA, Gestore di portafoglio

Andrew Dewar, CFA, Gestore di portafoglio

John Dawson, CFA, Gestore di portafoglio

Tom Murphy, CFA, Gestore di portafoglio senior, Responsabile obbligazioni investment grade, USA

James Phillips, Analista di portafoglio

Royce Wilson, CFA, Gestore di portafoglio senior

Sarah Kendrick, Trader senior

James Lake, Trader

David Oliphant, Direttore esecutivo, Reddito fisso

Charlotte Finch, Analista dei portafogli clienti

Sarah McDougall, Analista dei portafogli clienti

21 anni di esperienza in media

12 professionisti

Team di ricerca investment grade

Todd Czachor, CFA, Analista senior e Responsabile ricerca investment grade globale Energia

David Morgan, CFA, Responsabile ricerca investment grade USA Sanità/Prodotti farmaceutici

Arabella Duckworth, Analista senior TMT, tabacco e beni di consumo non ciclici

Travis Flint, CFA, Analista Energia

Guillaume Langellier, CFA, Analista senior ABS, Immobiliare

Michael Laskin, Analista senior Beni di consumo

Nate Liddle, Analista senior TMT

Jake Lunness, Analista Cooperative edilizie e università

Tony Pederson, Analista Banche, assicurazioni e fintech

Rosalie Pinkney, CFA, Analista senior Banche e assicurazioni

Claire Robbs, CFA, Analista Industrie minero-metallurgiche, materiali edili, trasporti e prodotti chimici

Gregory Turnbull Schwartz, Analista senior Industria manifatturiera, trasporti, aerospazio/difesa

Paul Smillie, Analista senior Banche

Amelia Sugiarto, Analista Utilities europee e australiane

Mary Titler, CFA, Analista senior Utilities, Nord America

20 anni di esperienza in media

16 professionisti di ricerca

Fonte: Columbia Threadneedle Investments, al 31 dicembre 2024. Alcuni membri del team possono essere dipendenti di società affiliate che operano con il marchio Columbia Threadneedle Investment.

Contattaci

 columbiathreadneedle.com

 Seguiteci su LinkedIn

Per maggiori informazioni, visita columbiathreadneedle.it



Avvertenze

Esclusivamente ad uso di investitori professionali e/o di tipologie di investitori equivalenti nella propria giurisdizione (non utilizzare o trasmettere a clienti retail). Per scopi di marketing.

Questo documento viene distribuito unicamente a scopo informativo e non deve essere considerato rappresentativo di un particolare investimento. Non costituisce un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsivoglia titolo o altro strumento finanziario, né alla fornitura di servizi o consulenza in materia di investimenti. Investire comporta dei rischi, tra cui il rischio di perdita del capitale. Il capitale è a rischio. Il rischio di mercato può riguardare un singolo emittente, settore dell'economia, industria ovvero il mercato nel suo complesso. Il valore degli investimenti non è garantito e di conseguenza gli investitori potrebbero non recuperare l'importo originariamente investito. Gli investimenti internazionali comportano alcuni rischi e una certa volatilità in ragione della potenziale instabilità politica, economica o valutaria e di principi contabili e finanziari differenti. I titoli nominati nel presente documento sono forniti a scopo illustrativo, sono soggetti a variazioni e non vanno interpretati come una raccomandazione di acquisto o di vendita. I titoli esaminati potrebbero rivelarsi o meno redditizi. Le opinioni espresse sono valide alla data indicata, possono cambiare al mutare del contesto di mercato o di altre condizioni e possono differire da altre opinioni espresse da altre società consociate o affiliate di Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Le decisioni di investimento o gli investimenti effettivamente realizzati da Columbia Threadneedle e dalle sue affiliate, per conto proprio o per conto di clienti, possono non riflettere necessariamente le opinioni espresse. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una consulenza d'investimento e non tengono conto delle circostanze specifiche di ciascun investitore. Le decisioni di investimento dovrebbero essere sempre effettuate in funzione delle esigenze finanziarie, degli obiettivi, delle finalità, dell'orizzonte di investimento e della tolleranza al rischio di ciascun investitore. Le classi di attivi descritte potrebbero non essere idonee per tutti gli investitori. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e nessuna previsione deve essere considerata come una garanzia. Le informazioni e le opinioni fornite da terze parti sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non si rilascia alcuna garanzia in merito alla loro accuratezza e completezza. Il presente documento e i relativi contenuti non sono stati esaminati da alcuna autorità di regolamentazione.

Per l'Australia: pubblicato da Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited ["TIS"], ARBN 600 027 414. TIS è esente dall'obbligo di detenere una licenza per i servizi finanziari australiana ai sensi del Corporations Act 2001 (Cth) e fa affidamento sul Class Order 03/1102 in relazione ai servizi finanziari offerti ai clienti all'ingrosso australiani. Il presente documento può essere distribuito esclusivamente in Australia ai clienti all'ingrosso secondo quanto definito nella Sezione 761G del Corporations Act. TIS è regolamentata a Singapore (numero di iscrizione: 201101559W) dalla Monetary Authority of Singapore ai sensi del Securities and Futures Act (Chapter 289), che differisce dalle leggi australiane.

Per Singapore: pubblicato da Threadneedle Investments Singapore (Pte.) Limited, 3 Killiney Road, #07-07, Winsland House 1, Singapore 239519, regolamentata a Singapore dalla Monetary Authority of Singapore ai sensi del Securities and Futures Act (Chapter 289). Numero di iscrizione: 201101559W. Il presente documento non è stato esaminato dalla Monetary Authority of Singapore.

Per Hong Kong: pubblicato da Threadneedle Portfolio Services Hong Kong Limited 天利投资管理香港有限公司. Unit 3004, Two Exchange Square, 8 Connaught Place, Hong Kong, che ha ottenuto dalla Securities and Futures Commission ("SFC") la licenza a svolgere attività regolamentate di Tipo 1 (CE:AQA779). Registrata a Hong Kong ai sensi della Companies Ordinance (Chapter 622), numero di iscrizione 1173058.

Per il Giappone: pubblicato da Columbia Threadneedle Investments Japan Co., Ltd. Financial Instruments Business Operator, The Director-General of Kanto Local Finance Bureau (FIBO) numero 3281, membro della Japan Investment Advisers Association e della Type II Financial Instruments Firms Association.

Per il Regno Unito: pubblicato da Threadneedle Asset Management Limited, numero di iscrizione 573204, e/o Columbia Threadneedle Management Limited, numero di iscrizione 517895, entrambe registrate in Inghilterra e nel Galles e autorizzate e regolamentate nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority.

Per il SEE: pubblicato da Threadneedle Management Luxembourg S.A., registrata presso il Registre de Commerce et des Sociétés (Lussemburgo), numero di iscrizione B 110242, e/o Columbia Threadneedle Netherlands B.V., regolamentata dall'Autorità olandese per i mercati finanziari (AFM), numero di iscrizione 08068841.

Per la Svizzera: pubblicato da Threadneedle Portfolio Services AG, sede legale: Claridenstrasse 41, 8002 Zurigo, Svizzera.

Per il Medio Oriente: il presente documento è distribuito da Columbia Threadneedle Investments (ME) Limited, che è regolamentata dalla Dubai Financial Services Authority (DFSA).

Per i Distributori: il presente documento intende fornire ai distributori informazioni sui prodotti e i servizi del Gruppo e la sua ulteriore diffusione non è autorizzata. Per i Clienti istituzionali: le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono raccomandazioni finanziarie e sono riservate unicamente a soggetti con adeguate conoscenze in materia di investimenti e che soddisfano i criteri regolamentari per essere classificati come Clienti professionali o Controparti di mercato e nessun altro Soggetto è autorizzato a farvi affidamento.

Il presente documento potrebbe essere messo a disposizione del destinatario da una società affiliata facente parte del gruppo Columbia Threadneedle Investments: Columbia Threadneedle Management Limited nel Regno Unito; Columbia Threadneedle Netherlands B.V., regolamentata dall'Autorità olandese per i mercati finanziari (AFM), numero di iscrizione 08068841.

Columbia Threadneedle Investments è il marchio commerciale globale del gruppo di società di Columbia e Threadneedle.

columbiathreadneedle.com

CTEA7570712.1 | WF267428 (02/25)