

Valutazioni contenute e attese positive sugli utili rendono interessante l'azionario europeo

Nella sua strategia multi asset, Columbia Threadneedle punta su aziende avvantaggiate dallo scenario reflattivo e titoli *high yield* con bassa *duration*

di Valerio Magni

Columbia Threadneedle Investments è un Gruppo di asset management leader a livello globale che offre un'ampia gamma di strategie d'investimento a gestione attiva e soluzioni per clienti individuali, istituzionali e *corporate* in tutto il mondo. Con l'ausilio di oltre 2.000 collaboratori tra cui più di 450 professionisti nella gestione degli investimenti operanti nel Nord America, in Europa e Asia, la società gestisce un patrimonio pari a 395 miliardi di euro che copre azioni dei mercati sviluppati ed emergenti, reddito fisso, soluzioni multi asset e strumenti alternativi. Columbia Threadneedle Investments è la società di asset management appartenente al Gruppo Ameriprise Financial, Inc. (NYSE: AMP), uno dei principali fornitori statunitensi di servizi finanziari, tra le principali società di servizi finanziari al mondo. Tutti i dati al 31 marzo 2018

Mentre il segmento del reddito fisso rimane sempre poco interessante nella sua componente *core*, con qualche area ancora di interesse nell'ambito *high yield* o dei Paesi emergenti, il comparto azionario, soprattutto europeo, riserva ancora delle opportunità di investimento date le valutazioni contenute, aspettative di ulteriore incremento degli utili e uno scenario reflattivo che avvantaggia le aziende con costi fissi superiori rispetto ai costi variabili. MondoInvestor ne ha parlato con **Maya Bhandari**, gestore multi asset di Columbia Threadneedle Investments, in occasione della presentazione del Threadneedle (Lux) Global Multi Asset Income Fund.

Può spiegare brevemente la strategia del fondo?

Il fondo è di tipo multi asset globale e mira a distribuire una cedola annua pari ad almeno il 5%, mantenendo una volatilità sotto controllo. L'*income* che distribuiamo ha un limite massimo del 6%, perché vogliamo pagare solamente le cedole che riceviamo. Oltre a quella quota, i guadagni vanno a incrementare il capitale.

In che modo riuscite a generare questi rendimenti?

Abbiamo tre fonti di *income*: azioni, che possono rappresentare dal 40% al 60% del patrimonio del fondo, obbligazioni, con un *range* uguale a quello delle azioni, a cui aggiungiamo una strategia di *covered call writing* (vendita di opzioni *call*, ndr) per un ammontare tra lo 0% e il 30% degli asset del fondo. Ogni venerdì a metà mese, vendiamo le opzioni *call* per un ammontare che non vada oltre il 50% dell'esposizione complessiva azionaria.

In che modo state investendo ora?

Abbiamo una preferenza per l'azionario, dove vediamo una buona dinamica per quanto riguarda gli utili societari e dove l'ambiente reflazionistico è positivo. Le

valutazioni inoltre non sono economiche, ma sono coerenti con le aspettative in merito agli *earning*. Al contrario, non ci piacciono i *bond* governativi, dove troviamo degli eccessi: dato che le politiche di allentamento quantitativo durate dieci anni stanno venendo meno, sostituite dal restringimento monetario, e visto che il *bull market* che dura da 35 anni sta terminando, crediamo che il premio per il rischio offerto sia misero. A fine marzo, la nostra esposizione al *fixed income* era di poco superiore al 40%, con una *duration* molto contenuta, pari a 1,66. Dato il nostro obiettivo di contenimento della volatilità, ci interessa molto la qualità degli emittenti, pertanto abbiamo un'esposizione del 31% circa all'*high yield* europeo, un valore che è stato in precedenza pari anche al 47%. Le obbligazioni *high yield* europee hanno infatti una qualità migliore rispetto a quelle americane. Dal lato azionario, visto che ci piace l'ambiente reflazionistico, apprezziamo in particolare le azioni giapponesi, anche se nel fondo *income* non ne abbiamo quante ne vorremmo per la bassa generazione di *income*. Abbiamo bisogno di titoli di aziende con utili e dividendi che crescono più del 5% all'anno, pertanto siamo molto selettivi. Nel complesso, il contributo alla formazione della cedola è stato piuttosto simile da parte delle tre componenti del nostro portafoglio, anche se questo ovviamente cambia di mese in mese. Durante i primi mesi dell'anno, è aumentato il contributo alla formazione della cedola da parte della componente di vendita di opzioni, dato che all'aumento della volatilità aumenta anche il valore delle opzioni.

Non temete che la fine del Qe della Bce possa incidere sulle valutazioni dei titoli *high yield* europei?

Già il fatto che la nostra esposizione al set-

tore sia scesa nel corso del tempo testimonia la nostra preoccupazione. Tra il 2015 e i primi mesi del 2016, gli *spread* sull'*high yield* europeo si sono alzati notevolmente, come conseguenza del deterioramento della qualità dei titoli americani esposti al settore energetico, in seguito al crollo dei prezzi del petrolio. L'indice europeo degli *high yield* però ha una componente di titoli legati all'energia e al comparto minerario inferiore al 5%, pertanto abbiamo assistito a un puro effetto contagio e abbiamo potuto costruire un'esposizione al segmento delle obbligazioni ad alto rendimento beneficiando della compressione degli *spread* nei mesi successivi. A partire dal marzo dello scorso anno, abbiamo cominciato ad accumulare posizioni sull'*high yield* americano, dato che gli *spread* erano rimasti elevati e riflettevano ancora timori di *default* eccessivi, che nel comparto energetico erano già avvenuti. Man mano poi che i prezzi dell'energia si sono stabilizzati, abbiamo incrementato la nostra esposizione.

Quali altre operazioni avete effettuato nel segmento *fixed income*?

Ad agosto del 2017, abbiamo aperto una posizione del 3,6% del fondo in Titoli di Stato messicani, sostituita poi da un *bond* messicano in dollari con un miglior premio al rischio. A febbraio di quest'anno, abbiamo introdotto delle posizioni sul debito di Paesi emergenti tramite un nostro fondo interno, caratterizzato da bassa *duration* e un rendimento interessante.

Sono più interessanti i *bond* emergenti in valuta locale o forte?

Le valutazioni tra titoli in valuta locale e in valuta forte sono sempre state piuttosto scollegate, anche se negli ultimi mesi il *gap* nella valutazione è andato riducendosi. Nel fondo Global Multi Asset Income abbiamo ruotato le nostre posizioni da *local a hard currency*. In ogni caso non ci piacciono troppo le posizioni su *core fixed income*. Mi spiego. Il rendimento dell'obbligazionario dipende dallo *yield* iniziale e dalla direzione dei prezzi. Con rendimenti di partenza bassi, l'inizio del *tightening* delle Banche Centrali e l'inversione della tendenza ribassista pluriennale, i mercati sviluppati non ci sembrano interessanti. Quelli emergenti hanno sicuramente dati fondamentali migliori, tuttavia restiamo

piuttosto neutrali, visto il comportamento che hanno avuto durante il *taper tantrum*.

In Europa, i dati macroeconomici mostrano qualche segno di rallentamento, ma gli utili societari sono ancora piuttosto robusti. Cosa vi aspettate per i prossimi mesi?

In Europa, sono diminuiti i valori degli indici Pmi, che sono indici anticipatori che misurano l'ottimismo dei manager, e i giornalisti ne hanno parlato molto. Gli indici Pmi si trovavano a livelli elevati, non sostenibili, per cui era ovvio attendersi una discesa. Gli altri indicatori che monitoriamo sono tutti positivi, per cui non ci sono reali motivi per essere preoccupati. La maggior parte dei Paesi sta crescendo a tassi superiori rispetto alla media degli ultimi 10 anni. Per quel che riguarda gli utili societari, siamo ancora particolarmente positivi e sopra il *consensus*, per cui ci aspettiamo che gli *earnings* crescano tra il 10% e il 15% quest'anno, e tra l'8% e il 10% il prossimo anno. Alla base c'è una crescita economica di poco superiore al 2%, con un'inflazione all'1,5% circa. Le aziende europee hanno sofferto negli ultimi anni perché hanno una componente di *operation* rilevante, ovvero un rapporto elevato tra costi fissi e costi variabili, così come le aziende giapponesi o di alcuni Paesi asiatici. Le aziende statunitensi, più flessibili, sono invece state in grado di far crescere i margini più rapidamente in seguito alla crisi finanziaria. Nel momento in cui torna lo scenario reflattivo, tuttavia, i vantaggi si manifestano anche per le aziende con maggiori costi fissi. Se si guarda al *return on equity* e lo si mette in relazione al rapporto *price to book*, si può vedere che le aziende americane producono alti rendimenti e hanno valutazioni elevate. In Europa, con aspettative di redditività conservative, le valutazioni sono piuttosto contenute: con il processo di *releverage* che accelera, e utili in crescita, le valutazioni non ci sembrano eccessive.

Avete posizioni anche nel segmento immobiliare?

Ci piace particolarmente il segmento dell'immobiliare commerciale Uk, che ci permette di ottenere rendimenti stabili grazie a Reit liquidi. Ne abbiamo aggiunto uno esposto a questo settore, focalizzato su immobili al di fuori di Londra.