

# WEEKLY UPDATE

16 ottobre 2023



## I PRIVATE MARKETS NELL'ERA DEL RIALZO DEI TASSI DI INTERESSE

Il successo dei private markets, in evidente ascesa negli ultimi anni, è anzitutto ascrivibile al fatto che un crescente numero di investitori è disposto a sacrificare la liquidità degli strumenti finanziari in funzione di una maggiore redditività lucrabile su attività non trattate su alcun mercato regolamentato, ma in grado di offrire rendimenti potenzialmente superiori agli asset quotati nelle Borse, tipicamente azioni e obbligazioni, con un profilo di volatilità atteso maggiormente contenuto.

Come sempre accade in finanza, nel momento in cui si sviluppa una forte domanda, gli operatori sono capaci di adeguarsi tempestivamente con un'ampia offerta, dunque non deve affatto meravigliare l'aumento esponenziale di fondi e strumenti dedicati ai private markets che, a loro volta, alimentano un circolo virtuoso che si traduce in numeri e statistiche decisamente brillanti: basti solo pensare, da quanto risulta da un recente report a cura di McKinsey dedicato ai private markets, che la raccolta a livello globale ha superato i 1.200 miliardi di dollari.

Tale cifra ha contribuito a portare gli asset under management intorno ai 10.000 miliardi di dollari pur in un contesto in cui, come precisato dalla nota società di consulenza, *“il conflitto russo-ucraino, l'aumento dell'inflazione e dei tassi di interesse e le sfide delle catene di approvvigionamento e del mercato del lavoro hanno già fatto aumentare significativamente la volatilità”*.

DOCUMENTO A CURA  
DEL TEAM GESTIONE  
PRODOTTI AZIONARI,  
OBBLIGAZIONARI E  
SOLUZIONI DI  
INVESTIMENTO di  
Fideuram Asset  
Management SGR



FIDEURAM  
INTESA SANPAOLO  
PRIVATE BANKING  
Asset Management

Ciò detto, il trend interessante che sta sempre più emergendo è quello dell'allargamento della base di investitori nei private markets, tradizionalmente ad appannaggio degli istituzionali, anche agli investitori individuali; in tal senso, questo fenomeno appare particolarmente rilevante visto che gli investitori individuali detengono il 50% dei circa 275-295 mila miliardi di dollari di patrimonio globale in gestione. Secondo le stime di Bain&Co, mentre il capitale istituzionale destinato agli investimenti alternativi crescerà dell'8% all'anno nel prossimo decennio, la ricchezza individuale investita nel medesimo comparto dovrebbe aumentare di una percentuale prossima al 12%.

Attualmente, nel Vecchio Continente, si rilevano notevoli differenze a livello di singoli Paesi, con la Germania che ha la più alta percentuale di clienti retail investiti nei mercati privati, con una media del 12%; seguono il Benelux con l'11%, Francia e Svizzera con il 9% e quindi l'Italia con l'8%, mentre il Regno Unito funge da fanalino di coda con appena il 4% degli asset investiti nel settore privato.

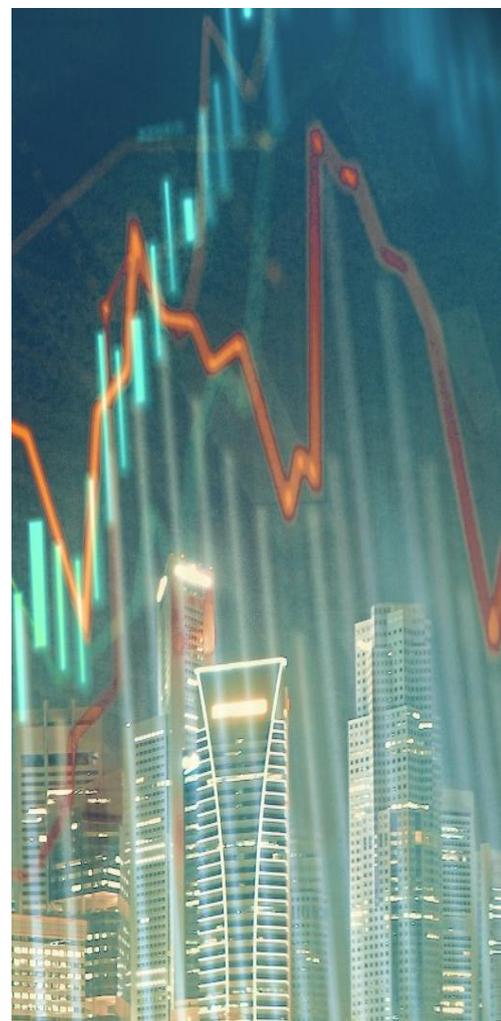
Nello specifico, per quanto concerne il Bel Paese, un report dell'Osservatorio sui Family Office del Politecnico di Milano evidenzia come *“le famiglie imprenditoriali italiane sentono sempre più l'esigenza di investire la nuova liquidità proveniente dalla cessione delle rispettive aziende e sempre più spesso ricorrono alla soluzione verso la quale si sentono più portati, ossia l'investimento nelle imprese sia direttamente che tramite fondi: il che ha contribuito a fare dell'Italia uno dei mercati più ambiti per i player globali del private capital”*.

La questione di fondo, di conseguenza, diventa: come mai i private markets rimangono fortemente appetiti in un mondo caratterizzato ormai da tassi d'interesse (strutturalmente) crescenti ?

La risposta non è univoca ma deve essere articolata in diversi passaggi sequenziali: anzitutto, una decade di politiche monetarie molto accomodanti ha scatenato un vero e proprio boom nei private markets, con fondi pensione e istituzionali alla disperata caccia di rendimenti all'indomani della crisi finanziaria globale del biennio 2007-2009: al punto che i tre maggiori big del settore (Apollo, Blackstone e KKR) ormai gestiscono complessivamente più di 2 trilioni di dollari in asset ( dai 187 miliardi del 2008 ).

Per gli investitori, dunque, il fascino dei private markets è intatto nonostante le varie tensioni a livello di congiuntura economica internazionale e, anzi, secondo un sondaggio di Blackrock, il 43% degli investitori istituzionali sta pianificando una sostanziale revisione della propria *allocation* assegnando maggior peso ai private markets.

Tuttavia, queste aspettative di crescita delle allocazioni si sono confrontate negli ultimi 12-18 mesi con un contesto di mercato complesso anche per gli investitori istituzionali, contraddistinto da tematiche quali l'effetto “denominatore” ed il rallentamento del mercato M&A che ha implicato minori distribuzioni da parte dei fondi



e quindi minore disponibilità di liquidità per gli investitori da essere reinvestita. Pertanto, è ragionevole attendersi che il trend di crescita proseguirà, sebbene presumibilmente ad un ritmo inferiore rispetto a quello degli ultimi anni.

Inoltre, nel contesto odierno caratterizzato da un maggiore costo e minore disponibilità di leva finanziaria, che storicamente è stata una dei *driver* di rendimento nel private equity, vi è una sempre maggiore attenzione da parte degli operatori da un lato ad una attenta valutazione dei fondamentali in fase di acquisizione e dall'altro alla capacità di creazione di valore nelle società partecipate, sostenendone la crescita e migliorandone la profittabilità. Questa leva sarà cruciale per conseguire rendimenti attraenti nel prossimo ciclo di mercato, ancora più che nel recente passato.

Similmente, da quando le banche tradizionali sono diventate più restie nel concedere prestiti, il *private debt* è emerso di prepotenza in qualità di mercato capace di "tamponare" il fabbisogno di debito, pure con la benedizione degli organi di controllo e delle banche centrali, sempre molto ben disposti quando si tratta di arginare il "rischio depositi" con una diversificazione dei finanziamenti spalmata su società private e investitori sofisticati; da un punto di vista strettamente storico, come facilmente intuibile, il boom è legato soprattutto all'evoluzione registrata dal mercato del credito negli ultimi anni, laddove la stretta regolamentare introdotta da molte banche centrali dopo la crisi del 2008 ha fisiologicamente ristretto l'offerta di finanziamenti alle aziende: per di più, fattore decisivo quanto ad appetibilità, il *private debt* utilizza tipicamente tassi variabili, il che lo rende una panacea in un'epoca storica che ha definitivamente archiviato le politiche economico-monetarie fondate sulla strategia "tassi zero".

Non è un caso, dunque, che il 90% degli investitori istituzionali intervistati in un sondaggio Prequin abbia dichiarato che il debito privato ha "soddisfatto o superato le aspettative" e il 51% si dica propenso ad incrementare la propria allocazione sullo specifico segmento: anche perché nei soli primi sei mesi del 2023 l'indice CDLI (*Cliffwater Direct Lending Index*) ha guadagnato il 5.6% confermando di fatto la bontà della statistica per cui il *direct lending* ha vinto il confronto con i prestiti a leva o ad alto rendimento quotati paragonabili per rischio emittente in 13 degli ultimi 18 anni.

In pratica, come sottolineato da Ken Kencel (Ceo di Churchill, società specializzata nel private capital negli Usa), "*gli investitori si sono resi conto che attraverso il private debt si possono ottenere rendimenti non solo superiori ma anche molto meno volatili*" e, paradossalmente, la crisi bancaria d'oltreoceano innescata dal caso Silicon Valley ha ulteriormente stuzzicato l'appetito degli investitori in questa direzione: anche in Europa, ovviamente, dove già in Germania e in Inghilterra il 60-70% delle operazioni sono finanziate attraverso questo canale, mentre "*in Italia appena un terzo delle operazioni sfugge alle banche tradizionali, che storicamente hanno una presenza molto forte soprattutto a livello locale, anche se il ritmo di crescita e di penetrazione del debito privato è ormai molto elevato*".



## L'ANDAMENTO DEI MERCATI

Seconda settimana di ottobre iniziata sotto il segno del conflitto israelo-palestinese, con l'azionario asiatico contrastato (nella mattinata di lunedì 9) e contrattazioni sospese alla Borsa di Hong Kong a causa dell'allarme lanciato dalle autorità per il passaggio del tifone Koinu; peraltro, che la nuova ottava si aprisse all'insegna dell'incertezza era dato per scontato in quanto già la borsa di Tel Aviv, aperta nel giorno di domenica, era arrivata a cedere fino al 7%, esplicitando *in toto* la gravità di quanto occorso a seguito dell'attacco di Hamas (con tanto di vittime e ostaggi), dunque nessuna sorpresa per la totale avversione al rischio esplosa sui mercati che ha indotto trader e investitori ad andare subito a caccia di *safe asset* (asset sicuri).

Conseguentemente, sono scattati a raffica acquisti su bond, oro e, ovviamente, il petrolio ne ha tratto immediato vantaggio con quotazioni in rialzo ben oltre il 4%; in seguito, l'ufficializzazione dello stato di guerra tra i due contendenti del Medio Oriente ha alimentato subito le prime riflessioni degli economisti circa l'effetto che gli alti tassi di interesse potrebbero avere su un PIL (USA) reso ora più vulnerabile da un outlook prospettico più incerto: non a caso, il mercato dei derivati sui tassi si è affrettato, tra lunedì e martedì, a dare segnali più distensivi in merito alle decisioni di politica monetaria della FED attese nella prossima riunione di novembre e, in effetti, dal *CME FedWatch Tool* emergeva che i mercati stavano prezzando un nulla di fatto nel prossimo meeting della banca centrale americana con una probabilità dell'86%, decisamente superiore al 73% che risultava venerdì 6 ottobre.

In tale contesto generale, nondimeno, è arrivata sicuramente come musica gradita alle orecchie della comunità finanziaria internazionale la fresca previsione del Fondo Monetario Internazionale (*World Economic Outlook*) che ha rivisto al rialzo la crescita degli Stati Uniti per il 2023, portandola al 2.1%: pur all'interno di uno scenario globale, come precisato da K. Georgieva (direttrice del FMI), in cui *“la priorità è combattere l'inflazione, ragion per cui i tassi devono rimanere più alti più a lungo ed è fondamentale perciò evitare un allentamento prematuro della politica monetaria”*.

I banchieri centrali americani, a loro volta, hanno continuato ad esternare le loro riflessioni con toni e modalità tutt'altro che univoche; Bowman, senza usare mezzi termini, ha ribadito che *“l'inflazione continua ad essere troppo elevata, dunque mi aspetto che sarà probabilmente opportuno che il Comitato aumenti ulteriormente i tassi e li mantenga a un livello restrittivo per un po' di tempo; vedo un rischio continuo legato agli elevati prezzi dell'energia”*, mentre Logan, pur riconoscendo che l'aumento dei rendimenti dei Treasury a lungo termine potrebbe contribuire a raffreddare l'economia, riducendo la necessità di un ulteriore inasprimento della politica monetaria, d'altra parte ha puntualizzato che *“con l'inflazione troppo alta, il mercato del*



*lavoro ancora molto forte e l'occupazione che sta superando le aspettative avremo bisogno di condizioni finanziarie restrittive continue per riportare tempestivamente l'inflazione al 2%".*

Con toni decisamente più prudentiali e concilianti, poi, Jefferson ha richiamato l'attenzione sulla necessità, ora più mai, di un approccio equilibrato, alla luce del fatto che *"dobbiamo saper bilanciare il rischio di non aver alzato abbastanza i tassi con quello di essere stati troppo restrittivi, dunque è necessario procedere con estrema attenzione"* e, similmente, gli ha fatto eco Mary Daly ricordando che *"possiamo mantenere i tassi stabili e lasciare che gli effetti della politica continuino a funzionare e se le condizioni finanziarie, notevolmente inasprite negli ultimi 90 giorni, restano tese, la necessità di intraprendere ulteriori azioni diminuirà"* (e la tensione si respira senz'altro nel mondo del venture capital da cui, dopo il non esaltante debutto dell' IPO Arm, si è levato l'accorato invito alle *start-up* a differire eventuali piani di richiesta di quotazione in Borsa, almeno sino a quando l'outlook prospettico non sembri manifestamente più sereno).

I verbali della FED rilasciati mercoledì 11, peraltro, hanno certificato che *"la maggior parte dei partecipanti (del Fomc ritiene appropriato un altro rialzo dei tassi in futuro. Alcuni esponenti hanno tuttavia detto di credere che nessun'altra stretta monetaria sia giustificata"* e i dati sull' US CPI rilasciati poi giovedì 12 hanno confermato un'accelerazione dell'inflazione core in settembre (al 4.1% su base annua) guidata dai prezzi dei servizi, in un contesto in cui il calo molto rapido dell'inflazione totale si è interrotto a partire da giugno, in ragione dell'impatto del recente aumento dei prezzi energetici.

Nello specifico, sono di nuovo saliti i prezzi degli affitti, dei viaggi (e alberghi) e il resto dei prezzi dei servizi è salito ai massimi dal dicembre 2022, ragion per cui, pur a fronte del quarto calo consecutivo rilevato nel mercato delle auto usate, il rischio di un ulteriore rialzo della FED (non tanto nella prossima riunione di inizio novembre, quanto in quella di metà dicembre) rimane a nostro avviso decisamente non trascurabile.

Venerdì 13, nel mentre, gli investitori hanno finalmente potuto deliziarsi per le prime trimestrali di tre colossi bancari (JpMorgan, Citigroup e Wells Fargo), in grande crescita per utili e fatturato, anche se non ha lasciato indifferenti il commento sibillino del Ceo di JPMorgan (Dimon), secondo il quale *"questo potrebbe essere il momento più pericoloso che il mondo abbia mai visto negli ultimi decenni"*.

Nel Vecchio Continente è stata accolta positivamente la notizia del rimbalzo degli ordini delle fabbriche tedesche, nella speranza che sia in corso un processo di normalizzazione e stabilizzazione della dinamica congiunturale, ma anche ai piani alti dell'Eurotower di Francorte non vi è molta convergenza circa la gestione della politica



monetaria nell'eurozona; mentre Centeno e Villeroy si dicono convinti che *“il ciclo dei tassi può ormai considerarsi concluso e non c'è più motivo di alzarli”*, Holzmann e de Guindos prediligono *“la necessità di un approccio dipendente dai dati”*, precisando che *“sono possibili ulteriori rialzi se emergono nuovi shock”*: per non dire della Bundesbank, la cui presidente (Claudia Buch) ha lanciato qualche allarmistico proclama sottolineando che *“i rischi di credito e liquidità potrebbero aumentare”*.

I saldi settimanali dei principali listini azionari hanno complessivamente retto bene l'urto del dato sull'inflazione USA, con l'S&P 500 comodamente oltre 4300, l'Eurostoxx 600 in recupero di 450 e il Topix di nuovo scattante sopra 2300, a fronte di uno Shanghai Composite in lieve flessione, ma pur sempre oltre la soglia 3000 (e con la prospettiva di un nuovo lancio di stimoli governativi per sostenere la crescita).

Universo obbligazionario tendenzialmente *“lateralizzante”*, con rendimenti decennali governativi inchiodati nello stretto range 4.5%-4.75% (americani) e 2.7%-2.9% (tedeschi), a fronte di un buon recupero dello spread Btp-Bund, sovente intorno ai 195 punti base (poi di nuovo oltre i 200 pb in chiusura di ottava).

Moneta unica in lieve recupero con massimo a 1.0640, con yen sempre in area 150 e sterlina al test di 1.22, a seguito di un rinnovato interesse sul dollaro su inatteso US CPI in ascesa.

In tema di commodities, il petrolio ha registrato un massimo settimanale oltre gli 87 dollari ma, a livello mediatico, nel corso della settimana ha fatto scalpore l'acquisto di Pioneer Natural Resources da parte del colosso energetico Exxon per la cifra record di 60 miliardi di dollari, mentre la Segretaria al Tesoro USA (Yellen), a livello governativo, ha tenuto a precisare di valutare in concreto un'azione per contrastare l'elusione del *price cap* sul petrolio russo, secondo quanto stabilito dal G7.



## DISCLAIMER

*Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.*

*Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.*

*Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.*

*Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.*

*I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.*

*Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.*

*Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.*

*La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.*