



Il contributo dei private market per affrontare l'aumento delle aspettative inflazionistiche

it.allianzgi.com

Agosto 2021



Emmanuel Deblanc
Head of Private
Markets

Molti osservatori si aspettano che il recente aumento dell'inflazione sia di carattere transitorio, ma che una tendenza deflazionistica a più lungo termine, o un aumento delle aspettative d'inflazione, non siano da escludere. A fronte di questo scenario, le tipologie d'investimento nei private market presentano una serie di caratteristiche che potrebbero aiutare gli investitori a proteggersi, e persino a trarre vantaggio, da un eventuale rialzo prolungato dell'inflazione.

Il ritorno dell'inflazione pone gli investitori dinanzi ad una sfida. Alla ricerca del rendimento si aggiunge la necessità di protezione dalle tendenze inflazionistiche. Diverse strategie presenti nell'universo dei private market sembrano ben posizionate per fornire questo tipo di copertura, e potrebbero addirittura trarre vantaggio dal perdurare di un'inflazione al rialzo. Inoltre, le loro caratteristiche in termini di diffusione a livello geografico possono aiutare gli investitori a diversificare tra economie poste in fasi diverse del ciclo inflazionistico e caratterizzate da politiche monetarie differenti. Benché talune strategie dei private market siano a tasso fisso con duration lunga, non è detto che queste sottoperformino in un contesto inflazionistico se l'inflazione reale non supera le aspettative del mercato riguardo all'inflazione.

I private market sono adatti per affrontare contesti inflazionistici diversi

Dopo la crisi finanziaria del 2007-2008, l'economia si è attestata su livelli di bassa inflazione e crescita contenuta. Ma recentemente, lo stimolo monetario e fiscale prodotto nell'ambito della risposta fornita dai governi alla pandemia di Covid-19 ha coinciso con un risveglio delle economie.

Messaggi principali

- Le tipologie d'investimento che rientrano nell'ambito dei private market presentano una serie di coperture intrinseche nel caso in cui il recente aumento dell'inflazione diventi una tendenza a lungo termine.
- L'inflazione all'interno del previsto range del 2%-3% dovrebbe essere facilmente assorbita da molte strategie dei private market, poiché questi livelli sono già incorporati nelle ipotesi di prezzo, e potrebbero persino offrire delle opportunità.
- Le strutture in cui investono le strategie dei private market sono spesso meno colpite dall'inflazione e possono persino ottenere benefici in un contesto inflazionistico.
- Il focus specifico su emittenti e società che vantano una comprovata esperienza nella gestione di precedenti periodi d'inflazione dovrebbe rivelarsi favorevole per gli investitori.

Il rilascio del risparmio "tenuto a freno" si è scontrato con i problemi sul lato dell'offerta e la carenza di forza lavoro, ponendo l'inflazione di nuovo prepotentemente all'ordine del giorno. Ma questo contesto durerà? Ci sono due punti di vista generali:

- L'opinione corrente del mercato è che questa impennata dell'inflazione sia di natura transitoria e che il rischio di un'inflazione duratura sia piuttosto contenuto. Secondo questo punto di vista, gli effetti delle cause alla base dell'ultimo rimbalzo inflazionistico dovrebbero attenuarsi in uno scenario che vede il «riavvio» delle economie mondiali, il ritorno al lavoro da parte delle persone e la soluzione dei problemi legati alle catene di fornitura.
- Sul fronte opposto c'è invece chi sostiene che il rischio d'inflazione a medio termine sia sottovalutato dai mercati. L'inflazione potrebbe sorprendere al rialzo per un periodo più lungo, anche se i numeri effettivi dell'inflazione su base annua raggiungono il picco quest'anno. A mantenere l'inflazione più alta potrebbero contribuire alcune forze strutturali, tra cui variazioni significative nella politica monetaria delle principali banche centrali, cambiamenti nella forza lavoro e la deglobalizzazione in atto.

Indipendentemente dal punto di vista prevalente, le strategie nell'universo dei private market possono rappresentare validi strumenti per affrontare qualsiasi fluttuazione, e una generale tendenza deflazionistica potrebbe offrire delle opportunità per queste asset class. Questo documento approfondisce come i vari segmenti all'interno dei private market possono beneficiare di un aumento dell'inflazione.

Un contesto inflazionistico è, in linea di principio, positivo per il credito e i titoli azionari nelle fasi iniziali, ma al perdurare degli incrementi dei tassi potrebbe corrispondere un aumento dei tassi di insolvenza. I settori di matrice infrastrutturale, a cui spesso è possibile accedere attraverso i private market, spesso sono caratterizzati da un rischio di insolvenza inferiore. Inoltre, uno dei chiari punti di forza del private debt risiede nel fatto che, normalmente, gode di un trattamento preferenziale in caso di default, nonché tassi di recupero più alti, rispetto al debito tradizionale. È opportuno sottolineare, tuttavia, che non ci aspettiamo un'impennata significativa delle insolvenze, poiché molte imprese a più alto rischio hanno utilizzato il contesto di tassi di interesse storicamente bassi per rinegoziare le scadenze del debito.

Come le strategie nei private market possono trasformare l'inflazione in opportunità

L'universo dei private market è vasto ed ogni componente ha caratteristiche specifiche che rispondono in modo diverso all'inflazione. È possibile distinguere alcuni segmenti principali:

- Private equity
- Credito privato europeo
- Credito privato USA
- Credito privato Asia
- Trade finance
- Debito infrastrutturale
- Equity infrastrutturale

Private equity: il focus è sulle aziende sottostanti.

Il mantenimento dell'inflazione all'interno del range previsto tra il 2% e il 3% (che è comunque bassa in un contesto storico), dovrebbe avere un impatto contenuto sulle strategie di Private Equity (PE). È verosimile ritenere che un eventuale incremento dell'inflazione nel tempo spinga i costi di finanziamento verso l'alto e probabilmente determini un calo nei multipli delle transazioni. Tuttavia, finché l'inflazione rimane all'interno del range previsto, eventuali impatti sui prezzi potrebbero rivelarsi trascurabili.

La minaccia di una ripresa dell'inflazione ha già determinato una maggiore volatilità delle quotazioni azionarie. Qualora la riduzione dei prezzi delle transazioni sopra descritta dovesse verificarsi, gli investimenti di PE realizzati a multipli più alti risentirebbero della contrazione quando la posizione viene chiusa. Tuttavia, potendo gestire attivamente le società in portafoglio (accrescendone il valore attraverso una migliore gestione, operazioni di fusione ed acquisizione, espansione geografica o di altra natura) nonché le tempistiche di chiusura delle posizioni, i gestori di fondi di PE dispongono di strumenti per contribuire a mitigare eventuali impatti negativi.

Il quesito di maggiore rilievo è se un aumento dell'inflazione possa innescare una tendenza recessiva più ampia. Uno sviluppo di questo tipo potrebbe avere un impatto sul prezzo delle transazioni, in quanto la sottoscrizione diventerebbe più problematica, con il rischio di una riduzione dei finanziamenti destinati alle operazioni. Inoltre, l'eventuale presenza prolungata delle società nel portafoglio, dovuta al ritardo nella chiusura delle posizioni da parte dei gestori, potrebbe ostacolare la capacità dei gestori di fondi di reperire nuovi fondi. Entrambe tali tendenze potrebbero determinare una dinamica più lenta degli impieghi di private equity. Tale fenomeno tuttavia non dovrebbe rivelarsi significativo qualora l'inflazione rimanga nel range previsto.

- Tra i settori che potrebbero soffrire in presenza di un'inflazione più alta rientrano i settori industriali e manifatturieri, che risentirebbero di prezzi di produzione più elevati. Tuttavia, orientarsi verso realtà leader di settore potrebbe contribuire a contenere l'impatto dell'inflazione sulla performance operativa.
- Tra i settori che potrebbero invece beneficiare di una maggiore inflazione figurano la tecnologia e la sanità. Le aziende produttrici di software, ad esempio, potrebbero essere in grado di aumentare i prezzi più facilmente. Allo stesso modo, è verosimile attendersi che settori come l'istruzione e la sanità nei mercati emergenti beneficino di solidi trend di lungo periodo.

A prescindere dal settore, il modello di business delle aziende sottostanti ricopre un ruolo centrale e l'elemento fondamentale è puntare su realtà ben gestite, i cui manager vantino una comprovata esperienza e capacità nell'affrontare con successo precedenti periodi di inflazione e recessione.

Credito privato europeo: la protezione offerta dalla struttura a tasso variabile

Nell'ambito del credito privato (vale a dire, i finanziamenti aziendali extra bancari non accessibili attraverso i mercati tradizionali), il ritorno ad un contesto maggiormente inflazionistico potrebbe rappresentare un'opportunità per gli asset manager che hanno selezionato società solide caratterizzate da strutture patrimoniali non eccessivamente sotto pressione.

L'investimento nel private debt corporate offre anche maggiore copertura rispetto agli strumenti di debito corporate tradizionali. Questo tipo di investimento normalmente è strutturato con titoli floating-rate, ovvero a tasso d'interesse variabile. Pertanto, offre protezione in presenza di un contesto caratterizzato da tassi e inflazione in rialzo. Inoltre, la duration di ciascun investimento è normalmente più breve rispetto a titoli equivalenti dei mercati tradizionali, consentendo ai gestori di rispondere all'inflazione in modo più proattivo. Infine, i livelli assoluti di rendimento sono tipicamente più alti, fornendo un ulteriore cuscinetto.

A livello micro, gli interessi passivi sono normalmente coperti dall'azienda finanziata all'inizio dell'operazione, rendendo pertanto gestibili gli oneri per interessi. Un'impennata dei salari e dei prezzi delle materie prime potrebbe esercitare una certa pressione sugli utili nel breve termine, in particolare per quelle aziende già sotto pressione a livello finanziario. Se l'inflazione persiste, le aziende che vantano una solida posizione di mercato dovrebbero essere in grado di trasferire l'aumento dei costi ai loro clienti. Da questo punto di vista, l'inflazione potrebbe comportare una maggiore differenziazione tra le aziende con un posizionamento forte e quelle con un posizionamento debole.

Infine, la natura buy-and-hold degli asset di credito privato li rende meno volatili. È probabile che il numero di venditori forzati nel mercato del debito privato sia inferiore rispetto a quello che si verificherebbe nei mercati tradizionali, in caso, ad esempio, di rialzo dei tassi d'interesse.

Credito privato USA: focus su credito high yield con duration breve

Ci aspettiamo che, in risposta all'inflazione, i prestiti societari high yield di emittenti statunitensi si comportino in modo analogo agli strumenti equivalenti quotati nei mercati tradizionali.

L'attuale aumento dell'inflazione è stato in gran parte determinato da carenza di forza lavoro e strozzature dal lato dell'offerta. Benché questi problemi dovrebbero attenuarsi nel corso del prossimo anno, riteniamo che l'inflazione sia destinata a perdurare oltre l'attuale periodo di ripresa, in quanto la continua disponibilità di capitale privato spingerà probabilmente al rialzo la maggior parte dei prezzi dei fattori produttivi e degli asset. Queste pressioni inflazionistiche si riveleranno probabilmente più pronunciate negli Stati Uniti che in Europa, dove sono state compensate da un maggiore stimolo fiscale.

Nel caso di rating investment grade, il rialzo dell'inflazione e dei tassi d'interesse alla fine comporterà una riduzione dei prezzi delle obbligazioni con duration più lunga. Nel contempo, i prestiti high yield beneficeranno della loro duration più breve, ma c'è il rischio che le aziende fortemente indebitate si trovino ad affrontare un aumento dei costi di produzione che potrebbero non riuscire a trasferire ai clienti con la necessaria rapidità. Gli investimenti con una duration più corta in linea generale

sembrerebbero più attraenti in presenza di inflazione elevata. Qualora siano necessari cash flow a più lunga scadenza, i settori in grado di controllare meglio i costi dei fattori produttivi, o i business ad elevata marginalità e maggiore capacità di assorbire le pressioni inflazionistiche, risultano meglio posizionati.

Credito privato Asia: le economie all'infuori della Cina potrebbero rafforzarsi

La Cina è stato il primo paese a riaprire dopo la pandemia di Covid-19 e l'aumento dei costi delle materie prime importate ha spinto l'inflazione dei prodotti in uscita dalle fabbriche ai livelli più alti dal 2008. La Cina dagli anni '90 ha esercitato un'influenza deflazionistica sui prezzi al consumo a livello globale. Ma i margini contenuti, unitamente a questo rialzo dei costi e all'aumento della domanda di esportazioni, potrebbero far salire i prezzi proprio nel momento in cui l'inflazione comincia ad aumentare negli Stati Uniti e in altre economie in riapertura grazie ai progressi nelle campagne di vaccinazione. Ad accentuare ulteriormente questa tendenza contribuiscono le strozzature nelle supply chain in altri mercati emergenti, che ci aspettiamo determineranno le dinamiche inflazionistiche nel breve termine.

Mentre in alcuni settori le tendenze legate agli scambi commerciali e alle catene di fornitura potrebbero causare un aumento delle pressioni inflazionistiche, le economie asiatiche all'infuori della Cina, come India, Vietnam, Bangladesh e Filippine, dovrebbero beneficiare del trasferimento delle supply chain da parte delle aziende. Ciò dovrebbe alimentare ulteriormente la crescita economica in questi Paesi, per effetto dello sviluppo dell'ecosistema alla base delle supply chain stesse. Di conseguenza, nell'ambito della regione asiatica, i settori al centro di questa evoluzione dovrebbero essere ben posizionati. Tra questi figurano telecomunicazioni, energia pulita, logistica e packaging.

È verosimile prevedere che anche i business legati ai trend che accompagneranno la crescita economica in questi Paesi (come ad esempio l'urbanizzazione e l'adozione della tecnologia) presentino delle opportunità all'interno della regione asiatica. Alcuni esempi sono i beni di consumo, la sanità e i prodotti farmaceutici.

Trade finance: la duration breve offrirà supporto

Il segmento della trade finance consiste in strumenti finanziari creati intorno a finanziamenti del capitale circolante al fine di facilitare gli scambi commerciali. Si registra già una carenza strutturale di trade finance a livello mondiale, e un'economia caratterizzata da una crescita rapida peggiorerà la situazione, ma allo stesso tempo migliorerà potenzialmente i rendimenti degli investitori. Poiché gli strumenti di trade finance hanno tipicamente duration molto brevi (circa 90-180 giorni), l'impatto dell'aumento dei tassi sarebbe probabilmente minimo. Inoltre, man mano che le passività vengono estinte, nuove operazioni possono essere finanziate a tassi più alti. Questo significa che il ritardo tra l'aumento dei tassi e la possibilità per gli investitori di realizzare rendimenti più elevati dovrebbe essere breve.

Se l'inflazione rientra nel quadro di una più ampia tendenza reflazionistica globale, a beneficiarne saranno anche i fondamentali del rischio di credito sottostante, con un probabile aumento anche dell'offerta di operazioni di trade finance disponibili. La spread duration breve riduce inoltre la volatilità rispetto agli asset a più lunga scadenza.

Debito infrastrutturale: la regolamentazione forte fornisce un livello di protezione ulteriore

Il debito infrastrutturale comprende strumenti di debito societario che forniscono la parte più rilevante dei finanziamenti per la maggior parte dei progetti infrastrutturali. Questi strumenti normalmente contengono al loro interno varie misure di garanzia che possono offrire ulteriori assicurazioni nei periodi di inflazione. Rispetto ad altri tipi di debito societario, quello infrastrutturale rappresenta una tipologia d'investimento a rischio relativamente contenuto, con rating investment grade e duration lunga che offre agli investitori un discreto livello di certezza per onorare le passività a lungo termine. Inoltre, il debito infrastrutturale non è esposto agli stessi rischi di mercato di altri segmenti corporate quotati nei mercati tradizionali e, pertanto, risulta meno volatile.

Data la natura dei progetti finanziati, l'organizzazione delle operazioni in ambito infrastrutturale è di solito fortemente regolamentata, un aspetto che aggiunge un ulteriore livello di protezione. I progetti infrastrutturali vengono spesso realizzati in regime di monopolio o semi-monopolio, e gli enti regolatori di queste realtà impongono alte barriere all'entrata.

Le aspettative di inflazione rappresentano uno degli elementi principali alla base delle valutazioni degli asset che presentano una forte correlazione tra inflazione e MOL (Margine Operativo Lordo). Benché in questa descrizione rientri gran parte dell'universo infrastrutturale, l'impatto dell'inflazione è diverso per i diversi progetti infrastrutturali:

- Per esempio, alcuni progetti sono indicizzati al fine di mantenere strutture conservative. L'impatto dell'inflazione a carico di questo tipo di progetti è di norma trascurabile.
- Altre operazioni sono a tasso fisso, e ciò potrebbe causare qualche difficoltà nel momento in cui le operazioni devono essere rifinanziate a livelli più alti. Tuttavia, questo aspetto può essere mitigato da strutture di ammortamento volte a ridurre la durata e l'entità del rifinanziamento.
- Alcune operazioni a tasso fisso finanziano asset che beneficiano dell'inflazione, consentendo di ridurre il debito più rapidamente del previsto.

In un contesto di alta inflazione persistente, la divergenza tra le categorie d'investimento che registrano le performance migliori e quelle che registrano le performance peggiori potrà risultare molto più significativa. In genere, tra i migliori performer

dovrebbero rientrare gli asset caratterizzati da margini elevati, una base di costi relativamente fissa con una crescita inferiore all'inflazione e la capacità di ottenere aumenti delle tariffe. Le infrastrutture digitali sono un buon esempio di questo tipo di asset. Per contro, talune attività infrastrutturali, tra cui i porti, sono fortemente esposti al trend della deglobalizzazione.

Equity infrastrutturale: un'elevata correlazione indica che l'aumento dell'inflazione rappresenta un'opportunità

Gli investimenti in azioni di imprese attive in progetti infrastrutturali evidenziano normalmente un'elevata correlazione con l'inflazione, anche se il grado di correlazione varia. Un portafoglio può essere suddiviso tipicamente nelle seguenti categorie generali, in base all'impatto dell'inflazione:

- **Regolamentazione del rendimento reale.** Viene determinato il rendimento reale sulle capex al lordo di eventuale remunerazione supplementare legata ai movimenti dell'inflazione.
- **Regolamentazione del rendimento nominale.** Viene determinato un tasso di rendimento nominale sulle capex. Benché non direttamente collegato all'inflazione, ciò normalmente offre una certa protezione dai contesti inflazionistici, ad esempio girando i costi operativi ai clienti.
- **Dipendente dal volume.** Si tratta di asset che sono tipicamente in grado di riflettere l'inflazione nelle tariffe praticate ai clienti a breve e medio termine.
- **Regolamentazione delle tariffe e contratti a lungo termine.** In questo caso i ricavi a lungo termine sono definiti all'inizio. I ricavi non sempre sono adeguati all'inflazione, fino alla revisione del regolamento o alla scadenza del contratto.

Tra queste categorie, le attività con regolamentazione del rendimento reale forniscono generalmente la migliore copertura dai rialzi inflazionistici. In effetti, la correlazione positiva indica che l'aumento dell'inflazione rappresenta un'opportunità per aumentare i rendimenti degli investimenti. Nel caso della regolamentazione delle tariffe e delle attività con contratto a lungo termine, la correlazione è sensibilmente più bassa, ma comunque positiva.

Per il debito, in generale, gli asset sottostanti sono normalmente a scadenza fissa e spesso a lungo termine. Di conseguenza, i flussi di cassa possono offrire un effetto leva sull'inflazione.

Oltre l'inflazione: guardare ai private market per il potenziale di rendimento e performance

La natura a lungo termine *buy-and-hold* che caratterizza molti investimenti nei private market e la loro capacità di assorbire o trasferire gli aumenti dei costi indicano che, in una certa misura, queste strategie possono offrire agli investitori protezione dall'inflazione, sia da una prospettiva *mark-to-market* che fondamentale.

Ma le strategie dei private market possono offrire ancora di più. Possono presentare opportunità per gli investitori di realizzare rendimenti e performance, sia attraverso l'individuazione di settori e aziende che sono ben posizionati per beneficiare di un contesto inflazionistico, sia attraverso strutture di investimento in grado di offrire una stretta correlazione con l'inflazione. Per molti, un rialzo dell'inflazione non sarà motivo di preoccupazione. Nel contesto di queste strategie, una simile eventualità potrebbe persino essere accolta con favore.

Allianz Global Investors è uno dei principali asset manager attivi, con oltre 690 professionisti degli investimenti in 24 uffici in tutto il mondo e 633 miliardi di euro di patrimonio in gestione per investitori privati, famiglie e istituzioni.

Investire per noi è come un intraprendere un viaggio e in ogni tappa cerchiamo di creare valore per i nostri clienti. Investiamo in ottica di lungo termine, avvalendoci delle nostre competenze globali in materia di investimenti e di gestione del rischio, così come della nostra esperienza nell'investimento sostenibile, per creare soluzioni innovative che anticipino le future necessità. Desideriamo offrire soluzioni d'investimento, non semplicemente prodotti finanziari: il nostro obiettivo è offrire un servizio d'eccellenza ai clienti, ovunque si trovino e qualunque esigenza debbano soddisfare.

Active is: Allianz Global Investors

Dati al 30 giugno 2021

Gli investimenti di private market sono fortemente illiquidi e concepiti esclusivamente per investitori professionali interessati a strategie di investimento di lungo periodo.

L'investimento implica dei rischi. Il valore di un investimento e il reddito che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe non ricevere l'importo originariamente investito. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Se la valuta in cui sono espressi i rendimenti passati differisce dalla valuta del paese di residenza dell'investitore, quest'ultimo potrebbe essere penalizzato dalle fluttuazioni dei tassi di cambio fra la propria valuta e quella di denominazione dei rendimenti al momento di un'eventuale conversione. Le informazioni e le opinioni espresse nel presente documento, soggette a variare senza preavviso nel tempo, sono quelle della società che lo ha redatto o delle società collegate, al momento della redazione del documento medesimo. I dati contenuti nel presente documento derivano da fonti che si presumono corrette e attendibili al momento della redazione del documento medesimo. Si applicano con prevalenza le condizioni di un'eventuale offerta o contratto che sia stato o che sarà stipulato o sottoscritto. Il presente documento è una comunicazione di marketing emessa da Allianz Global Investors GmbH, www.allianzgi.it, una società di gestione a responsabilità limitata di diritto tedesco, con sede legale in Bockenheimer Landstrasse 42-44, 60323 Francoforte sul Meno, iscritta al Registro Commerciale presso la Corte di Francoforte sul Meno col numero HRB 9340, autorizzata dalla BaFin (www.bafin.de). Allianz Global Investors GmbH ha stabilito una succursale in Italia, Allianz Global Investors GmbH, Succursale in Italia, via Durini 1 - 20122 Milano, soggetta alla vigilanza delle competenti Autorità italiane e tedesche in conformità alla normativa comunitaria. Per informazioni in inglese sulla Sintesi dei **diritti degli investitori** (www.regulatory.allianzgi.com). È vietata la duplicazione, pubblicazione o trasmissione dei contenuti del presente documento in qualsiasi forma; salvo consenso esplicito da parte di Allianz Global Investors GmbH.

Documento ad uso esclusivo e riservato di distributori di fondi e investitori professionali.