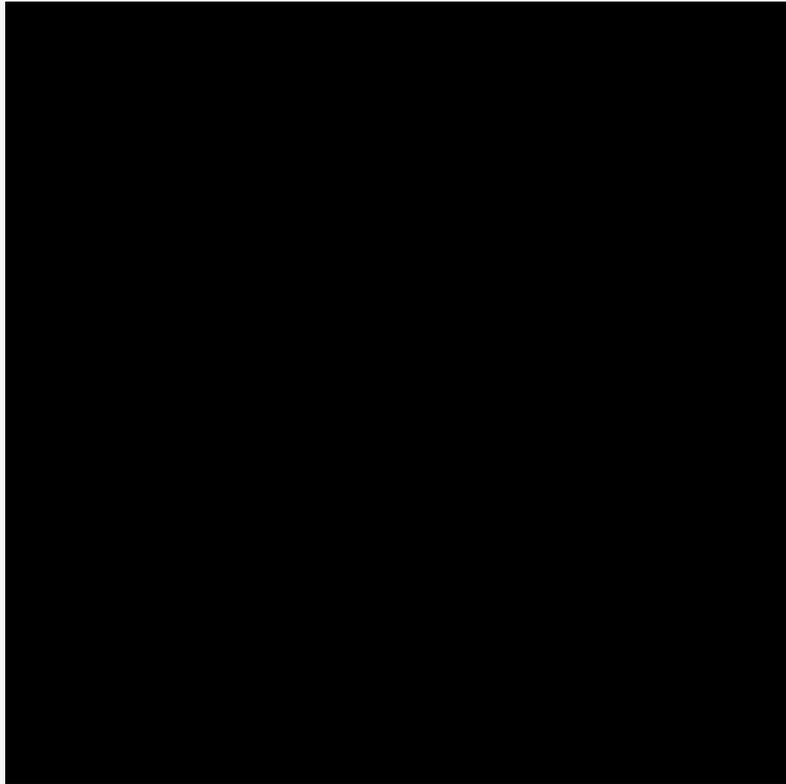




Amundi : "I mercati privati rafforzati dalla crisi"



Obiettivo Capitale

Le strategie di asset allocation nello scenario di mercato attuale e i rendimenti dei titoli pubblici ai minimi. Come comporre il portafoglio tra corporate bond, azioni e asset alternativi e quali strumenti finanziari adottare.

Mercati privati: la crisi del Covid-19 ha causato forti turbolenze sui mercati privati, ma l'appetito degli investitori per gli attivi reali non si placa. La raccolta dei fondi sarà supportata dall'abbondante liquidità? La selettività e la diversificazione saranno fondamentali e andranno considerati solamente gli asset qualitativamente migliori. Gli attivi reali servono a diversificare il portafoglio e a ridurre la volatilità? Viste le loro caratteristiche a lungo termine, a livello tattico gli investitori dovrebbero non essere precipitosi ma selettivi, così da catturare i diversi premi incorporati negli investimenti in attivi reali.

§ **Private equity:** sul mercato del private equity, le valutazioni sono scese relativamente poco, con forti differenze tra i settori. Nonostante le turbolenze, il 2020 è stato un anno molto attivo in questo settore. Nei prossimi mesi ci sarà probabilmente un'accelerazione dei consolidamenti societari perché l'equity strutturato può aiutare gli imprenditori a superare la crisi. La performance dei fondi di private equity dovrebbe uscirne rafforzata. I flussi sono stati convogliati in questa classe di attivi dagli investitori a lungo termine come i fondi pensione, e questo trend dovrebbe continuare anche nel 2021.

§ **Private Debt:** nei prossimi mesi dovrebbero delinearsi diverse opportunità d'investimento per i fondi di private debt. Per quanto riguarda gli emittenti, ci aspettiamo che la crisi causata dal Covid-19 crei opportunità a livello di fusioni/ acquisizioni e di consolidamenti. Infine, il releveraging dei bilanci richiederà una riprogrammazione dell'indebitamento, dove il profilo

bullet del debito privato potrebbe rivelarsi un fattore cruciale. Oggi, il mercato del private debt e' molto piu' esteso di quanto non fosse ai tempi della crisi finanziaria globale e c'e' molta dry powder. Vista l'abbondante disponibilita' di capitale, sara' indispensabile essere selettivi. Ci aspettiamo uno spostamento dei flussi di capitali verso i beni rifugio, e quindi le persone investiranno in strategie piu' senior, piu' sicure e piu' garantite, e in forme di asset-based financing. Sara' fondamentale investire in modo diversificato sia a livello geografico che settoriale, e puntare sui titoli al vertice della struttura dei capitali, dove i rendimenti aggiustati per il rischio sono particolarmente interessanti.

Settore immobiliare

Al settembre 2020, i mercati immobiliari commerciali mondiali registravano un calo delle operazioni, con una netta flessione della raccolta di fondi nel terzo trimestre del 2020. Un tale repricing potrebbe attirare nuovi impieghi; al contempo dovrebbe proseguire la fuga verso i beni rifugio di cui potrebbero beneficiare i core asset e le proprieta' dove i locatari vantano solidi bilanci. Finora il repricing ha interessato gli attivi rischiosi e ci aspettiamo un revival della classifica del valore delle proprieta' basata su ubicazione, solidita' finanziaria dei locatari e sulle caratteristiche intrinseche degli attivi. I tassi di sfritto degli uffici, pur essendo saliti nel terzo trimestre del 2020, rimangono bassi nei quartieri degli affari dei principali mercati europei, con un impatto limitato sugli affitti. Ci aspettiamo che il settore degli uffici si rifocalizzi sugli attivi core e che il segmento degli attivi di qualita' rimanga relativamente immune dalla crisi. Il lavoro da remoto potrebbe subire un'accelerazione, ma e' indubbio che il lavoro in ufficio contribuisce a promuovere la cultura aziendale, il brand e a creare uno spirito di squadra. La logistica ha beneficiato dell'intensa attivita' dell'e-commerce che ha generato un maggior fabbisogno di magazzini industriali e di strutture per la logistica, anche se e' da prevedere che si affermi una strategia di retailing multichannel. Il settore alberghiero potrebbe soffrire piu' a lungo della crisi.

Le infrastrutture

Notiamo forti differenze tra i settori in termini di operazioni e di valutazioni. Il livello elevato di dry powder sta facilitando le operazioni nei settori "rifugio" come health, tecnologia e rinnovabili, dove il numero delle operazioni in corso rimane stabile. Nei settori piu' colpiti dalla crisi potrebbero presentarsi opportunita' a prezzi scontati, mentre nel settore sanitario e in quello tecnologico potremmo vedere valutazioni piu' costose. Nel complesso, le valutazioni dovrebbero rimanere invariate. Le strategie buy-and-hold stanno prendendo sempre piu' piede. Crediamo che la diversificazione sara' fondamentale per conseguire rendimenti stabili. La crisi da Covid-19 dovrebbe portare a un contesto politico e regolatorio favorevole perche' la pandemia ha messo in risalto il fabbisogno di infrastrutture sociali e per la comunicazione, ma anche la necessita' di maggiori energie rinnovabili. I progetti sulle infrastrutture dovrebbero essere una componente chiave dei programmi di stimolo dei governi.

Outlook per i mercati privati nel 2021. Dicembre 2020

La crisi da Covid-19 ha causato forti turbolenze sui mercati privati, con cali della raccolta dei fondi e delle operazioni dall'inizio del 2020. Malgrado l'attivita' non sia ai livelli record degli ultimi anni, i fondi stanno ancora raccogliendo capitale e i gestori lo stanno impiegando perche' l'appetito degli investitori per gli attivi reali non si placa. A ottobre 2020, la massa gestita (AuM) dei mercati privati globali ha raggiunto 10.000 miliardi di dollari, e stando alle stime di Preqin tale volume dovrebbe salire a 17.200 miliardi di dollari entro il 2025.

Gran parte degli investitori costruisce la propria esposizione ai mercati privati tramite impieghi regolari, a prescindere dalle condizioni dei mercati. Per gli investitori alla ricerca del momento giusto per entrare sui mercati, la GCF ha dimostrato che i fondi di capitali privati che hanno impiegato il denaro nel corso della crisi sono anche quelli che hanno generato i maggiori rendimenti. La GCF e la crisi da Covid-19 si differenziano per molti aspetti. Attualmente la liquidita' e' abbondante e le banche centrali sono state molto piu' accomodanti rispetto al 2008-2009. La raccolta sara' favorita da questa liquidita' e l'attivita' di mercato beneficera' dell'alto livello di dry powder.

Viste le attuali circostanze, con tassi di interessi bassi o negativi e mercati azionari volatili, gli

attivi reali offrono tra i migliori rendimenti aggiustati per il rischio nell'universo degli attivi investibili. Per catturare i diversi premi incorporati negli investimenti in attivi reali, si deve assolutamente essere più selettivi. Dovrebbero essere presi in considerazione solo gli attivi di migliore qualità: attivi core e attivi core plus nel settore immobiliare e delle infrastrutture, strumenti senior secured nel debito privato, growth capital e investimenti LBO nei settori vincenti per il private equity.

Sui mercati privati si stanno delineando forti divergenze tra i settori, con una dicotomia tra quelli in buona salute, con prezzi e volumi delle operazioni stabili, e quelli pesantemente colpiti dalla crisi e dove l'attività delle operazioni è pressoché nulla. Distinguere i primi dagli ultimi è fondamentale per proteggere il motore di generazione del reddito offerto dagli attivi reali. La diversificazione nell'esposizione e nella selezione degli attivi è fondamentale per beneficiare di quanto i mercati privati possono offrire agli investitori a lungo termine. Secondo un recente sondaggio condotto da **Amundi** e Create Research, i mercati privati continueranno a crescere nei prossimi anni.

Gli attivi reali hanno un ruolo chiave nell'asset allocation strategica perché servono a diversificare il portafoglio e a ridurre la volatilità. Viste le loro caratteristiche a lungo termine, gli investitori farebbero bene a livello tattico a non essere precipitosi ma selettivi, così da catturare i diversi premi incorporati negli investimenti in attivi reali.

Private equity

Il mercato del private equity sta inviando messaggi di difficile interpretazione perché le valutazioni sono scese relativamente poco, con un quadro analogo a quello del mercato dei titoli quotati dove non ci sono divergenze tra i settori, e con la crisi che acuisce il divario tra vincitori e perdenti. Alcune società stanno andando bene, con flussi di cassa positivi; in alcuni casi stanno addirittura emergendo rafforzate dalla crisi rispetto ad altre società che stanno andando meno bene ma che potrebbero offrire buone opportunità in termini di prezzi d'ingresso.

Nonostante le turbolenze, il 2020 è stato un altro anno molto attivo per il settore del private equity sia a livello globale, sia in Europa. Il settore europeo del private equity ha raccolto circa 50 miliardi di euro nel primo semestre del 2020, in linea con la prima metà del 2019. Gli investimenti hanno dato prova di buona tenuta, con quasi 40 miliardi di euro impiegati e oltre 3.000 società finanziate, con più del 50% del denaro canalizzato nei settori IT, healthcare e biotech, evidenziando il ruolo chiave del private equity sul fronte dell'innovazione (il venture capital europeo ha registrato un semestre record, con gli investimenti che hanno quasi raggiunto i 13 miliardi di euro). Nei prossimi mesi prevediamo un'accelerazione dei consolidamenti societari in gran parte dei settori perché molte società non quotate emergeranno indebolite dalla crisi e con maggiori livelli di indebitamento. Le società dovranno rafforzare l'equity, e molte non riusciranno a trovare soluzioni di rifinanziamento attraverso le linee di credito bancarie. Molte piccole-medie imprese dovranno ricorrere ai finanziamenti privati e al private equity. L'equity strutturato può aiutare gli imprenditori a superare la crisi, e di solito questo è ciò che offrono i fondi di private equity utilizzando strategie di investimento con quote di minoranza, impiegando principalmente le azioni privilegiate.

Nel complesso, la performance dei fondi del private equity dovrebbe emergere rafforzata all'indomani della crisi da Covid-19; per chi è in grado di far fronte ad alcuni vincoli di liquidità questo è un momento propizio per investire nel private equity. Come evidenziato dai dati sulla raccolta, gli investitori a lungo termine come i fondi pensione o le compagnie assicurative hanno privilegiato questa classe di attivi e prevediamo che questo trend continuerà anche nel 2021 con il protrarsi della crisi.

Private debt

Esistono ben 486 fondi, alla ricerca di 239 miliardi di capitale aggregato a livello mondiale. Tale stima è in linea con le intenzioni dei limited partner che indicano per questa classe di attivi una ulteriore crescita a medio termine, con un'allocazione attuale media del 2% rispetto a un obiettivo del 3-4%. I limited partner sono interessati al private debt perché fornisce una migliore diversificazione, flussi di reddito affidabili, elevati rendimenti aggiustati per il rischio e bassa

volatilità?. In un simile contesto dominato dall'incertezza provocata dalla crisi da Covid-19, gli investitori apprezzano anche l'opzione incorporata offerta dal private debt rispetto al tradizionale credito liquido, ovvero la documentazione finanziaria stringente, la capacità di ristrutturare i prezzi o le condizioni, i tassi variabili, la possibilità di riappropriarsi dei beni tangibili, se necessario, e l'opzione di uscire alla pari.

Nel 2021 entreremo in una nuova fase della crisi da Covid-19 per il debito privato e assisteremo a massicci interventi sui portafogli, con importanti ristrutturazioni. Per quanto riguarda l'attività di dealmaking, nei prossimi 1-18 mesi dovremmo veder fiorire molte opportunità per i fondi di private debt, con una minore concorrenza nel settore bancario ed enormi esigenze di finanziamento da parte degli emittenti. I bilanci delle banche sono stati fortemente sollecitati negli ultimi mesi con molti accantonamenti e un accresciuto costo del rischio che ha indotto le banche a un repricing della loro offerta di credito. Assisteremo probabilmente a un livello inferiore di sottoscrizione delle banche per le operazioni a media e larga capitalizzazione. Per quanto riguarda gli emittenti, ci aspettiamo che la crisi causata dal Covid-19 crei opportunità a livello di fusioni/acquisizioni e di consolidamenti. La crisi ha anche evidenziato la necessità di adeguare la maggior parte dei business model che richiederanno spese in conto capitale, ad es. la lunghezza e la complessità delle catene di fornitura o il sottoinvestimento digitale. Infine, il releveraging dei bilanci richiederà una riprogrammazione dell'indebitamento, dove il profilo bullet del debito privato potrebbe rivelarsi un fattore cruciale.

Oggi, il mercato del private debt è molto più esteso di quanto non fosse ai tempi della GCF e c'è molta dry powder. Vista l'abbondanza del capitale disponibile nella classe di attivi, sarà indispensabile essere fortemente selettivi per riuscire a beneficiare delle promesse del private debt. Ci aspettiamo uno spostamento dei flussi di capitali verso i beni rifugio, e quindi le persone investiranno in strategie più senior, più sicure e più garantite, e in forme di asset-based financing. Questa crisi sarà un test per alcuni limited partners e general partners (GP). Ci aspettiamo un aumento dei default europei in alcuni settori (ad esempio aereo, petrolio & gas, viaggi e tempo libero) e per tipologia di società (ad es. scarsa governance, PMI). Sarà fondamentale investire in modo diversificato sia a livello geografico, sia settoriale, e puntare sui titoli al vertice della struttura dei capitali, dove i rendimenti aggiustati per il rischio sono particolarmente interessanti.

Real Estate

Nel contesto di una crisi senza precedenti causata dal Covid-19, al settembre 2020 i mercati mondiali degli immobili commerciali registravano un calo annuo delle operazioni e la raccolta dei fondi evidenziava una forte contrazione nel terzo trimestre del 2020. Se da un lato alcuni investitori hanno optato per un atteggiamento attendista, dall'altro il costante repricing di alcuni segmenti del mercato potrebbe attirare nuovi impieghi. Crediamo che la fuga verso la qualità osservata a partire da marzo continuerà per via dell'attuale incertezza riguardo alla seconda ondata della pandemia. Questo trend dovrebbe favorire i core asset e le proprietà dove i locatari vantano solidi bilanci. Gli investitori continuano a effettuare operazioni con attivi di elevata qualità perché il valore di questi attivi dovrebbe dar prova di miglior tenuta rispetto agli attivi qualitativamente peggiori. Finora il repricing ha interessato gli attivi rischiosi e ci aspettiamo di assistere a una classifica delle valutazioni delle proprietà in base alla loro ubicazione, alla solidità finanziaria dei locatari, alle caratteristiche intrinseche degli attivi, classifica che era scomparso prima della crisi. Ciò vale soprattutto per le proprietà situate nelle periferie e per quelle non dedicate a uno specifico settore commerciale. Crediamo che gli investitori seguiranno con attenzione i mercati del leasing, soprattutto gli affitti.

La crisi si è verificata in un mercato del leasing che godeva di buona salute nel comparto logistica e uffici, con un tasso di sfritto per gli uffici di media inferiore a quello registrato prima della Grande crisi finanziaria. Nonostante l'incremento nel terzo trimestre del 2020, i tassi di sfritto degli uffici rimangono a livelli bassi nelle aree centrali dove si concentrano le attività commerciali nei principali mercati europei, con un impatto limitato sugli affitti. I bassi tassi di interesse dovrebbero supportare la ripresa a partire dai premi a rischio elevato sui rendimenti degli immobili europei "prime", molti dei quali a partire dal settembre 2020 hanno superato la

soglia dei 300 pb. Infine, l'impatto della pandemia non e' lineare, con alcuni settori immobiliari che hanno risentito piu' di altri della crisi.

Ci aspettiamo che il settore degli uffici si rifocalizzi sui core asset e che il segmento degli attivi di qualita' rimanga relativamente immune dalla crisi. Ci sono molti affitti a lungo termine sul mercato, e molte societa' sono riuscite ad adeguarsi al distanziamento sociale e stanno operando con una forza lavoro mobile sfruttando la tecnologia. Il lavoro da remoto potrebbe subire un'accelerazione, ma e' indubbio che il lavoro in ufficio contribuisce a promuovere la cultura aziendale, il brand e a creare uno spirito di squadra.

La logistica ha beneficiato dell'intensa attivita' dell'e-commerce che ha generato un maggior fabbisogno di magazzini industriali e di strutture per la logistica, anche se e' da prevedere che si affermi una strategia di retailing multichannel. Poiche' gli investitori vedono il retailing online come un trend a lungo termine, i magazzini per la logistica possono essere costosi. Il boom delle vendite online ha penalizzato soprattutto i negozi che non fanno parte del settore alimentare. Vista l'introduzione di nuovi lockdown in Europa, alcuni negozianti potrebbero avere serie difficolta' a pagare i canoni di affitto.

Infine, il settore degli alberghi potrebbe risentire a lungo degli effetti della crisi, sempre che il suo modello non venga messo in discussione. Nonostante la crisi generata dal Covid-19 abbia colpito pesantemente il settore retail e quello dell'hospitality, questi ultimi potrebbero presentare delle opportunita' di investimento sul lungo termine quando avverra' un ribilanciamento dei fondamentali del mercato.

Infrastrutture

Durante la Grande crisi finanziaria erano pochi gli investitori esposti alle infrastrutture. Oggigiorno, questa classe di attivi sta affrontando la sua prima crisi globale e gli investitori scontano la sua capacita' di resistere alle turbolenze dei mercati. Com'e' tipico di gran parte dei mercati privati, notiamo delle divergenze tra i settori in termini di attivita' delle operazioni e delle valutazioni. Il livello elevato di dry powder che esisteva prima della crisi sta facilitando le operazioni nei settori "rifugio" come health, tecnologia e rinnovabili, dove il numero delle operazioni in corso rimane stabile.

Nei settori piu' colpiti, come i trasporti e l'energia midstream, potrebbero esserci delle opportunita' a prezzi scontati, mentre potremmo vedere attivi piu' costosi nel settore dell'health o della tecnologia. Nel complesso, le valutazioni dovrebbero rimanere invariate. Una tale stabilita' conferma una caratteristica chiave delle infrastrutture: l'ottica temporale a lungo termine. I prezzi oggigiorno possono essere piu' interessanti, ma sul lungo periodo non ci saranno grandi differenze in termini di rendimenti. Le strategie buy-and-hold stanno prendendo sempre piu' piede in questo contesto.

Le infrastrutture sono una classe di asset sfaccettata che comprende rischi di natura diversa, come i rischi regolatori, i rischi politici, i rischi a livello geografico e i rischi industriali. Crediamo che la diversificazione sia cruciale in questa classe di attivi cosi' da fornire quei rendimenti stabili che si aspettano gli investitori. Infine, la crisi da Covid-19 dovrebbe portare a un contesto politico e regolatorio favorevole perche' la pandemia ha messo in risalto il fabbisogno di infrastrutture sociali e per la comunicazione, ma anche quello di maggiori energie rinnovabili. I progetti sulle infrastrutture dovrebbero essere una componente chiave dei piani di stimolo dei governi e ci aspettiamo un aumento dei progetti greenfield. In un tal contesto, il capitale privato dovrebbe svolgere un ruolo vitale perche' la crisi ha messo a dura prova l'indebitamento nella maggior parte dei Paesi.

***global head of Real & Alternative Assets**