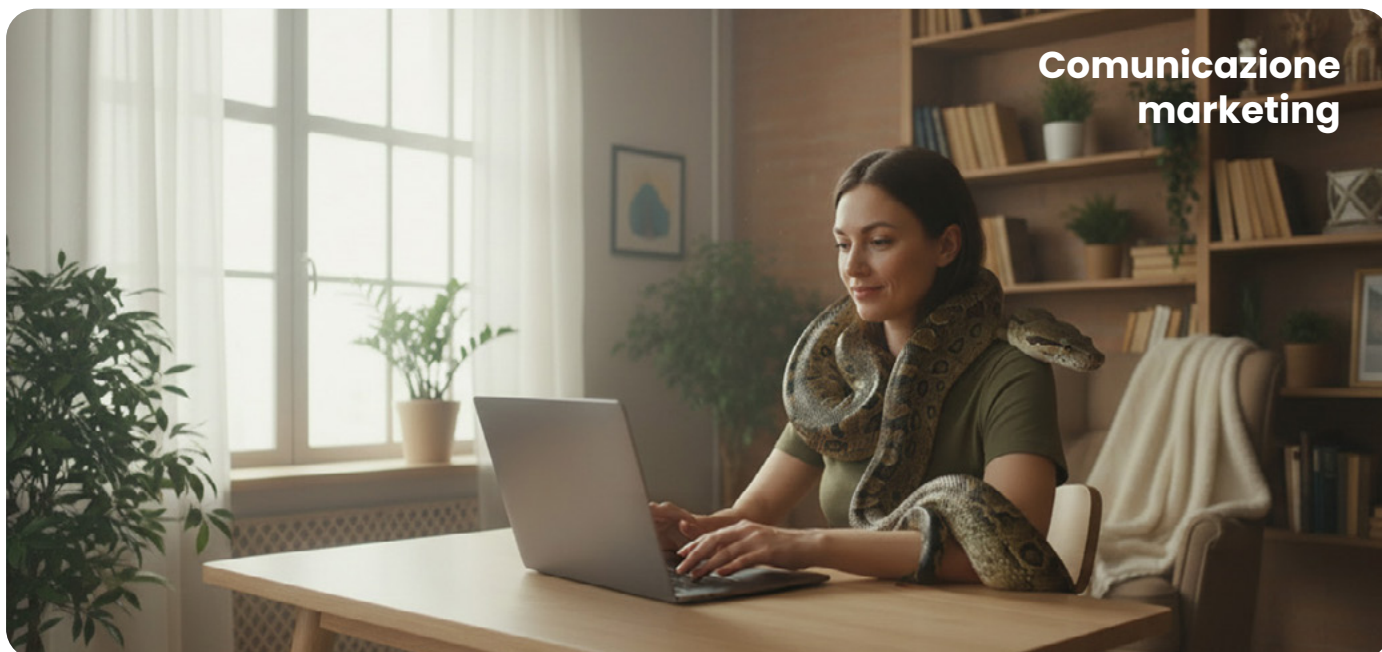




FEBBRAIO 2026

Abbracciare il rischio nel credito: l'approccio di Candriam.



Charudatta Shende

Fixed Income Strategist,
Head of Client Portfolio
Management Fixed Income



Marie Thomin

Client Portfolio Manager
Fixed Income

Le obbligazioni societarie sono talvolta considerate come le scarpe comode del guardaroba degli investimenti. Ci si aspetta che siano affidabili, lucide e talvolta un po' noiose. Tuttavia, chiunque abbia assistito a un rapido ampliamento degli spread o a un crollo della liquidità nel momento sbagliato lo sa bene: **il credito non è noioso. Il credito è disciplinato.** E la disciplina inizia con il rischio, non come qualcosa da evitare, ma come qualcosa da capire così bene in modo tale da poter essere valutato, calibrato e monitorato con intenzione.

In Candriam, investire nel credito è innanzitutto un esercizio di gestione del rischio. Non cerchiamo di eliminare il rischio, sarebbe come cercare di eliminare la forza di gravità. Al contrario, accettiamo il rischio rendendolo visibile, misurabile e discutibile molto prima che abbia la possibilità di sorprendere un portafoglio. Questo è ciò che chiamiamo **domare il rischio**. La nostra filosofia è chiara: comprendere il rischio è più importante che ottenere un rendimento, perché nel credito la prossima cedola è più importante del prossimo titolo di giornale.

Per i clienti professionali e retail, il messaggio è lo stesso: **nel credito, il rendimento è una conseguenza del rischio compreso, non del rischio ignorato.**

1. Perché il rischio nel credito è importante

Un'obbligazione societaria è una promessa contrattuale di flussi di cassa nel tempo e di rimborso del capitale. Tuttavia, il suo valore dipende da come questa promessa sopravvive alle condizioni del mondo reale: decisioni aziendali, cicli economici e struttura di mercato. Il rischio di credito e di rating è al centro di questa equazione, ma non agisce mai da solo. Interagisce con i tassi di interesse, l'inflazione, gli effetti valutari, le condizioni di liquidità e la struttura obbligazionaria. Gestire bene le obbligazioni societarie significa quindi gestire un *sistema di rischi*, non variabili isolate.

Figura 1:

Rischio nel credito societario: un *sistema* piuttosto che variabili isolate



Fonte: Candriam

A. Rischio di credito e di rating

Il rischio primario delle obbligazioni societarie è semplice: l'emittente potrebbe non adempiere i propri obblighi finanziari. Se le cedole o il capitale sono a rischio, il carry e il valore relativo diventano irrilevanti.

Candriam valuta il rischio emittente attraverso tre prospettive complementari: il profilo operativo, il profilo finanziario e il rischio di evento.

- Il profilo operativo si concentra sui fondamentali aziendali: cosa fa la società, dove opera e quanto è resiliente la domanda. Le considerazioni ESG sono pienamente integrate in questa fase, poiché influenzano direttamente la sostenibilità del flusso di cassa, l'accesso al capitale e il comportamento del management.

- Il profilo finanziario traduce la storia aziendale in numeri. Analizziamo leva, copertura degli interessi, liquidità, esigenze di rifinanziamento e struttura del capitale, ponendo particolare attenzione al comportamento di questi indicatori in condizioni di stress. Il rischio di credito si rivela raramente in mercati tranquilli. Emerge quando le condizioni si fanno più rigide.
- Il rischio di evento completa il quadro. Transazioni, regolamentazioni, contenziosi, incidenti operativi e shock di governance possono alterare rapidamente la qualità del credito. Nel credito, la questione non è solo ciò che l'emittente è oggi, ma ciò che potrebbe fare quando gli incentivi cambiano.

B. Rischio di duration e di cambio

I prezzi delle obbligazioni societarie rispecchiano sia la qualità creditizia degli emittenti sia il contesto in cui tale emittente deve autofinanziarsi. Il rischio di duration collega i prezzi delle obbligazioni ai tassi d'interesse, mentre l'inflazione influenza i tassi di riferimento e i margini. L'esposizione valutaria può essere importante quando i ricavi, i costi o i mercati di finanziamento non sono allineati con la valuta dell'obbligazione.

Anche il credito segue dei cicli. I periodi di forte crescita e ampia liquidità possono mascherare la fragilità dei bilanci, mentre i rallentamenti espongono gli emittenti più deboli a costi di finanziamento più elevati e mercati dei capitali più rigidi. Comprendere la nostra posizione nel ciclo del credito aiuta a distinguere le distorsioni temporanee dalla debolezza strutturale.

C. Rischio di liquidità

Il rischio di liquidità è il rischio di non riuscire a vendere quando necessario, a un prezzo accettabile. I mercati obbligazionari possono essere liquidi in condizioni di calma e spietati in situazioni di stress. Quando la liquidità si indebolisce, gli spread tra domanda e offerta si ampliano, la determinazione dei prezzi diventa irregolare e le correlazioni aumentano.

Poiché la liquidità può svanire quando è più preziosa, deve essere gestita prima che diventi un problema. Ciò significa concentrarsi sugli emittenti e sui titoli negoziati, calibrare le posizioni in modo realistico e costruire portafogli con un piano di uscita piuttosto che con la speranza.

D. Rischio di reinvestimento e rischio di call

Il rischio di reinvestimento sorge quando i flussi finanziari futuri non possono essere reinvestiti a rendimenti interessanti. Il rischio di call è il rischio che un emittente rimborsi anticipatamente un'obbligazione quando lo ritiene opportuno. Queste caratteristiche delineano i modelli di rendimento, soprattutto nel segmento high yield.

Ecco perché i dettagli sono importanti. Covenant, qualità della documentazione, seniority e prospettive di recupero influenzano il ribasso molto più del rendimento nominale. Nel credito, la struttura è parte integrante del rischio.

E. Un sistema, non una checklist

Questi rischi raramente si verificano in modo isolato. Una recessione può indebolire i fondamentali, ridurre la liquidità e accelerare i declassamenti. Un gruppo di eventi specifici legati agli emittenti può trasformarsi in uno stress settoriale, innescando deflussi e spingendo al ribasso il ciclo. **Una sana gestione del credito considera il rischio come un sistema interconnesso e applica molteplici punti di vista per evitare di essere colti di sorpresa da rischi visibili ma sottovalutati.**

2. Come addomesticiamo il rischio in Candriam

L'approccio di Candriam al credito si basa su una convinzione centrale: **il rischio è la materia prima del rendimento e l'investitore che lo comprende meglio è in grado di sfruttarlo in modo più intelligente.**

Il nostro processo è progettato per rendere esplicito il rischio in ogni fase, dalla definizione di ciò che è investibile, all'analisi degli emittenti, alla costruzione dei portafogli, fino al monitoraggio e alla vendita.

Questa disciplina è in vigore dal 1999 per le strategie investment grade e high yield. Si tratta di un processo e di una cultura. **Siamo disposti a rinunciare alla performance se il rendimento dipende da rischi che non siamo in grado di spiegare chiaramente.** Nel credito, la chiarezza è un vantaggio competitivo. Migliora il dimensionamento, rafforza la disciplina di vendita e rende la gestione attiva opportunistica anziché reattiva. Il **nostro track record, inclusa l'assenza di insolvenze degli emittenti nei portafogli che gestiamo, riflette tale cultura**¹. A confronto, il tasso di insolvenza storico sull'high yield è di circa il 4-5%².

A. Dove operiamo: un universo d'investimento focalizzato

La corretta comprensione del rischio richiede attenzione. **Le opportunità di credito a livello globale sono numerose, ma non tutte sono ugualmente analizzabili o negoziabili.** Restringiamo quindi l'universo investibile per migliorare la trasparenza, la liquidità e la profondità analitica.

Il nostro primo filtro riguarda i rischi ESG e di governance. Escludiamo gli emittenti esposti ad attività controverse e quelli che non rispettano le principali aspettative di governance. Escludiamo inoltre i settori in cui i rischi sono strutturalmente difficili da gestire, tra cui tabacco, carbone termico e armi controverse. Non si tratta di evitare la complessità, ma di riconoscere che alcuni rischi possono essere non lineari, difficili da coprire e costosi quando il sentiment cambia — e quindi di **concentrarsi su rischi identificabili, misurabili e gestibili.**

¹ - Zero insolvenze a gennaio 2026 nei portafogli investment grade e high yield gestiti dal team dall'avvio della strategia.

² - Fonte: Candriam, Bloomberg, tasso di insolvenza a lungo termine nell'universo high yield globale, a dicembre 2025.



Il rischio è la materia prima del rendimento e l'investitore che lo comprende meglio è in grado di sfruttarlo in modo più intelligente.

Il nostro secondo filtro è la liquidità. Evitiamo emittenti ed emissioni in cui la trasparenza e la negoziabilità sono insufficienti a supportare una gestione attiva del portafoglio.

- Nel segmento high yield, di norma evitiamo emittenti europei con meno di 250 milioni di euro di debito o emissioni individuali inferiori a 500 milioni di euro. Negli Stati Uniti, di norma evitiamo emittenti con meno di 1 miliardo di USD di debito o emissioni inferiori a 500 milioni di USD. Questi criteri portano a **un elenco mirato di circa quattrocento emittenti** che copre circa il 70% del segmento BB-B dell'indice, sufficiente a supportare la gestione attiva. Sebbene le soglie siano indicative e possano evolversi con la struttura del mercato, l'intento rimane costante: i portafogli devono essere costruiti in modo tale da poter essere gestiti, non semplicemente detenuti.
- Nell'investment grade, dove la liquidità è generalmente più solida, le dimensioni e la trasparenza restano essenziali. In genere ci concentriamo su emittenti con almeno 1 miliardo di euro di debito in essere in Europa e almeno 5 miliardi di dollari negli Stati Uniti. Evitiamo gli emittenti che non pubblicano relazioni almeno semestralmente e privilegiamo quelli quotati o valutati da almeno due agenzie.

Una terza dimensione è la competenza. Sebbene includiamo gli emittenti finanziari nelle nostre strategie investment grade, i prodotti strutturati quali titoli garantiti da attività, titoli garantiti da ipoteca e obbligazioni garantite da prestiti sono intenzionalmente esclusi dai nostri portafogli high yield. Per tali strategie, escludiamo gli emittenti finanziari perché preferiamo concentrarci sui settori in cui il nostro team dispone di una profonda competenza analitica. **Piuttosto che inseguire ogni minimo spread, ci concentriamo sulle aree in cui possiamo essere responsabili delle nostre conclusioni.**

La nostra scelta di lavorare su un universo ridotto non dovrebbe essere vista come un vincolo sugli investimenti. Si tratta di un controllo del rischio, volto a migliorare la liquidità del portafoglio e la qualità delle decisioni. **Concentrarsi sugli emittenti che gli analisti e i gestori di portafoglio conoscono a fondo è un principio fondamentale della gestione attiva.** È più facile operare in modo efficiente quando si conoscono bene i nomi e quando anche il mercato li conosce.

B. Come operiamo: ricerca fondamentale bottom-up prima di tutto

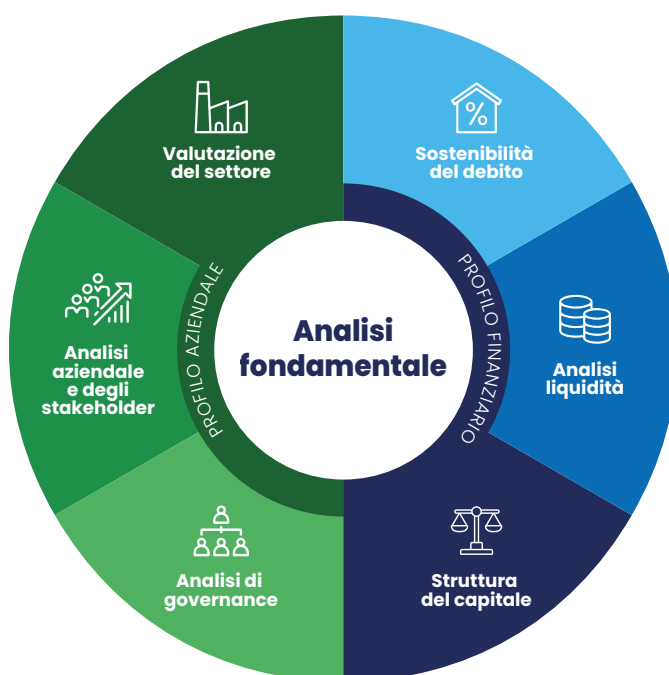
Se la costruzione dell'universo definisce *dove* investiamo, la ricerca fondamentale definisce *come* investiamo. **Ogni emittente coperto riceve una valutazione interna del merito creditizio che combina analisi aziendale, analisi finanziaria e integrazione ESG.** Ciò trasforma l'idea generale del rischio di credito in una comprensione specifica del rischio idiosincratico.

A nostro giudizio, un quadro completo del rischio richiede competenze creditizie e conoscenze finanziarie supplementari. Per questo motivo **analizziamo gli emittenti sulla base di un profilo aziendale integrato ESG e di un profilo finanziario.**

- Il profilo aziendale parte dal posizionamento competitivo all'interno del settore e integra in modo strutturato i fattori ESG, analizzando i potenziali rischi e opportunità legati alle questioni ambientali e sociali. Le domande comprendono ad esempio: in che modo l'emittente è esposto al cambiamento della regolamentazione ambientale? Quanto è credibile la sua strategia di transizione? In che modo le norme della catena di fornitura e le relazioni di lavoro possono incidere sulla continuità operativa, sulla reputazione o sulla struttura dei costi? La governance è un tema della massima importanza in tutti i settori, in quanto si colloca tra la strategia dichiarata e il comportamento effettivo. Quando la governance è debole, il rischio può diventare rapidamente incalcolabile. Questo è il motivo per cui la governance può essere un fattore di esclusione, non solo una voce della lista di controllo. La nostra analisi della governance considera la direzione strategica e la condotta finanziaria, i conflitti di interesse, la qualità della gestione e il contesto generale del rischio paese e dei diritti umani.

Figura 2:

Analisi degli emittenti in Candriam: un approccio fondamentale bottom-up



Fonte: Candriam

- Il profilo finanziario verifica quindi la resilienza del bilancio attraverso la liquidità, la leva finanziaria, la copertura degli interessi, la generazione di flussi di cassa e la struttura del capitale. Per le banche e le assicurazioni appartenenti al segmento investment grade, un quadro normativo specifico riflette le loro peculiarità in materia di regolamentazione e bilancio.

Queste valutazioni commerciali e finanziarie vengono tradotte in punteggi di credito interni che guidano l'investibilità, il dimensionamento delle posizioni e la definizione del budget di rischio.

I rating ESG interni fungono da controllo incrociato disciplinato, garantendo che i rischi qualitativi non siano sottovalutati.

Gli strumenti di credito quantitativo integrano l'analisi fondamentale segnalando i cambiamenti negli emittenti con rating più elevato, supportando, ma non sostituendo, il giudizio degli analisti.

Infine, la ricerca sul credito non è completa senza un'analisi a livello di emissione. Struttura giuridica, covenant, seniority, caratteristiche di richiamo e prospettive di recupero vengono valutati obbligazione per obbligazione. Nel settore high yield, l'analisi dei covenant è una parte essenziale della sottoscrizione al ribasso, poiché la qualità della documentazione può determinare se una storia creditizia è semplicemente volatile o realmente vulnerabile.

Per quanto riguarda i finanziari, valutiamo banche e assicuratori concentrandoci sulla resilienza dei bilanci, esaminando la solidità patrimoniale, la qualità degli attivi e i profili di liquidità, nonché il loro comportamento in condizioni di stress piuttosto che in mercati tranquilli. Questa visione finanziaria è inscindibile dalla nostra valutazione dei modelli di business, della governance e dei fattori ESG che possono alterare in modo significativo i risultati creditizi. L'obiettivo non è prevedere le notizie, ma individuare gli emittenti il cui rischio può essere chiaramente spiegato, valutato e monitorato. Questa disciplina è alla base della nostra selezione dei titoli e del posizionamento della struttura del capitale, per garantire che i portafogli siano costruiti sui rischi che comprendiamo, non sulle ipotesi che speriamo di conservare.

Il rischio deve essere condiviso, non isolato. Le nostre opinioni sul credito vengono formalizzate attraverso una serie di comitati che garantiscono un dibattito tempestivo, l'allineamento e l'attuazione.

C. Calibrare il rischio di credito in tutto il ciclo

Sebbene l'analisi degli emittenti sia essenziale, non risulta completa senza contesto. Gli spread riflettono i fondamentali e la propensione al rischio del mercato. La nostra valutazione strutturata del mercato è fondamentale per collocare l'affidabilità creditizia dell'emittente nel contesto della crescita, dell'inflazione, dei tassi e del ciclo del credito.

Analizziamo le opportunità offerte dal reddito fisso su base mensile, valutando i tassi, il debito dei mercati emergenti, le valute e il credito utilizzando strutture interne dedicate. Di conseguenza, attribuiamo un orientamento direzionale positivo, neutro o negativo: in altre parole, **traduciamo un contesto complesso in un messaggio chiaro sul rischio.**

La visione macroeconomica fornita dai nostri macroeconomisti influenza la posizione sulla duration e la valutazione del ciclo dei tassi, traducendosi in convinzioni sulla duration e sulla curva. Il team di credito interpreta quindi le implicazioni per il rischio di spread tra regioni e rating.

Al fine di calibrare le strategie di spread tra le diverse regioni e i diversi rating, integriamo valutazione, fondamentali, sentiment di mercato e aspetti tecnici.

Questa valutazione completa del mercato calibra la nostra analisi degli emittenti. Aiuta il gestore di portafoglio a capire quando un bilancio più debole può essere sostenuto da un'abbondante liquidità e quando anche gli emittenti più solidi possono subire una rivalutazione a seguito di un cambio di regime. Si tratta inoltre di uno strumento pratico per il risk budgeting, l'allocazione settoriale e l'equilibrio tra carry e liquidità.

D. Costruzione del portafoglio: trasformare le informazioni sui rischi in azioni concrete sul portafoglio

Non esiste una singola sequenza. Nell'investment grade, la valutazione di mercato spesso definisce la duration e la propensione al rischio. Nel segmento high yield, la ricerca sugli emittenti è solitamente determinante, affinata dai segnali macroeconomici e tecnici. In entrambi i casi, l'obiettivo è lo stesso: costruire una visione coerente del rischio prima di prendere decisioni relative al valore.

Una volta compreso bene il rischio, la gestione attiva diventa più semplice. Anche all'interno di un insieme di opportunità più concentrato, rimane un'ampia gamma di fattori e strumenti di performance tra cui scegliere, tra emittenti, settori, regioni, rating, seniority nella struttura del capitale e scadenze. Una visione chiara da parte degli emittenti e regimi di mercato ben strutturati favoriscono una gestione attiva basata sulle convinzioni. Il modo per gestire il rischio in questo contesto è chiaro: realizzare con decisione i profitti quando gli spread hanno fatto il loro lavoro, passare opportunisticamente a strumenti che offrono un migliore equilibrio tra carry e ribasso e tagliare rapidamente le perdite quando la tesi di rischio viene meno, piuttosto che negoziare con essa. Questa agilità non è trading fine a se stesso. Ciò è reso possibile da due fattori fondamentali: una profonda comprensione del rischio macroeconomico e del rischio emittente, nonché misure deliberate adottate in anticipo per ridurre al minimo il rischio di liquidità. **Una gestione attiva e flessibile diventa quindi uno strumento di gestione del rischio prezioso di per sé, proprio perché si basa innanzitutto sulla comprensione del rischio.**

Le linee guida del portafoglio, i limiti di esposizione, gli scostamenti rispetto ai benchmark e gli indicatori di rischio garantiscono che i rischi vengano rivalutati tempestivamente, senza pressioni.

Conclusione: addomesticare il rischio anziché evitarlo

Gli investimenti nel credito premiano coloro che riescono a mantenere l'equilibrio quando le condizioni cambiano. L'ironia è che l'equilibrio non deriva dall'evitare il rischio. Deriva dal sapere esattamente quali rischi si corrono e perché li si corre. In Candriam abbiamo costruito la nostra cultura del credito attorno a questa idea: un universo mirato, una ricerca rigorosa sugli emittenti che integra analisi ESG e legali, comitati strutturati che rendono discutibile il rischio e un quadro di mercato che mantiene ogni emittente nel suo contesto.

Se questo significa disciplina, lo è, perché gli obbligazionisti non sono pagati per essere sorpresi. Preferiamo dedicare del tempo a porre domande scomode in anticipo piuttosto che rispondere a domande urgenti in un secondo momento, ed è proprio per questo che il nostro processo insiste nel considerare il rischio da ogni angolazione prima di valutarlo, calibrarlo e assumercene la responsabilità.

Quando il rischio viene compreso, diventa investibile. Quando non lo è, non abbiamo problemi a rinunciare, anche se ciò significa perdere un po' di rendimento.

Il credito in Candriam.

20 anni

di innovazione sul credito
hanno portato a una gamma
di prodotti diversificati

Uno dei
pionieri

nell'high yield
dal 1999

**Zero
insolvenze**

nelle nostre strategie
investment grade
e high yield dal lancio

11

gestori di portafoglio
e 11 analisti del credito, la
maggior parte dei quali lavorano
insieme da un decennio

26

esperti ESG
e 5 macroeconomisti
a supporto dei gestori
di portafoglio

Per maggiori informazioni sulle nostre strategie:

Credito | Candriam >

Per scoprire come i nostri team di credito domano il rischio :

Addomestica il rischio – Competenze in materia di credito | Candriam >



Questa è una comunicazione di marketing. Questo documento è fornito solo a scopo informativo e didattico e può contenere opinioni e informazioni proprietarie di Candriam, non costituisce un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari, né rappresenta una raccomandazione di investimento o conferma di alcun tipo di operazione, salvo ove espressamente concordato. Sebbene Candriam selezioni accuratamente i dati e le fonti all'interno di questo documento, errori od omissioni non possono essere esclusi a priori. Candriam non può essere ritenuta responsabile per eventuali perdite dirette o indirette risultanti dall'uso di questo documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere rispettati in ogni momento, i contenuti di questo documento non possono essere riprodotti senza previa autorizzazione scritta.