

Ai generated image

MARZO 2026

Investire nel credito attraverso il ciclo.

Un quadro di rischio per un investimento disciplinato nel credito



Charudatta Shende

Fixed Income Strategist,
Head of Client Portfolio
Management Fixed Income



Marie Thomin

Client Portfolio Manager
Fixed Income

I negoziati di successo raramente si vincono al tavolo delle trattative. Si vincono prima, con la preparazione. Gli investimenti nel credito seguono la stessa logica. I risultati raramente vengono determinati nel momento in cui i mercati ridefiniscono i prezzi; essi vengono definiti molto prima, man mano che aumenta la leva finanziaria, evolvono le condizioni di liquidità e viene valutato il rischio. Il ciclo del credito è la trama che sta dietro a questi cambiamenti, spesso visibile nel comportamento e nelle condizioni di finanziamento ben prima che diventi visibile nei casi di insolvenza.

Perché il ciclo del credito è importante per gli investitori?

Il rischio di credito è asimmetrico. Quando si investe nel credito, i rendimenti si ottengono gradualmente, mentre le perdite possono verificarsi rapidamente quando le condizioni di rifinanziamento si inaspriscono, la liquidità si indebolisce e aumentano i casi di insolvenza.

Il credito è ciclico. Il ciclo del credito riflette l'interazione tra mutuatari, investitori, banche centrali e dinamiche di mercato. Quando gli spread si ampliano e l'avversione al rischio aumenta, le condizioni economiche generalmente si attenuano, determinando un allentamento delle politiche monetarie e una riduzione della propensione al rischio da parte degli investitori.

Il ciclo del credito fornisce un contesto essenziale per le decisioni d'investimento. Aiuta a valutare se i rendimenti siano sostenuti da fondamentali solidi o da condizioni di finanziamento facili. Ignorare il ciclo non significa semplicemente perdere il carry: comporta il rischio di esporsi al credito nel momento sbagliato, quando i mercati si rivalutano rapidamente.

Il ciclo dell'affidabilità creditizia: quattro stadi, due motori

I cicli di credito sono ben noti. La maggior parte degli investitori può descrivere le **quattro fasi generali: risanamento, ripresa, espansione e recessione**. In questo documento, il nostro obiettivo non è quello di insegnare nuovamente le etichette, ma sottolineare **ciò che conta di più in ogni fase: la natura mutevole del rischio**. Nel credito, il ciclo non riguarda semplicemente la crescita e la recessione, ma anche quanto siano favorevoli le condizioni di rifinanziamento, con che facilità venga premiata la leva finanziaria e quanto rapidamente possa scomparire la liquidità quando il sentiment cambia.

In Candriam, analizziamo il ciclo attraverso **due lenti complementari: il ciclo del debito e il ciclo economico**.

- Il **ciclo del debito** rileva l'accumulo di leva finanziaria tra imprese e famiglie e l'evoluzione dell'offerta di credito nel tempo.
- Il **ciclo economico** rileva il contesto economico in cui tale debito deve essere ripagato, rifinanziato e valutato: crescita, inflazione e condizioni monetarie.

Lo stress creditizio tende a emergere quando questi due cicli si rafforzano reciprocamente in modo negativo, ovvero quando la leva continua ad espandersi anche quando la crescita rallenta e la politica diventa meno favorevole.

Il quadro è deliberatamente a monte. **Insolvenze, declassamenti e vendite forzate sono di norma risultati di fine ciclo**; quando diventano evidenti, spesso la rivalutazione è già avvenuta. **I segnali più utili spesso si manifestano prima**: il ritmo e lo scopo dell'indebitamento, la disciplina delle sottoscrizioni, i canali di rifinanziamento e il modo in cui la politica monetaria cambia il margine di errore.

Dal punto di vista del ciclo del debito analizziamo come viene utilizzato il credito, non solo quanto ne esiste. I prestiti immobiliari (a lungo termine e sensibili ai tassi), i prestiti alle imprese non finanziarie (investimenti contro ingegneria finanziaria), la crescita del credito al consumo (sensibilità delle famiglie) e le fusioni e acquisizioni con leva finanziaria (un segnale comportamentale) contribuiscono a rivelare se la resilienza è in fase di ricostruzione o di silenzioso esaurimento. Monitoriamo anche l'ampiezza dell'offerta di credito da parte delle banche e dei mercati dei capitali, poiché i cicli si amplificano quando i finanziamenti rimangono abbondanti anche se le strutture si indeboliscono.

Dal punto di vista del **ciclo economico** ci concentriamo sulle condizioni che determinano la possibilità di ripagare e rifinanziare comodamente il debito: dinamiche di crescita e del mercato del lavoro, inflazione e politica della banca centrale. Ciò influenza i ricavi, i margini e i costi di finanziamento e, in ultima analisi, determina la facilità con cui è possibile ripagare e rifinanziare il debito. Anche livelli moderati di leva finanziaria possono diventare problematici quando la crescita rallenta, aumentano le pressioni inflazionistiche o si inaspriscono le condizioni di finanziamento.

Queste fasi non sono indicatori temporali. Possono persistere per lunghi periodi, subire transizioni irregolari o sembrare invertirsi. **Lo scopo non è quello di individuare il punto di svolta, bensì di riconoscere quando l'equilibrio tra rischio e compensazione sta migliorando e quando sta diventando sempre più asimmetrico.**

Le quattro fasi possono essere riassunte come segue:

1. Fase 1 – Risanamento e riapertura:

Le aziende tendono a ridurre il proprio indebitamento aumentando il capitale azionario, vendendo attività e tagliando i costi. Il tasso di insolvenza è elevato, il rischio è visibile e, spesso, scontato. La dispersione è elevata e gli spread possono offrire un cuscinetto, ma la liquidità può comunque essere irregolare e gli emittenti possono presentare fragilità nascoste.

2. Fase 2 – Ripresa:

Ritorno alla crescita, ripresa degli utili, accelerazione delle emissioni, stabilizzazione della leva finanziaria e calo della volatilità. Con il tasso di insolvenza in calo e la disciplina di bilancio, è lo scenario ideale. In questo caso, il rischio è più legato all'insorgere di un comportamento compiacente e a una silenziosa riduzione del margine di errore.

3. Fase 3 – Espansione:

Ritorna la propensione al rischio delle imprese. Sebbene i fondamentali possano ancora sembrare accettabili, la leva finanziaria aumenta a causa delle spese delle aziende per fusioni e acquisizioni e ingenti investimenti in conto capitale, nonché dell'indebolimento delle attività di sottoscrizione. Con valutazioni rigide, un basso tasso di insolvenza e un contesto politico meno favorevole, il rischio diventa asimmetrico: rialzo limitato ed elevata sensibilità alle condizioni di rifinanziamento.

4. Fase 4 – Recessione:

Le condizioni di finanziamento si inaspriscono, gli utili e la liquidità peggiorano, la leva finanziaria raggiunge livelli massimi, i casi di insolvenza aumentano e gli spread subiscono rapide rivalutazioni. I risultati dipendono dalla struttura, dalla seniority e dal recupero.

2. Ripresa

Aziende: deleveraging, aumento dei tassi di insolvenza, rischi idiosincratici ancora elevati
Banche centrali: accomodanti
Investitori: atteggiamento prudente, i flussi diventano positivi

1. Risanamento

Entreprises: ritorno alla crescita, condizioni di credito agevolate
Banche centrali: neutrali
Investitori: aumento del rischio, afflussi in continua crescita



3. Espansione

Aziende: aumenta la leva finanziaria. Rapida crescita del credito e bassi tassi di insolvenza. Inasprimento delle condizioni di credito
Banche centrali: svolta aggressiva
Investitori: assunzione del rischio, proseguono gli afflussi

4. Recessione

Aziende: rapido deterioramento degli utili. La leva finanziaria aumenta rapidamente e i tassi di insolvenza crescono.
Banche centrali: lente a reagire
Investitori: alla ricerca di una riduzione del rischio, ma limitati dal calo della liquidità. Deflussi.

Fonte: Candriam

Come Candriam gestisce il credito attraverso il ciclo

In Candriam, non consideriamo l'analisi del ciclo del credito come un'attività separata, ma come **un livello contestuale che rafforza un processo guidato dall'emittente**. Lo utilizziamo per sottoporre a stress test l'affidabilità creditizia, calibrare i budget di rischio e garantire che i portafogli siano costruiti in modo da resistere a cambiamenti che possono essere rapidi e impietosi. Il nostro approccio opera su due livelli: **analisi bottom-up degli emittenti** - "Qual è il rischio che corriamo?" - e una **copertura del ciclo top-down** - "È questo il momento del ciclo in cui vogliamo possederlo e, se sì, in che misura e con quale struttura?".

Bottom-up: raccomandazioni sul credito informate dal rischio di ciclo

La ricerca bottom-up è il primo passo del nostro processo d'investimento. I nostri analisti forniscono una raccomandazione interna sul credito per ciascun emittente sulla base di una valutazione del suo profilo aziendale, del suo profilo finanziario e dei rischi legati agli eventi che lo circondano. I criteri ESG sono integrati in questa analisi perché possono incidere sostanzialmente sulla durata dei flussi di cassa, sull'accesso al capitale e sul comportamento di governance, soprattutto quando le condizioni si irrigidiscono.

Il rischio di ciclo è incorporato in questa analisi. Gli analisti si concentrano sulle esigenze di rifinanziamento, sul profilo di scadenza del debito, sulle riserve di liquidità e sulla resilienza del flusso di cassa disponibile in condizioni meno favorevoli. Esaminano gli incentivi gestionali e le potenziali azioni in situazioni di stress, poiché il rischio di eventi spesso aumenta quando il margine di errore si riduce. La struttura a livello di emissione – seniority, clausole, caratteristiche di rimborso anticipato e prospettive di recupero – diventa fondamentale proprio quando le condizioni cambiano.

Prima di formulare una raccomandazione finale, gli analisti valutano il rischio di operare nella fase attuale – e il rischio di passare a una fase meno favorevole. L'obiettivo non è prevedere il giorno in cui il ciclo cambierà. Si tratta di coprire in anticipo il rischio di ribasso, richiedere un margine di sicurezza nei fondamentali e nella struttura e abbandonare l'investimento quando il rendimento dipende da ipotesi che si verificano solo in condizioni perfette.

Approccio top-down: gestire i rischi, non prevedere i picchi

Il nostro approccio top-down analizza le condizioni macroeconomiche e il contesto creditizio più ampio attraverso i fondamentali di mercato, le valutazioni e gli aspetti tecnici. Questo aiuta a costruire una visione coerente di dove la retribuzione sta migliorando e dove sta diminuendo.

Traduciamo il contesto macro – crescita, inflazione e posizione politica – in una valutazione delle condizioni finanziarie. Il team di credito interpreta quindi le implicazioni per il rischio di spread tra le diverse regioni e i diversi rating, integrando fondamentali, valutazioni, sentiment e aspetti tecnici. Il nostro obiettivo non è quello di emettere un segnale meccanico, ma di produrre un chiaro messaggio di rischio che informi la costruzione del portafoglio.

Poiché i cambiamenti di regime possono essere rapidi e brutali, **puntiamo ad adeguare progressivamente il rischio man mano che l'asimmetria aumenta**. Ciò può significare realizzare profitti quando gli spread hanno fatto il loro lavoro, migliorare la qualità quando il margine di errore si riduce e mantenere una liquidità sufficiente per evitare vendite forzate. **Nel credito, le opportunità tendono a presentarsi quando altri sono vincolati. Un quadro ciclico disciplinato è ciò che mantiene un portafoglio privo di vincoli.**

Essere contrarian quando conta: posizionamento del portafoglio lungo tutto il ciclo

Essere contrarian nel credito non significa evitare in modo permanente il rischio. Si tratta di assumersi il rischio quando conviene farlo – e di essere prudenti quando il mercato offre l'illusione di sicurezza al prezzo di uno spread insufficiente.

Il posizionamento del nostro portafoglio si evolve con una compensazione del rischio in tutte e quattro le fasi.

- **Fase 1 – Risanamento e riapertura**

Le aziende diventano più favorevoli agli obbligazionisti. Cerchiamo situazioni di deleveraging del credito in cui gli spread offrano ancora un margine di sicurezza. **L'attenzione si concentra sulla selettività:** emittenti con un sistema di risanamento dei bilanci credibile, forte liquidità e opzionalità del rifinanziamento. **L'obiettivo è aggiungere rischio con disciplina.**

- **Fase 2 – Ripresa**

Cerchiamo di **aumentare gradualmente il beta** poiché in questa fase le condizioni di mercato potrebbero essere più favorevoli per ottenere rendimenti positivi. Il dimensionamento e la struttura delle posizioni diventano importanti quando il premio di rischio si riduce. Cerchiamo di sfruttare il carry senza esternalizzare il controllo del rischio verso il mercato.

- **Fase 3 – Espansione**

La nostra posizione è quella di un carry difensivo. Monitoriamo i potenziali eccessi del comportamento aziendale: fusioni e acquisizioni finanziate con leva finanziaria, distribuzioni agli azionisti, erosione dei covenant e cali delle sottoscrizioni. È proprio in questi momenti che la disciplina è meno alla moda, ma anche più preziosa. Tendiamo a privilegiare la resilienza di bilancio rispetto allo spread marginale, a ridurre l'esposizione ai crediti che dipendono dal continuo accesso al mercato ed a evitare strutture con scarsa protezione dai ribassi.

- **Fase 4 – Recessione**

I risultati del portafoglio sono dominati dalla gestione della liquidità e dalle sottoscrizioni al ribasso. Ci concentriamo sulla preservazione della flessibilità, restando al contempo pronti a riallocare il rischio in modo selettivo, in quanto le dislocazioni creano opportunità. Quando gli spread si ampliano oltre quanto giustificato dai fondamentali, un portafoglio preparato può ridistribuire il rischio in modo selettivo – assumendo un atteggiamento contrarian quando il rischio è visibile e scontato.



Source: Candriam



In Candriam, **l'equilibrio tra analisi top-down e bottom-up non è statico: si adatta all'evoluzione del ciclo del credito**. Utilizziamo sempre entrambe le prospettive in parallelo — la ricerca sugli emittenti per definire il rischio che deteniamo e una lettura macro e ciclica per valutare se il mercato ci remunera adeguatamente per assumerlo. Tuttavia, nella fase di costruzione del portafoglio, è il ciclo a determinare quale prospettiva debba avere maggiore peso.

Nelle fasi in cui la dispersione è elevata e gli esiti dipendono dal comportamento degli emittenti e dalla struttura del capitale, la convinzione bottom-up e la selezione dei titoli guidano la differenziazione. Quando invece le correlazioni aumentano e i movimenti di prezzo sono dominati da una più ampia rivalutazione del rischio, la disciplina top-down diventa il punto di riferimento — orientando il beta, la liquidità e il budget complessivo di rischio, mentre continuiamo a individuare opportunità idiosincratice.

In pratica, questo significa che:

- **Nelle fasi finali del ciclo espansivo** — quando gli spread sono compressi, l'euforia può mascherare fragilità e il margine di errore si riduce — **poniamo maggiore enfasi sull'analisi fondamentale bottom-up**: privilegiamo la resilienza dei bilanci, la flessibilità di rifinanziamento e strutture che offrano protezione al ribasso, preparando il portafoglio a un possibile punto di svolta del ciclo.
- **Durante la fase di risanamento**, quando gli spread si allargano e i crediti più solidi recuperano più rapidamente, **ci affidiamo nuovamente in misura significativa all'analisi bottom-up** per identificare gli emittenti più probabilmente in grado di riaprire l'accesso ai mercati e di rivalutarsi per primi.
- **Nelle fasi di contrazione**, al contrario, gli spread tendono a muoversi in modo più uniforme, con le condizioni di liquidità e le dinamiche di regime che dominano le performance; in questo contesto, **la prospettiva top-down guida il posizionamento del portafoglio**, anche se possono emergere dislocazioni selettive specifiche a livello di emittente.
- **La fase di ripresa** tende analogamente a essere caratterizzata da una compressione generalizzata degli spread e da performance guidate dal beta — **rendendo centrale la gestione del beta e la calibrazione del rischio in ottica top-down** — mentre il lavoro bottom-up garantisce la cattura del carry senza compromettere la resilienza del portafoglio man mano che le condizioni evolvono.

Conclusioni

Tracciare le quattro fasi del ciclo non è certamente un concetto nuovo. Ciò che è importante, tuttavia, è come viene utilizzata l'analisi di queste fasi. **Il ciclo del credito non è un esercizio di previsione: è un quadro di gestione del rischio.** Evidenzia quando la liquidità è abbondante o fragile, quando la leva finanziaria è premiata o semplicemente tollerata e quando il mercato compensa l'incertezza o ti premia sulla base della compiacenza del mercato.

In Candriam, il nostro approccio al ciclo è sia bottom-up che top-down, perché il rischio di credito è sia idiosincratico che sistemico. Il nostro obiettivo è anticipare i rischi, esaminando attentamente i canali di rifinanziamento, l'andamento dei bilanci e il margine di errore sempre più ridotto, piuttosto che cercare di prevedere il giorno in cui il ciclo subirà un'inversione di tendenza. In un mondo in cui le transizioni possono essere brusche e gli avvertimenti sono spesso sottili, la preparazione conta più della profezia.

Nell'investimento nel credito, il momento migliore per gestire il rischio è proprio quando sembra superfluo, perché i mercati appaiono tranquilli. Ecco perché il nostro processo insiste sulla lettura precoce del ciclo, sulla sottoscrizione continua del ribasso e sul mantenimento della liquidità, in modo da poter agire quando gli altri non sono in grado di farlo. Il nostro obiettivo è ottenere una performance creditizia resiliente nel corso dei cicli economici e la capacità di trasformare le tensioni di mercato in opportunità quando i rendimenti tornano ad essere remunerativi.

//

**Il momento per riparare il tetto è
quando splende il sole**

– John F. Kennedy

Per maggiori informazioni sulle nostre strategie:

[Credito / Candriam >](#)

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

[Doma il rischio. Non scappare. / Candriam >](#)



Investire nei mercati del credito comporta dei rischi, tra cui il rischio di perdita di capitale.

INFORMAZIONI IMPORTANTI

Questa è una comunicazione di marketing. Questo documento è fornito esclusivamente a titolo informativo ed educativo e può contenere opinioni e informazioni di proprietà di Candriam. Il presente documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita di strumenti finanziari né rappresenta una raccomandazione di investimento o conferma alcun tipo di transazione, eccetto laddove espressamente concordato. Le opinioni, le analisi e i punti di vista espressi nel presente documento rappresentano esclusivamente il punto di vista di Candriam. Sebbene Candriam selezioni attentamente le fonti e i dati contenuti in questo documento, non si può escludere a priori la presenza di eventuali errori od omissioni. Candriam declina ogni responsabilità in relazione ad eventuali perdite dirette o indirette conseguenti sull'uso di questo documento. I diritti di proprietà intellettuale di Candriam devono essere sempre rispettati e il contenuto del presente documento non può essere riprodotto senza previa approvazione scritta.