

## Investimenti

### OBBLIGAZIONI SPECULATIVE

# High yield, meglio concentrarsi sulle occasioni domestiche

I bond ad alto rendimento hanno assicurato risultati sopra il 100% nell'ultimo decennio. Adesso vanno ridimensionate le aspettative (3-4% l'anno). Stati Uniti più rischiosi dell'Europa

di **Pieremilio Gadda**

**C**rescita positiva e tassi contenuti. Liquidità in abbondanza. Volatilità ai minimi ed elevata propensione al rischio. Il 2017 ha garantito le condizioni perfette per un altro anno di guadagni robusti nell'universo delle obbligazioni high yield.

Al netto del movimento a «V» osservato nel mese di novembre, l'universo globale delle emissioni «speculative» ha reso quasi dieci punti percentuali da inizio anno, consolidando i risultati accumulati nell'ultimo decennio: più 116%, solo pochi punti in meno rispetto alle performance di Wall Street, a quota 123%. E con il segmento delle emissioni europee capace di fare persino meglio, 142%. Inevitabile a questo punto interrogarsi su quanto carburante sia rimasto ad alimentare il rally.



**Gestore**  
Rocco Bove,  
responsabile  
obbligazionario  
di Kairos: oggi le  
obbligazioni  
speculative offrono  
dieci volte il bund  
tedesco

Del resto, più gli spread stringono — sono vicini ai minimi pre-Lehman — meno spazio c'è per ammortizzare eventuali cadute. Maggiore dovrà essere, di conseguenza, la cautela degli investitori. Specialmente negli Stati Uniti, dove il ciclo del credito è in una fase molto avanzata e da qualche anno si assiste a un atteggiamento più aggressivo da parte di molte società. Sale la leva finanziaria. Peggiora la qualità

media degli emittenti. Aumentano la quota di prestiti *covenant lite*, con meno tutele per i creditori e i bond destinati a finanziare operazioni di acquisizione, stacco di dividendi o riacquisto di azioni proprie.

In questo scenario, c'è ancora valore nelle emissioni high yield? «Sì, a patto che gli investitori siano disposti a rivedere le proprie aspettative: nel 2018 possono attendersi un rendimento del tre/quattro per cento», calcola Rocco Bove, responsabile obbligazionario di Kairos. Convinto che oggi sia necessario ragionare in termini relativi: il rendimento a scadenza del segmento hi-

gh yield è storicamente un multiplo di due/due volte e mezzo il tasso *free risk* dei bond governativi, spiega. Oggi le obbligazioni speculative europee offrono il 3,2%, dieci volte il bund a 10 anni. Negli Usa siamo al 5,7%, con i Treasury al 2,3%. Il dimezzamento degli

spread osservato negli ultimi due anni si spiega almeno in parte con le buone notizie sul fronte macro: la crescita economica è in consolidamento e sincronizzata su scala globale. Calano i fallimenti: Moody's prevede un tasso di default in discesa all'1,9% a settem-

bre del 2018 per gli emittenti con rating speculativo. Era il 4,6% un anno fa. «Comunque sia, gli attuali livelli di rendimento non compensano adeguatamente i rischi», avverte Alfonso Maglio, responsabile ufficio studi di Marzotto sim. Secondo cui, la tenuta

del settore dipende da un altro fattore:

«Molti investitori istituzionali sono forzati a restare investiti perché altrove i rendimenti sono troppo bassi.»

### Le prospettive

Da qui in avanti, in ogni caso, guadagnare con le obbligazioni high yield sarà più difficile. «Se negli ultimi anni è bastato cavalcare la tendenza rialzista, oggi è necessario essere molto selettivi. Gli spread contenuti non lasciano spazio a eventuali errori», avverte Bove. Secondo il gestore, le prospettive del segmento europeo sono più attraenti: «Il Vecchio continente ha davanti a sé almeno altri due anni di ciclo economico in espansione. Per gli Usa è questione di mesi. Nel primo trimestre del 2018 gli spread potrebbero toccare i minimi, prima di una graduale inversione di tendenza. Non significa che le emissioni speculative americane subiranno un crollo. Ma che, nonostante i rendimenti più bassi, oggi mi trovo più a mio agio con i titoli europei. Indirettamente sostenuti anche dal programma di acquisti della Bce».

Il paniere Usa è molto più esposto alle dinamiche del petrolio: l'energia vale circa il 14% dell'indice, tre volte il peso del comparto nel benchmark europeo. Due sono le potenziali minacce in grado di destabilizzare il segmento high yield: «un inatteso cambio di rotta del ciclo economico e uno choc inflattivo — chiarisce Maglio —. Prezzi al



consumo in rapida risalita, oltre le aspettative, costringerebbero le banche centrali ad accelerare il processo di normalizzazione della politica monetaria. Un drastico rialzo dei tassi farebbe deragliare le classi di attivo rischiose». Non bisogna dimenticare il rischio di liquidità. Negli ultimi 10 anni, la regolamentazione ha compresso il ruolo delle grandi banche d'affari nel facilitare l'incontro tra domanda e offerta, con funzione di cuscinetto. In fase di panico, si può verificare un forte allargamento del differenziale tra prezzi di acquisto e di vendita. «La crescita delle masse confluite negli strumenti passivi — conclude Bove — può esasperare questa tendenza in caso di tensione sui mercati».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Il confronto

Le performance di alcuni dei principali indici obbligazionari globali nel 2017 e su un orizzonte di 5 e 10 anni. Dati in valuta locale al 30/11/2017

Indice	Settore (obbligazioni)	Rendimento		
		2017	5 anni	10 anni
JPMorgan government bond emerging markets index	Governative Paesi emergenti	<b>12,69%</b>	-6,05%	40,55%
Bloomberg Barclays global HY total return index	Speculative globali	<b>9,84%</b>	33,09%	116,52%
Citi world broad investment grade	Globali di buona qualità	<b>7,30%</b>	15,05%	49,18%
Bloomberg Barclays US HY total return index	Speculative americane	<b>7,19%</b>	33,70%	115,88%
Bloomberg Barclays Pan-European HY total return index	Speculative europee	<b>6,44%</b>	39,84%	142,78%

Fonte: Bloomberg

## Corsa a tre

L'andamento dei panieri high yield nel mondo, negli Usa e in Europa



## Il rally americano

L'andamento dell'indice US high yield da inizio anno



s.f.