

2007, HIGH YELD ANCORA MEGLIO DEI GOVERNATIVI

E' la previsione del team di gestione di WestLB Mellon, che consiglia di sovrappesare per i prossimi mesi questa componente più rischiosa ma più remunerativa

■ di Fabio Sansone

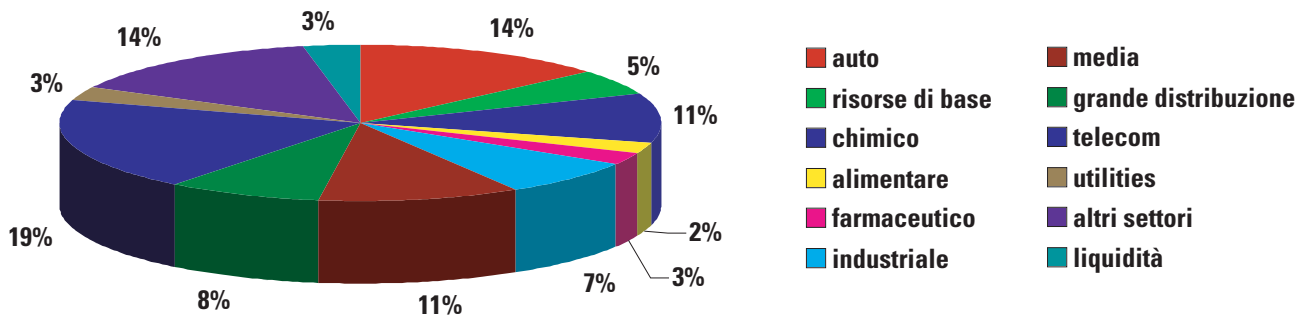
Nel corso dell'anno le obbligazioni ad alto rendimento cosiddette high yield euro, grazie a una performance positiva del 5,5%, hanno nettamente superato sia i corporate bond euro di tipo investment grade (con rating medi-alto), che hanno segnato un progresso dello 0,4%, e sia i titoli di Stato euro (+0,1%). I rendimenti del settore high yield sono stati alimentati da alti rendimenti offerti da questi tito-

li e dal restringimento degli spread (l'extra rendimento rispetto ai titoli governativi). I titoli di Stato hanno sofferto il contesto economico e l'improvviso aumento dei tassi da parte della Bce, mentre i corporate bond, hanno sofferto meno ma senza brillare.

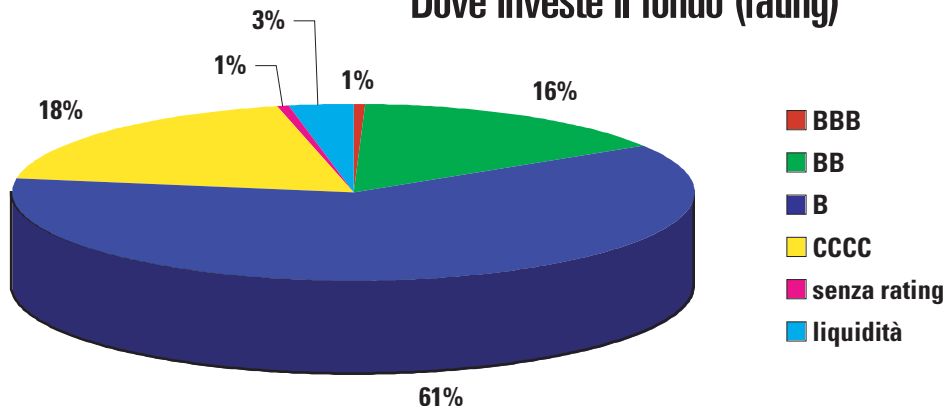
Ma qual sono le previsioni, in termini di potenzialità di rendimento, per i prossimi 6-12 mesi? *Investire* lo ha chiesto all'Euroland Fixed Income team di WestLB Mellon guidato da Henning Lenz, al quale riferiscono Christian Doppstadt, asset manager and head of corporate credit (IG) e Gunther Westen, head of asset allocation / fund management.

Proprio quest'ultimo sottolinea, a proposito dei titoli di Stato: «L'attuale minirally dovrebbe rallentare con il rimbalzo dell'attività economica e la diminuzione dell'inflazione negli Usa. Sembra prematuro temere una recessione negli Usa a causa del crollo del real estate e dei successivi tagli dei Fed Funds nel primo trimestre del 2007. Inoltre l'espansione economica nell'a-

Dove investe il fondo (settori)



Dove investe il fondo (rating)



La suddivisione per settori degli emittenti nel portafoglio del fondo WestLMB Mellon european highYield bond.

La suddivisione per livelli di rating degli emittenti nel portafoglio del fondo WestLMB Mellon european highYield bond.

rea Euro è autosufficiente e potrebbe ancora offrire sorprese verso l'alto. Nonostante questo scenario la Bce probabilmente alzerà i tassi fino al 4% o anche di più. Di certo di più di quello che si aspettano gli operatori e sarebbe una sorpresa negativa. Date queste prospettive non credo che i bond governativi potranno ottenere risultati migliori rispetto al 2006».

Sugli high yield si esprime invece Lenz: «Lo spread del mercato High Yield attualmente è di 276 punti base (2,76%) al di sopra dei Bund. In base al nostro modello di fair value prevediamo un allargamento degli spread fino a un valore di circa 340 punti base in un orizzonte temporale di 12 mesi. Per questo riteniamo che il settore High Yield potrà rendere circa il 5% nei prossimi 12 mesi».

Doppstadt, invece, fornisce questa valutazione sui corporate bond:

«Se si considerano le soddisfacenti prospettive macroeconomiche e le condizioni stabili del settore corporate, prevediamo che nel breve/medio termine gli spread per l'indice "iboxx Euro corporate all universe" (che adesso è negoziato a 31 punti base sopra l'asset swap, 52 punti base al di sopra del Bund) avranno un andamento discontinuo».

Quali dovrebbero essere i punti forti e quelli deboli dei titoli high yield euro per i prossimi 6-12 mesi?

Per Lenz i punti di forza sono sostanzialmente quattro a cominciare dalla domanda che dovrebbe rimanere forte mentre l'emissione di nuove obbligazioni high yield sembrerebbe rimanere piuttosto moderata fino alla fine dell'anno. Questa situazione di eccesso di domanda rappresenta un supporto tecnico per la classe di investimento. «Per i prossimi 12 mesi» e siamo al secondo punto a favore «si prevede che la crescita economica in Europa rimanga piuttosto solida. In Usa dovrebbe rimanere a livelli rispettabili, mentre in Asia dovrebbe rimanere sostenuta. In terzo luogo i bilanci delle società indicano un buono stato dei fondamentali per la maggior parte dei propri high yield. Sebbene alcuni settori (auto, packaging) stiano affrontando problemi la maggior parte delle so-

cietà registrano risultati soddisfacenti. Le previsioni sui risultati delle società continua ad essere costruttivo». Ultimo ma non meno importante è l'indicatore dei tassi di default (percentuale di emittenti che non onora i pagamenti o che fallisce) che si attesta su un livello basso (mondiale 1,59%, area euro 0,52%). «Se i tassi di default mondiali dovessero salire al 2,4%, come anticipato da Moody's per l'agosto 2007, le cedole dovrebbero più che compensare il previsto aumento degli spread» spiega Lenz che, a proposito invece dei punti di debolezza, indica l'importanza della selezione dei bond in cui investire. «Diverrà sempre più determinante nel tempo. Mentre la maggior parte dei risultati delle società sono soddisfacenti da inizio anno, il numero di quelli alquanto deludenti sta crescendo gradualmente. Inoltre alcune delle società che hanno emesso recentemente bond high yield hanno una struttura dei capitali abbastanza aggressiva. Per queste Società l'emergere di problemi operativi o una più severa flessione economica potrebbero portare a difficoltà finanziarie».

Gli spread dei bond high yield, inoltre, sono vicini ai minimi storici attualmente a 280 punti base sopra l'indice Bunds. Se la volatilità del mercato azionario continuerà a salire gli spread dei bond high yield potrebbero aumentare leggermente». Da non trascurare poi i cosiddetti shock esterni, come una improvvisa crescita del prezzo del petrolio o una più seria crisi geopolitica potrebbero mettere sotto pressione questo mercato. Dal punto di vista del credito, non si possono mai escludere rischi legati ad eventi negativi, come ad esempio potenziali problemi di bilancio o operazioni straordinarie (LBO) che peggiorano la qualità del debito delle società high yield.

Quali dovrebbero essere i punti forti e quelli deboli dei titoli corporate bond euro per i prossimi 6-12 mesi?

Per Doppstadt a favore delle obbligazioni societarie giocheranno le previsioni a livello macroeconomico che supportano l'idea di stabilità nel credito corporate, e con utili che continua-

Da sapere

Investment Grade

Giudizio di merito, emesso da agenzie internazionali specializzate (Moody's e Standard & Poor's), sulla una capacità, superiore alla media di mercato, di una società di onorare nei tempi e nei modi promessi i debiti contratti. Rientrano nella fascia Investment grade superiore i rating compresi tra AAA e A- della scala di S&P e quelli tra AAA e A3 di Moody's.

Spread Differenziale

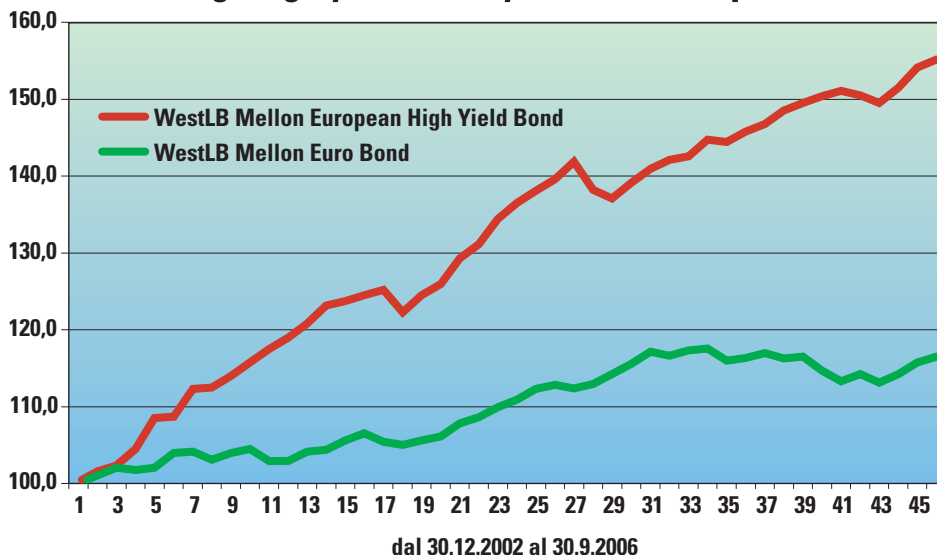
In questo caso differenziale di rendimento offerto tra un titolo obbligazionario, per esempio un corporate bond, e un altro di riferimento, di solito il titolo governativo della stessa valuta e scadenza.

I primi 10 emittenti in portafoglio

SOCIETÀ	SETTORE	PESO %
GMAC	AUTO	5,0
LIGHTHOUSE	MEDIA	4,2
FIAT	AUTO	4,0
NORDIC TEL	TELECOM	3,5
WINDAC	TELECOM	3,3
ROCKWOOD	CHIMICO	3,2
RAY ACQUISITION	GRANDE DISTRIBUZIONE	2,7
FORD MOTOR	AUTO	2,7
FS FUNDING	INDUSTRIALE	2,6
RHODIA	CHIMICO	2,5

I primi 10 emittenti del portafoglio del fondo WestLB Mellon european high yield bond.

Agli high yield il derby dei bond europei



A confronto i rendimenti dei due fondi WestLB Mellon specializzati.

no a crescere. Ma anche il miglioramento dell'efficienza operativa e la creazione di un cash flow robusto svolgono un ruolo positivo così come il miglioramento dei bilanci e i livelli di indebitamento che si sono abbassati. Gli indicatori di credito dovrebbero rimanere relativamente stabili, beneficiando di risultati operativi solidi e di indici finanziari auto imposti (disciplina dei costi). I tassi di default sono ai minimi da più di otto anni e le agenzie di rating prevedono solo un lento incremento per il 2007. Inoltre proseguiranno nel 2007 una serie di fattori tecnici di supporto quali un fitto calendario di rimborsi, e l'assenza di un'accelerazione nelle attività di emissioni: le nuove emissioni troveranno una discreta accoglienza da parte degli investitori.

«Per quanto attiene ai punti deboli segnalerei invece che i management societari stanno spostando la loro attenzione dalla riduzione del debito all'ottimizzazione dei bilanci e alla crescita. Inoltre l'incremento dell'attività di M&A (fusioni e acquisizioni), soprattutto nei settori frammentati, (ma anche nelle telecomunicazioni) può creare non pochi contraccolpi alla solidità finanziaria degli emittenti. Allo stesso modo non gioca certo a favore di questa asset class l'obiettivo di creare di

valore per gli azionisti attraverso l'incremento del pagamento di dividendi e il riacquisto di azioni proprie.

Quali dovrebbero essere i punti forti e quelli deboli dei titoli governativi euro per i prossimi 6-12 mesi?

Secondo Westen lo scenario di rischio è un significativo rallentamento dell'economia globale, soprattutto negli Stati Uniti, con un calo dell'inflazione. Le previsioni di un taglio dei tassi dovrebbero dare inizio ad un rally dovuto all'aumento dell'inclinazione della curva dei tassi a seguito della diminuzione dei tassi monetari.

Quale strategia adottate sui titoli high yield per i prossimi 6-12 mesi?

Lenz: «Data l'attuale situazione nel mercato europeo high yield, caratterizzato da bassi tassi di default e restringimento degli spread, pensiamo di sovrappesare i bond high yield dell'area euro per i prossimi sei mesi. Considerando un orizzonte di dodici mesi prevediamo un leggero allargamento degli spread, ma riteniamo che ci sia la possibilità di generare ancora buone performance sovrappesando le posizioni su questa asset class. ■

Da sapere

■ **Duration**
Misura del rischio di variazione del prezzo dell'obbligazione a tasso fisso al variare di tassi di interesse. Spesso è però usato come sinonimo per indicare la scadenza media dei titoli in portafoglio.

■ **Rating**
Giudizio di merito, emesso da agenzie internazionali specializzate (quali ad esempio Moody's e Standard & Poor's), sulla capacità di una società di onorare nei tempi e nei modi promessi i debiti contratti. Più il rating è elevato più la solidità della società garantisce i debitori e viceversa in caso di rating minore.

■ **Curva dei tassi**
Indica la distribuzione nel tempo (di solito da tre mesi a 30 anni) dei rendimenti dei titoli a tasso fisso di una determinata area valutaria. Per esempio la curva dei tassi euro, indica quali sono i rendimenti dei titoli a tasso fisso denominati in euro a partire da quelli con scadenza a breve termine (3-6 mesi) fino a quelli con scadenza lunga (10 e 30 anni).