

Rassegna del 28/06/2016

BNL-GRUPPO BNPP

25/06/16 **Sole 24 Ore Plus**

20 [Intervista a Christophe Auvity - «Si ai bond high yield ma con attenzione»](#)

Della Valle Isabella

1

«Sì ai bond high yield ma con attenzione»

Buone opportunità di diversificazione ma restano una classe d'attivo rischiosa

Isabella Della Valle

■ Sul comparto obbligazionario "tradizionale" è sempre più difficile scegliere investimenti che possano dare ritorni interessanti. Su quale segmento bisognerebbe orientarsi?

In un contesto come l'attuale, contraddistinto da rendimenti estremamente bassi, è sempre più difficile conseguire un rendimento positivo investendo in obbligazioni. Circa il 40% del mercato del debito sovrano in euro mostra rendimenti in territorio negativo. Anche il decennale tedesco, considerato il più caro tra i titoli governativi dell'area euro, è scivolato in territorio negativo verso metà giugno. Mentre i titoli di stato tedeschi a 10 anni sono appena ritornati a offrire rendimenti positivi, i bond da 0 a 9 anni restano negativi. Dato il persistere in Europa di un contesto di bassa crescita e inflazione contenuta, ci attendiamo che questo scenario di tassi bassi sia destinato a durare.

Alla luce di una simile situazione, al fine di massimizzare i rendimenti e il ritorno potenziale sull'investimento, gli investitori tradizionalmente affezionati ai titoli governativi si stanno spostando sempre più nell'area delle emissioni societarie. E anche chi investe nel credito "corporate" si sta muovendo più in basso lungo la scala del rating, giungendo ai titoli high yield, al credito strutturato, alle emissioni di private placement e ai prestiti.

Come selezionate gli high yield da inserire nei portafogli?

Il comparto high yield rappresenta una buona opportunità di diversificazione, offrendo un rendimento medio attorno al 4,50% (Merrill Lynch Euro High Yield index, giugno 2016). Da un punto di vista fondamentale, gli indicatori di tale comparto appaiono interessanti, giacché presentano tassi storici di default molto bassi, una leva finanziaria stabile e un livello di liquidità rassicurante. Nonostante i vantaggi, le obbligazioni high yield restano una classe di attivo rischiosa, contraddistinta da una volatilità elevata

e da un importante e peculiare rischio specifico connesso all'emittente. Di conseguenza, la selezione di emittenti high yield deve fondarsi su una solida analisi creditizia e sulla piena comprensione dei fondamentali dell'emittente, integrata se possibile da incontri diretti con il management della società.

Egli investment grade?

Come nel caso dei titoli high yield, la selezione delle emissioni investment grade è anch'essa basata su una solida ricerca fondamentale, benché l'elemento macroeconomico e di mercato giochi in questo caso un ruolo maggiore. Le obbligazioni investment grade manifestano maggiore sensibilità ai movimenti dei tassi di interesse che sono intrinsecamente legati al contesto macroeconomico prevalente.

Ultimamente si parla più dei tassi negativi dei titoli governativi che di quelli di default. Com'è la situazione su questi ultimi?

I bilanci societari sono ancora piuttosto sani e in Europa, in presenza di una crescita positiva ma fiacca, i comportamenti aggressivi da parte delle società rimangono limitati. In tale contesto, i tassi di default nel continente dovrebbero restare bassi anche in futuro; eventuali incrementi gradualmente di tali tassi saranno legati al miglioramento del quadro della crescita.

Quali strumenti utilizzate per valutare il grado di rischio delle emissioni?

Analizziamo il rischio emittente guardando ai fondamentali piuttosto che affidandoci a strumenti quantitativi. Nella fase attuale dei mercati, il rischio specifico peculiare di ciascun emittente ha acquisito primaria importanza, poiché l'esatta comprensione del rischio a livello individuale è divenuta cruciale per un gestore. Noi possiamo contare su un team di ricerca composto da 13 analisti del credito, specializzati per settore, che garantiscono la qualità della ricerca fondamentale tanto a livello emittente quanto sull'universo investibile. Gli analisti usano un sistema di valutazione proprietario che assegna un punteggio a ciascun emittente sulla base del valore industriale, del valore fondamentale, del rating atteso, del "recovery value" e del valore relativo. Per ciascun emittente, si esaminano le tendenze storiche rispetto alla situazione finanziaria attuale, nonché la performan-

ce operativa. Questi trend servono a giudicare la ragionevolezza delle previsioni riguardo ai futuri risultati di gestione e alla posizione finanziaria attesa. I nostri modelli di analisi della redditività e del cash-flow incorporano come minimo 5 anni di dati finanziari storici e 1-2 anni di proiezioni future. I modelli finanziari aiutano l'analista ad anticipare le mutazioni nel merito di credito, i cambiamenti nelle strategie finanziarie dell'emittente e l'impatto finale sulla qualità del credito nel breve, medio e lungo termine.

Come siete esposti sui corporate?

Come gestore corporate, abbiamo un'esposizione strutturale alle emissioni societarie. Dato il perdurante contesto di tassi bassi, ci attendiamo una crescita della domanda di corporate bond. Inoltre, il mercato primario dei titoli corporate continua ad essere attivo, evidenziando un numero crescente di società che ricorre ad emissioni per soddisfare la domanda.

Acquistate titoli in valuta? In che modo gestite la variabile cambio?

Nei nostri portafogli europei, i titoli denominati in valuta estera possono essere utilizzati in un'ottica di diversificazione. Attualmente, l'esposizione in cambi è essenzialmente legata a una quota di investimento in obbligazioni denominate in dollari, che offrono un pick-up di rendimento interessante grazie a tassi più elevati e spread più ampi rispetto ai bond europei. L'elemento tasso è particolarmente importante, dato che gli Usa sono all'inizio di un ciclo rialzista, e movimenti al rialzo dei tassi di interesse hanno riflessi negativi sulla valutazione dei titoli. Per far sì che il nostro rischio caratteristico resti quello di credito (e non quello di interesse o di cambio), copriamo l'esposizione valutaria con currency swap, mentre l'esposizione al rischio tasso è totalmente o parzialmente coperta utilizzando "future" per limitare la duration delle obbligazioni in dollari.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



FLASH



Società specializzata in gestione patrimoniale

Bnp Paribas Investment Partners è la società del gruppo specializzata nei servizi di gestione patrimoniale. Presente in Italia da più di 20 anni, offre una gamma completa di servizi sia ai clienti istituzionali che agli investitori privati, avvalendosi delle competenze di una rete internazionale di centri di investimento. Rating Fitch: "Highest standards" (rating massimo). Presente in 35 Paesi (Europa, Asia-Pacifico, America settentrionale, America latina, Europa orientale, Medio oriente ed Africa). Con 3mila dipendenti e 600 professionisti degli investimenti. Responsabilità sociale: primi firmatari dei principi Onu per gli investimenti responsabili. Patrimonio: 521 miliardi a fine marzo 2016

CHRISTOPHE AUVITY
GLOBAL CORPORATE CREDIT

Chief Investment Officer



Christophe Auvity ha un'esperienza ventennale nel campo del reddito fisso. È il Cio del Team Corporate Credit, che gestisce i fondi comuni High Yield e Investment Grade. Prima di questo incarico, Christophe è stato capo pm del Global Investment

Grade Account dal 2010 al 2012. Precedentemente, aveva gestito portafogli di investimento High Yield a lungo termine all'interno di **BNP Paribas** Asset Management, oltre alla gestione del collaterale su strumenti Cso all'interno di Fftw, il nostro partner

globale per la gestione del reddito fisso. Specializzato nel reddito fisso e nel debito societario, Christophe ha partecipato attivamente nella definizione del processo di investimento all'interno del team credit research nei primi anni 2000

La fotografia

Andamento degli spread



FONTE: Barclays Live

Il grafico mostra l'evoluzione degli spread nel comparto Investment Grade europeo (Barclays Euro Aggregate Corporate index). In Europa, i mercati del credito hanno sofferto di un ampliamento degli spread in gennaio e febbraio a seguito delle preoccupazioni sulla Cina, sull'economia globale e sulla crescita in Usa. Da quando, in marzo, la Bce ha annunciato il

programma di acquisto di obbligazioni societarie, gli spread si sono ristretti di 40 p.b., ma rimangono più ampi rispetto al livello di 75 p.b. sperimentato a marzo 2015. Nonostante i recenti movimenti, gli spread restano quindi più ampi dei minimi storici e ci attendiamo che possano ulteriormente restringersi di 20 p.b. prima di fine anno.

La top ten

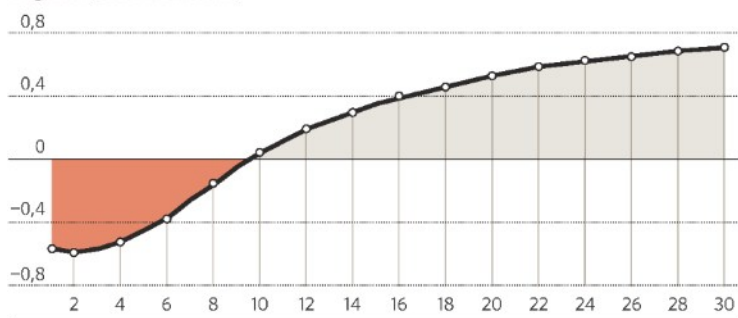
EMITTENTE	SCADENZA	CEDOLA	RATING	ISIN	REND. %
Anheuser-Busch Inbev	17/03/25	1,5	A-	BE6285454482	1,13
Sanofi-aventis	05/04/24	0,625	AA	FR0013143997	0,67
Deutsche Telekom Ag	03/04/23	0,625	BBB+	XS1382792197	0,70
Morgan Stanley Dean W.	11/03/24	1,75	BBB+	XS1379171140	1,53
Eads Nv	13/05/26	0,875	A	XS1410582586	0,95
Holcim Ltd	26/05/23	1,375	BBB	XS1420337633	1,13
Intesa	18/06/21	2	BBB-	XS1077772538	1,03
Goldman Sachs Group Inc	27/07/23	2	BBB+	XS1265805090	1,38
Union Electrica Fenosa Sa	11/04/22	3,875	BBB	XS0914400246	0,81
Telefonica Emisiones Sau	13/04/22	0,75	BBB	XS1394777665	0,86

La tabella mostra i dieci titoli maggiormente presenti nel nostro fondo di Investment grade europeo, Parvest Bond Euro Corporate. Questo è espresso in termini di esposizione assoluta. I dieci titoli maggiormente presenti fanno parte di settori difensivi quali consumi non ciclici, industriali e telecomunicazioni.

I maggiori dieci emittenti sono stati acquistati nel mercato primario, quindi forniscono una buona liquidità. Inoltre, sempre questi dieci maggiori emittenti (escluse le banche) hanno i requisiti per essere acquistati dal programma della Bce e questo può limitare la volatilità degli emittenti.

I rendimenti sui titoli governativi in euro

Con scadenza inferiore a 10 anni (asse orizzontale) hanno rendimenti negativi (asse verticale)



Fonte: Barclays Live