

PROVA A PRENDERMI

ASPETTI SALIENTI

In questo contributo esaminiamo da vicino le caratteristiche fondamentali, tecniche e di valutazione dei mercati del credito globali, oltre che i potenziali rendimenti per il 2019, ed esprimiamo la nostra preferenza per le obbligazioni europee high yield e le obbligazioni subordinate.



Michalis Ditsas
Investment Specialist

"I mercati del credito globali hanno iniziato l'anno all'insegna della solidità, poiché gli investitori hanno reagito positivamente all'atteggiamento sempre più accomodante delle banche centrali e al miglioramento delle valutazioni in una classe di attivi tuttora caratterizzata da buoni fondamentali."

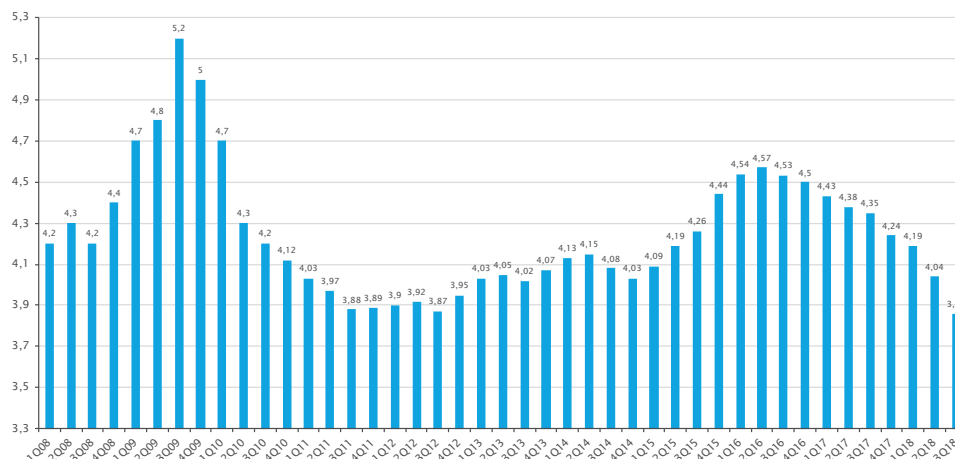
Proprio come nel film "Prova a prendermi" in cui l'inafferrabile protagonista evita la cattura inventandosi nuove vite, il mercato del credito statunitense e quello europeo sono in continua evoluzione e presentano nuove opportunità.

I mercati del credito hanno segnato un rimbalzo dalla svendita di dicembre, a fronte dell'attenuarsi dei timori in merito al rallentamento della crescita globale e, fattore più importante, del calo sostanziale delle aspettative di un aumento dei tassi d'interesse negli Stati Uniti e in Europa. Ciononostante, lo stato di salute dei mercati del credito rimane fonte di preoccupazione per gli investitori, vale a dire in relazione ai livelli di leva, all'utilizzo dei proventi, al livello di inadempienze e alle previsioni sui rendimenti per il 2019. Passiamo all'analisi del quadro appena illustrato e valutiamo l'attuale opportunità sul credito:

Dal livello di **leva** per l'high yield statunitense emerge un quadro positivo per i fondamentali della classe di attivi, essendo in calo da nove trimestri consecutivi e attestandosi di fatto ai minimi post-crisi. Più precisamente, la leva è scesa al 3,86x nel terzo trimestre del 2018, in calo dal 4,04x nel secondo trimestre dell'anno e rispetto a un massimo post-crisi del 4,57x nel secondo trimestre del 2016.

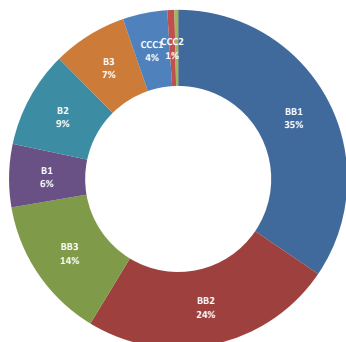
Per l'high yield europeo, la leva è salita gradualmente al 4,2x, in aumento dallo 0,5x nel corso del 1° semestre del 2018, ma al di sotto del massimo storico del 5,4x all'apice della crisi finanziaria. Ma questa situazione è in gran parte il risultato dei cambiamenti occorsi nella composizione del mercato. Il 2018 ha visto più rising star (società innalzate a investment grade) che fallen angel (società declassate a high yield); in effetti, il volume delle rising star ha superato quello dei fallen angel di circa € 15 mia. Al contempo, vi sono all'incirca € 94 mia. di obbligazioni che rappresentano il 34,5% del mercato high yield europeo classificato a un livello al di sotto di investment grade. Ciò significa che le società con una bassa leva stanno uscendo dal mercato high yield europeo.

La leva registra un calo sostanziale

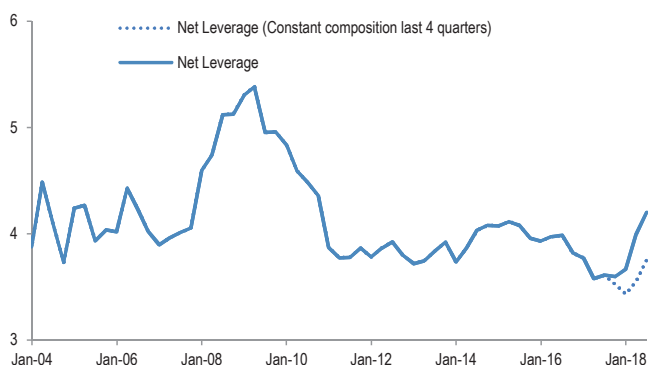


Fonte: AM, JP Morgan
Dati al: 20 dicembre 2018

Composizione del mercato high yield europeo e livelli di leva



Fonte: Bloomberg
Dati al: 1 febbraio 2019



Fonte: JP Morgan, Bloomberg
Dati al: 1 febbraio 2019

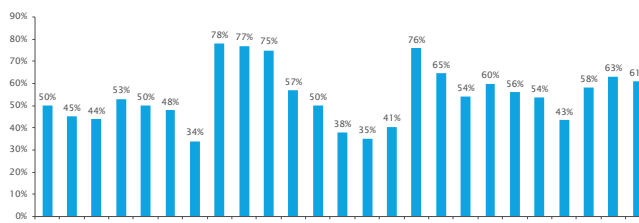
I **tassi di insolvenza** rimangono contenuti e stando alle previsioni non dovrebbero sostanzialmente aumentare. Nel corso del 2018 il tasso di insolvenza per le obbligazioni high yield denominate in euro e sterline è stato solo dell'1,0%, al di sotto della media di lungo termine pari a ca. l'1,5%. Per il mercato high yield statunitense, il tasso di insolvenza par-weighted è risultato pari all'1,81% (1,08% escluso iHeart), in aumento dall'1,28% di fine 2017, ma rimane comunque basso rispetto alla media di lungo termine pari a ca. il 3,5%. Dato molto importante, le previsioni per il 2019 rimangono modeste all'1-2% sia per l'Europa che per gli Stati Uniti.

I **tassi di copertura degli interessi** sono in miglioramento, fatto che indica che le società avranno qualche difficoltà a pagare gli interessi sul proprio debito, avendolo perlopiù rifinanziato con finanziamenti a basso costo. Negli Stati Uniti, la copertura è aumentata al 4,9x (3° trimestre 2018), il settimo miglioramento trimestrale consecutivo, a partire da un minimo del 4,0x nel 4° trimestre del 2016. In Europa, e per lo stesso periodo, la copertura è risultata appena superiore al 6x, un livello registrato l'ultima volta nel 2005.

I **riacquisti di azioni** hanno creato qualche interferenza, in particolare negli Stati Uniti dove il 2018 ha fatto segnare un record con ca. \$ 750 mia. spesi. È chiaro che a questo risultato hanno contribuito il contesto di bassa crescita e i deboli livelli di fiducia dei consumatori registrati nel corso degli anni. Tuttavia, aspetto ancora più importante, i riacquisti sono stati trainati dal rimpatrio di liquidità dall'estero, e persino all'inizio del 2018 vi erano proiezioni degli acquisti superiori a \$ 800 mia., che si

sono interamente concretizzate a fine anno. Ciò che conta, comunque, è che l'uso principale dei proventi dei debiti è il **rifinanziamento**, che domina l'attività di emissione al 61%, mentre il finanziamento delle acquisizioni rappresenta il 21% e le operazioni societarie generali il 15%.

L'attività di rifinanziamento rimane elevata



Fonte: JP Morgan
Dati al: Dicembre 2018

La **domanda** per l'high yield ha fatto nuovamente capolino nel 2019 con \$ 10,2 mia. (inclusi \$ 4,9 mia. in ETF) di afflussi nel fondo per l'high yield statunitense, e € 1,4 mia. per l'high yield europeo (al 1° marzo 2019), ciò che riflette il sentiment positivo del mercato dall'inizio dell'anno. Condizioni di mercato favorevoli potrebbero tradursi nell'aumento dell'offerta di nuove obbligazioni quest'anno, ma ciò presenterà opportunità di investimento agli investitori, portando conseguentemente a un aumento della liquidità complessiva.

Valutazioni. I mercati del credito hanno registrato un avvio d'anno positivo, con valutazioni considerevolmente migliori rispetto all'inizio dello scorso anno. Ad oggi, gli spread hanno fatto segnare una contrazione, generando rendimenti totali straordinariamente positivi in tutti i mercati investment grade e high yield. In considerazione del contributo positivo del carry ai rendimenti totali e al livello degli spread ben al di sopra delle medie per il 2018, è prevista una performance positiva per i mercati del credito nel 2019. Di fatto, poiché le previsioni per i livelli di rendimento dei titoli di Stato decennali restano invariate, non sarebbe illegittimo ipotizzare un rendimento totale superiore al 10% per l'high yield statunitense e superiore al 7% per le obbligazioni europee high yield e le obbligazioni subordinate.

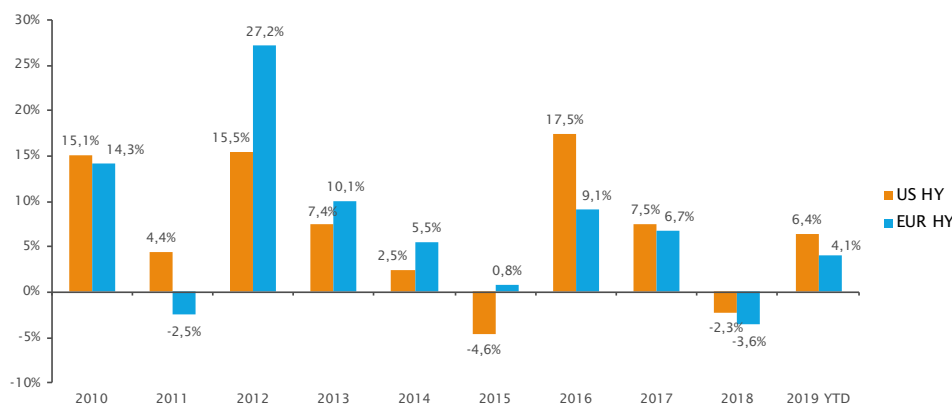
Caratteristiche del mercato del credito

Index	Duration (yrs)	(bps) 31/12/18	(bps) 5/03/19	spread (bps)	Yield (%)	2019 Total Return (%)
US HY	3.76	534	390	363	6.58	6.35
Europe HY	3.52	506	393	349	3.65	4.13
US IG	7.00	160	127	117	3.98	2.46
Europe IG	5.04	154	128	109	1.03	1.74
COCO Index	3.07	482	384	360	5.6	5.35

Fonte: Bloomberg, BofA
Dati al: 5 marzo 2019

*Ticker: high yield statunitense=HUCO, high yield europeo=HE00, investment grade statunitense=COAO, investment grade europeo=ER00, indice CoCo=COCO

Rendimenti storici per l'high yield statunitense ed europeo



Fonte: Bloomberg
Dati al: 5 marzo 2019

Conclusioni

All'inizio del 2019, il credito nel suo insieme ha approfittato in larga misura della posizione accomodante della Fed e della BCE, e del rapido miglioramento dei prezzi del petrolio e delle azioni. La crescita economica si conferma un ostacolo, ma in assenza di una recessione, il che corrisponde al nostro scenario di base, non intravediamo problematiche sufficienti a pregiudicare negativamente i fondamentali. Restiamo ottimisti sul credito, in particolare

sulle obbligazioni europee high yield e sulle obbligazioni subordinate, a fronte della composizione favorevole del mercato e delle caratteristiche di rendimento. Osservando da vicino le caratteristiche costruttive della classe di attivi, gli investitori avranno meno difficoltà a "catturare" i rendimenti positivi.