

A

BOND CORPORATE, C'È ANCORA VALORE

Max Malandra
twitter @maxmalandra

Il segmento del credito corporate rimane una delle aree del mercato obbligazionario più gettonate, per i rendimenti che sembra ancora in grado di offrire. Ma si tratta di una tendenza destinata a durare ancora? E soprattutto: vale la pena investirci ora? **ADVISOR** lo ha chiesto ad alcuni tra i migliori gestori del comparto "Obbligazionario Corporate Euro".

"Sebbene in generale i rendimenti rimangano bassi nell'universo del credito europeo IG, ci sono ancora emittenti ed emissioni con prezzi attraenti, che offrono agli investitori con un approccio bottom-up, basato sul valore l'opportunità di aggiungere rendimento al portafoglio - spiega **Gaurav Chatley**, manager del fondo M&G European Credit Investment di **M&G Investments** - Tuttavia, troviamo meno opportunità rispetto allo stesso periodo dello scorso anno. Siamo quindi cauti e investiamo solo quando vi sono motivazioni davvero convincenti per farlo".

"Crediamo che l'acquisto di un portafoglio di obbligazioni corporate con yield positivi offra ancora rendimenti attesi superiori ai tassi di interesse privi di rischio - aggiunge **Ric Ford**, global head of credit di **Morgan Stanley IM** - C'è anche la possibilità di ottenere piccole plusvalenze dato che gli spread crediti-

zi si restringeranno ulteriormente, a seguito del miglioramento del contesto economico globale e grazie ai solidi dati finanziari caratterizzati da una bassa offerta e una domanda continua". "Il comparto investe principalmente in obbligazioni di emittenti non governativi che presentano a nostro avviso la migliore combinazione rischio/rendimento - mette in chiaro **Gianni Za**, gestore

**IL COMPARTO RIMANE
UN'AREA IN CUI È ANCORA
POSSIBILE TROVARE
RENDIMENTO. ECCO DOVE,
NELLE INDICAZIONI DI
ALCUNI TRA I MIGLIORI
GESTORI DEL SETTORE**

I MIGLIORI FONDI OBBLIGAZIONARI CORPORATE EUR (RENDIMENTO A 5 ANNI)

FONDO	ISIN	PERF. 3 ANNI	PERF. 5 ANNI	SPESE CORRENTI	RATING MORNINGSTAR
Schroders EURO Credit Conviction C	LU0995120838	4,18%	4,86%	0,69%	★★★★★
New Millennium - Augustum Corporate Bond	LU1362558865	2,60%	4,41%	0,88%	★★★★
M&G European Credit Investment Fund	LU2188668169	4,14%	3,93%	0,25%	★★★★★
Allianz GI - Allianz Euro Credit SRI WT Eur	LU1136108757	4,24%	3,78%	0,43%	★★★★★
BlueBay Investment Grade Bond Fund	LU0968473941	3,64%	3,62%	0,51%	★★★★★
MSIF Euro Corporate Bond Fund	LU0390558301	3,08%	3,44%	0,34%	★★★★★
BlackRock Euro Corporate Bond Fund	LU0414062595	3,36%	3,40%	0,06%	★★★★★
L&G Euro High Alpha Corporate Bond Fund	LU1003761308	3,69%	3,34%	0,06%	★★★★★
T. Rowe Price Euro Corporate Bond Fund	LU0353117004	3,37%	3,24%	0,10%	★★★★★
BNY Mellon European Credit Fund Eur	IE00B5998190	3,21%	3,24%	0,08%	★★★★★

Fonte: elaborazioni ADVISOR su dati www.morningstar.it (estrazione dati: 15/04/2021)



di **Az Swiss & Partners** (Azimut Group) con delega di gestione sul comparto Augustum Corporate Bond di New Millennium - La maggior parte dei titoli detenuti in portafoglio si colloca nel segmento di rating BBB+/BB-, in cui è ancora possibile trovare opportunità interessanti”.

“Nonostante lo spread del mercato EUR IG sia tornato ai livelli pre-crisi, cioè quelli di febbraio 2020, rimane di circa 50 punti base superiore ai minimi storici del 2005 - calcola **Hervé Dejonghe**, gestore per **Allianz GI** del fondo Allianz Euro Credit SRI

- C'è ancora un potenziale di restringimento degli spread. Su base storica, con uno stile di gestione attivo è anche possibile sovraperformare il benchmark di 100 basis point al netto delle commissioni”.

“In generale, i rendimenti assoluti dell'universo del credito corporate europeo non sono convincenti al momento, tuttavia c'è ancora una dispersione significativa nelle valutazioni e troviamo vi siano numerose opportunità di generare alpha attraverso la gestione attiva - aggiunge **Tom Moulds**, partner e senior portfolio

ALLIANZ GLOBAL INVESTORS

ALLIANZ GI - ALLIANZ EURO CREDIT SRI WT EUR

Il mercato Investment Grade EUR ha una duration media intorno ai cinque anni: si tratta di un dato che limita l'impatto di un aumento dei tassi sulla performance. In Europa, prevediamo un aumento dei tassi che dovrebbe essere graduale e controllato dalla BCE, con meno inflazione che negli Stati Uniti. Per quanto riguarda i default, invece, si tratta di un argomento per gli emittenti High Yield, dato che i fallimenti delle società investment grade sono davvero rari. Con la crisi, i tassi di default sul lato high yield sono aumentati, ma non sono esplosi grazie al sostegno senza precedenti delle banche centrali e dei governi. Sono aumentati leggermente al di sopra della media storica su una base di 12 mesi, con aspettative a 1 anno che si



Hervé Dejonghe
ALLIANZ GLOBAL INVESTORS

normalizzano sotto questa media a lungo termine.

Ci piace un emittente del settore immobiliare nordico chiamato Citycon che è entrato nella pandemia con metriche deboli a causa del suo rating BBB. Tuttavia, la società ha dimostrato di essere tra gli operatori immobiliari al dettaglio più resistenti nella crisi di Covid. Siamo anche abbastanza attivi sulle obbligazioni cosiddette “tematiche” e in particolare sui Green Bond che rappresentano quasi il 10% del portafoglio.

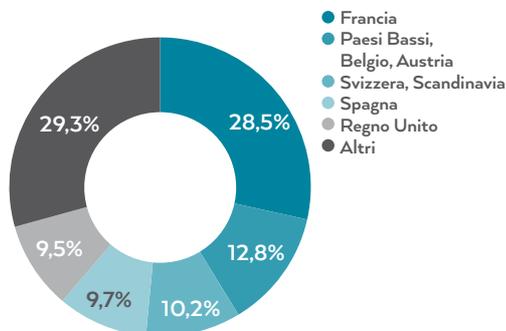
Gestore	Hervé Dejonghe
Benchmark	BB Euro Aggregate Corporates Total Return (in EUR)
Patrimonio (milioni di euro)	2.242,6
Alpha	0,99
Beta	1,41
Sharpe Ratio	0,51

PRIMI CINQUE TITOLI

Citycon Treasury Bv Fix 2.500% 01/10/2024	0,8%
Unicredit EMTN FIX 0.325% 19/01/2026	0,6%
Ubs Ag FixX 0.250% 24/02/2028	0,6%
Unicredit EMTN FIX 0.850% 19/01/2031	0,5%
Aviva EMTN Fix to float 6.625% 03/06/2041	0,5%

Fonte Allianz GI; dati al 28/02/2021

ESPOSIZIONE GEOGRAFICA



Fonte Allianz GI; dati al 28/02/2021

A

manager, **BlueBay Asset Management** - La nostra strategia può trarre vantaggio da obbligazioni denominate in valute diverse dall'euro e può assumere posizioni attive su duration e CDS. Tutti questi strumenti contribuiscono a rendere il set di opportunità ampio e ci permettono di implementare idee per generare rendimento”.

Ma quali sono le aree e i settori in cui gli esperti trovano ancora occasioni di investimento?

“Il settore finanziario, soprattutto gli strumenti subordinati, offre

POLLICE IN SU PER IL SETTORE DEI SUBORDINATI FINANZIARI, MA ANCHE PER IL COMPARTO IMMOBILIARE

BLUEBAY ASSET MANAGEMENT BLUEBAY INVESTMENT GRADE BOND FUND

Il portafoglio al momento è più concentrato sulle obbligazioni con rating BBB (rispetto a quelle AAA) e stiamo utilizzando gran parte della percentuale allocabile sull'high yield (fino al 15% del portafoglio). Stiamo anche sovrappesando il rischio di credito rispetto al benchmark. Riteniamo che la combinazione del supporto diretto delle banche centrali e dell'accelerazione della crescita spingerà gli investitori verso i segmenti con rendimenti più elevati nell'investment grade, portando a una compressione degli spread. Ciò sarà supportato anche da dinamiche favorevoli per domanda e offerta, dato che vedremo emissioni considerevolmente inferiori di bond IG nel 2021 rispetto al 2020, insieme a un tasso persistente di acquisti da parte della banca centrale.



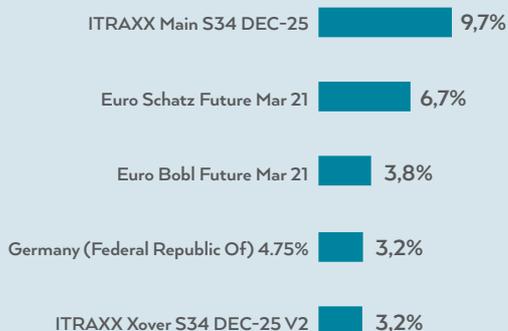
Tom Moulds
BLUEBAY
ASSET MANAGEMENT

A livello di duration sui tassi di interesse tendiamo ad essere in sottopeso, dato che riteniamo che i tassi si alzeranno insieme alle aspettative sull'inflazione nei prossimi mesi, con la riapertura delle economie, e questo posizionamento contribuirà a proteggere i rendimenti.

Gestiamo la duration attraverso una combinazione di future obbligazionari, interest rate swap e titoli di Stato. Sul lato del credito, utilizziamo derivati per gestire il beta creditizio top down: ciò infatti può consistere nel proteggere il portafoglio in fasi di stress o nell'aumentare l'esposizione ai rischi creditizi in formati molto liquidi nelle fasi in cui i derivati sul credito hanno sottoperformato notevolmente rispetto ai bond societari.

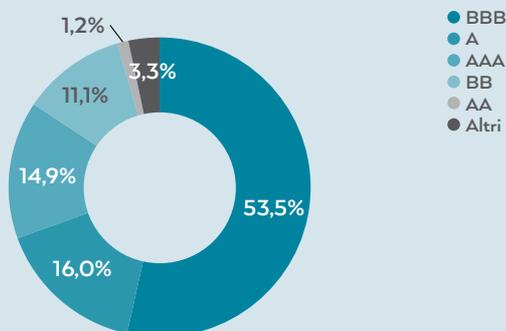
Gestore	Tom Moulds
Benchmark	iBoxx Euro Corporates Index
Patrimonio (milioni di euro)	2.858,0
Alpha	0,67
Beta	1,15
Sharpe Ratio	0,68

PRIMI CINQUE TITOLI



Fonte: BlueBay AM; dati al 28/02/2021

ESPOSIZIONE PER RATING



Fonte: BlueBay AM; dati al 28/02/2021



alcune tra le opportunità più interessanti per generare rendimento - rivela Moulds - I fondamentali delle banche sono migliorati drasticamente dalla crisi finanziaria globale e le obbligazioni in questo settore presentano ancora rendimenti tra i più attraenti e opportunità per generare alpha. Poi il comparto immobiliare: la crisi da Covid-19 ha creato vincitori e vinti, facendo emergere interessanti opportunità. A livello di rendimento alcuni degli strumenti più attraenti sono gli ibridi corporate, da cui gli investitori possono ottenere rendimenti tra i 100 e i 300 pb superiori

rispetto ai bond senior corrispondenti e molti degli emittenti sono aziende solide, diversificate e con rating investment grade”.
“Troviamo valore in specifici emittenti di settori con alta sensibilità alla pandemia ma che beneficiano di un forte sostegno degli Stati, come le compagnie aeree, l'industria automobilistica o il settore immobiliare (soprattutto centri commerciali e alberghi) - interviene il gestore di Allianz GI - Ci piacciono anche le banche, fortemente sostenute dai governi e dalla BCE. In termini di seniority, ci piacciono gli ibridi: i ratio senior/Sub sui corporate sono

M&G INVESTMENTS

M&G EUROPEAN CREDIT INVESTMENT FUND

Siamo esposti per circa il 10% sui Bund tedeschi, un posizionamento che riflette le valutazioni costose che vediamo oggi sui mercati. I Bund rappresentano una posizione liquida che può essere rapidamente impiegata per aggiungere rischio al portafoglio, nel caso in cui il credito dovesse tornare su livelli più economici. Di recente, abbiamo ridotto il rischio spostandoci dai titoli con rating BBB verso bond AA di maggiore qualità e con scadenze più brevi, in modo da migliorare la qualità creditizia generale del nostro portafoglio. Infine, deteniamo anche alcune emissioni BB “Fallen Angel” e alcuni bond societari ibridi, che offrono un interessante rendimento aggiuntivo (circa +2%) rispetto al debito senior equivalente degli stessi emittenti. Manteniamo sempre una duration in linea con l'indice di riferi-

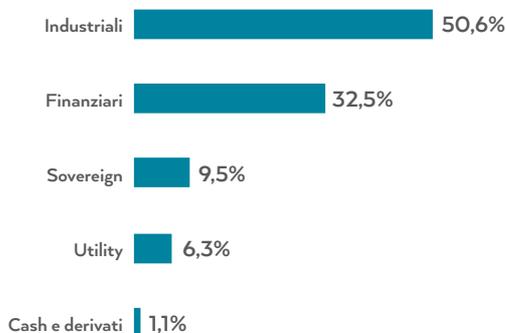


Gaurav Chatley
M&G INVESTMENTS

mento poiché, a nostro avviso, identificare opportunità tramite la comparazione degli spread creditizi con i fondamentali sottostanti e le credenziali ESG delle società emittenti è un metodo molto più coerente e ripetibile di generare alpha. Tassi di interesse in rapido aumento potrebbero creare società “zombie”, che storicamente sono riuscite a rifinanziarsi a tassi vantaggiosi per molti anni, date le politiche monetarie accomodanti delle Banche centrali, per poi però dichiarare default sui propri debiti. Ricerca e due diligence approfondite sul credito sono più importanti che mai. Gli investitori non possono contare su un supporto perpetuo delle Banche centrali in ogni area dei mercati.

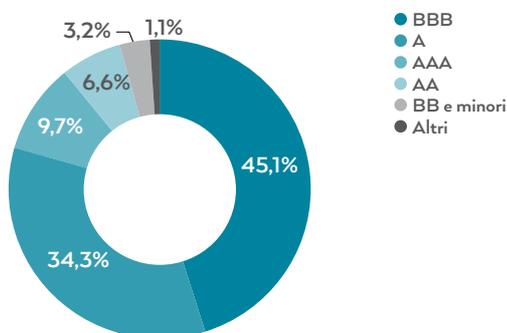
Gestore	Gaurav Chatley
Benchmark	ICE BofA Euro Corporate Index
Patrimonio (milioni di euro)	2.055,1
Alpha	1,53
Beta	1,05
Sharpe Ratio	0,85

PRIMI CINQUE SETTORI



Fonte: M&G Investments; dati al 31/12/2020

ESPOSIZIONE PER RATING



Fonte: M&G Investments; dati al 31/12/2020

A

davvero interessanti, soprattutto sulle obbligazioni idonee CSPP. Infine, la scadenza 3-5 anni è interessante in termini di spread, poiché le curve tendono ad appiattirsi per le scadenze più lunghe, che portano anche un ulteriore rischio di tasso”.

“Il nostro focus è sull’area periferica dell’Eurozona: interessanti opportunità sono oggi nei settori ciclici, che più di altri possono beneficiare della ripresa economica che interesserà le economie sviluppate almeno nel prossimo biennio - illustra Za - In particolare in quelli più pesantemente colpiti dalla pandemia, che

presentano rendimenti ancora al di sopra dei livelli pre-crisi, ad esempio leisure & travel, airlines, basic materials, lodging, real estate”.

“Non sono molti i temi attualmente interessanti sul mercato, anche se gli investitori bottom-up possono ancora trovare opportunità – smorza gli entusiasmi Chatley - Aziende industriali come General Electric, Rolls Royce e Airbus rappresentano esempi di emittenti con prezzi allettanti rispetto al settore di riferimento. Sono inoltre interessanti alcune emis-

MORGAN STANLEY INVESTMENT MANAGEMENT MSIF EURO CORPORATE BOND FUND

Abbiamo nel portafoglio società che crediamo siano ben posizionate per beneficiare della ripresa economica. Vediamo opportunità in alcune grandi utility e società energetiche di alta qualità e in grado di generare cassa. Le valutazioni possono essere interessanti, soprattutto laddove vi sono state nuove emissioni obbligazionarie per finanziare le spese in investimenti green per rafforzare il profilo in chiave rinnovabile, oppure per sostenere la transizione verso l’energia pulita.

Un’altra possibile opportunità deriva dal tema della de-urbanizzazione demografica. A nostro avviso, alcune società automobilistiche dispongono di prodotti ben posizionati, a seguito di investimenti per aumentare la capacità produttiva di veicoli



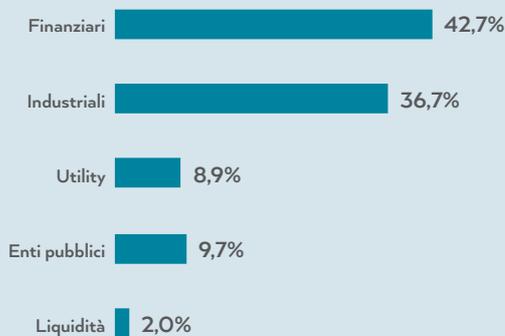
Richard Ford
MORGAN STANLEY
INVESTMENT MANAGEMENT

elettrici a basse emissioni; inoltre hanno valutazioni interessanti e stanno vedendo una forte domanda derivante da questa tendenza.

La duration dei tassi d’interesse viene gestita utilizzando una strategia overlay, fissando macro obiettivi che vengono implementati dinamicamente ricorrendo a future. I target sono definiti tenendo conto delle aspettative sui tassi del team dedicato al debito sovrano, della correlazione del credito al mercato dei tassi e della sensibilità dell’esposizione alle variazioni dei tassi privi di rischio.

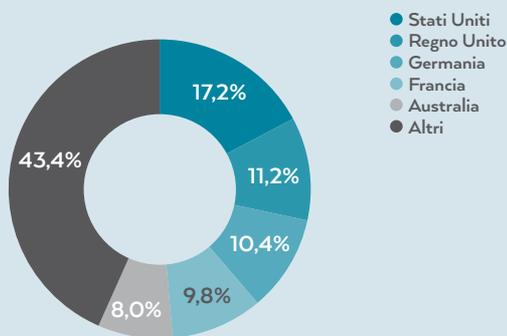
Gestore	Richard Ford
Benchmark	Bloomberg Barclays Euro Aggregate: Corporates Index
Patrimonio (milioni di euro)	3.263,9
Alpha	-0,45
Beta	1,16
Sharpe Ratio	0,46

PRIMI CINQUE SETTORI



Fonte: MSIM; dati al 31/03/2021

ESPOSIZIONE GEOGRAFICA



Fonte: MSIM; dati al 31/03/2021



INTERESSANTI ANCHE LE OPPORTUNITÀ OFFERTE DAI CORPORATE HYBRID O DAI “FALLEN ANGEL”

sioni corporate hybrid e alcuni titoli cosiddetti “fallen angel”. “I due settori che offrono opportunità di rendimento sono le società impattate dal Covid che beneficeranno della riapertura dell’economia globale e il debito subordinato di società finanziarie e industriali di alta qualità che ricoprono un’importanza strategica – taglia corto Ford - Società che hanno già ottimizzato la loro struttura di capitale e sono state supportate dalle politiche di sostegno dei governi e delle banche centrali durante la crisi”.

NEW MILLENNIUM SICAV

NEW MILLENNIUM - AUGUSTUM CORPORATE BOND

Le misure espansive dalle banche centrali hanno portato a un generalizzato crollo dei rendimenti. Tuttavia, le aspettative di un prossimo superamento della pandemia e di una conseguente ripresa economica mondiale hanno comportato una revisione al rialzo delle stime di inflazione, che si è immediatamente ripercossa sui tassi di interesse a medio e lungo termine. Oltre al segmento asiatico, l’unico comparto ad aver generato rendimenti positivi è stato quello high yield, che si è giovato delle aspettative di un miglioramento del ciclo economico e del conseguente impatto positivo sui tassi di default attesi. Tra le nostre posizioni segnaliamo quella sul bond Leonardo SpA 2,375% (scadenza 01/08/26, rating BBB- e rendimento a scadenza dell’1,30%), interessante opportunità in termini di rischio/rendi-



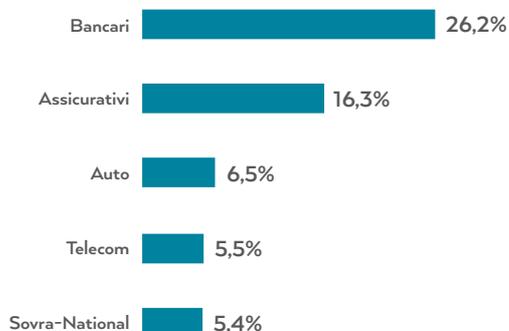
Gianni Za
AZ SWISS & PARTNERS
AZIMUT GROUP

mento, con un possibile upgrade del rating in caso di vendita o quotazione della controllata USA.

Una seconda emissione è Aegon 1,506% Perpetual, con rating Baa1 (Grandfathered Tier 1, call 2025, ytc 3,3%), e una terza è Banco Bpm 6,125% Perpetual, rating B (call 2025, ytc 4,8%) che potrebbe godere di un probabile upgrade in caso di nuove operazioni di M&A. Recentemente si è sempre cercato di privilegiare emissioni con scadenza non superiore a 5 anni, gestendo la duration con derivati. Negli ultimi mesi, in previsione delle aspettative di rialzo dei tassi di interesse nel segmento di curva a lungo termine, è stato di fatto neutralizzato il rischio di tasso, riducendo la duration fino a 0.5 anni, per poi riportarla su valori leggermente inferiori alla media annua.

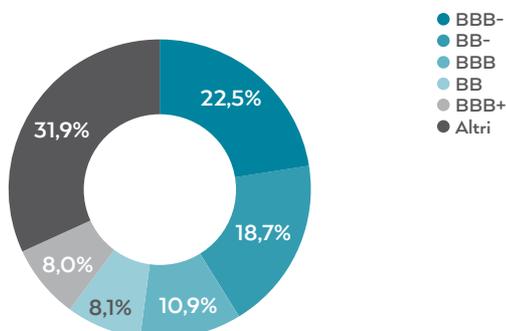
Gestore	Gianni Za
Benchmark	80% BB EuroAgg Corp TR Unhedged; 20% BB 3m Euribor Swap TR
Patrimonio (milioni di euro)	-
Alpha	-0,45
Beta	1,74
Sharpe Ratio	0,53

PRIMI CINQUE SETTORI



Fonte: New Millennium Sicav; dati al 31/03/2021

ESPOSIZIONE PER RATING



Fonte: New Millennium Sicav; dati al 31/03/2021