

**STRATEGIE OBBLIGAZIONARIE/1**

# «C'è benzina nei corporate»

Per i gestori sono due i settori vincenti: ciclici e finanziari. Trezzi (Invesco): «L'investment grade offre rendimenti da high yield». Zuccheri (Sella Gestioni): «Il primario? Un'occasione»

**GABRIELE PETRUCCIANI**

**I**l recente restringimento dello spread dei corporate bond non preoccupa i gestori, che vedono ancora molte occasioni d'investimento sia sul mercato secondario sia sul primario. Non è un caso che il bond triennale emesso nei giorni scorsi da Unicredit abbia riscosso così tanto successo: la domanda è stata di circa 1,5 miliardi di euro e il collocamento è avvenuto nella parte bassa della *price guidance* indicata dalle banche, ovvero 200-190 punti base sul midswap. Secondo gli addetti ai lavori, il differenziale di rendimento dei corporate bond con i titoli di Stato rimane su livelli storicamente molto elevati. Di conseguenza ci sono ancora spazi per un ulteriore restringimento e quindi per ulteriori guadagni in conto capitale. Del resto, le performance dei fondi specializzati sulle obbligazioni societarie parlano da sole: da inizio anno il miglior prodotto, il New Millennium Q7 Corporate Bond gestito da New Millennium Sicav, sta guadagnando il 14,75%; completano il podio l'Euro Corporate Bond Fund di Invesco, in attivo dell'8,17%, e il Nordfondo Obbligazioni Euro Corporate gestito da Sella Gestioni, in gain da gennaio del 5,23 per cento. «Alcuni fondi corporate hanno sicuramente avuto un avvio di anno molto positivo - conferma Diego Cereda, gestore del fondo Ubi Pramerica Euro Corporate - soprattutto se confrontati con il benchmark di riferimento più diffuso, il Merrill Emu Corporate, che a oggi sta facendo registrare un guadagno lordo dell'1,37% lordo. Nel corso dei prossimi mesi, dunque, ci potranno essere momenti di riflessione da parte del mercato, ma ritengo che l'attuale livello degli spread, circa 400 punti base rispetto al governativo, costituisca già di per sé un buon elemento di performance in un orizzonte temporale di sei-nove mesi». Concorda Sergio Trezzi, responsabile Sud Europa di Invesco: «Il mercato del credito sta scontando un eccessivo rischio di fallimento degli emittenti, specialmente tra i titoli investment grade. I titoli di molte società solide offrono rendimenti interes-

ti e alcune obbligazioni *investment grade* hanno rendimenti addirittura paragonabili a quelli degli *high yield*. Di conseguenza - continua - i gestori del comparto Invesco Euro Corporate Bond Fund, Paul Read e Paul Causer, continuano ad aumentare progressivamente l'esposizione sul mercato del credito, in quanto i prezzi dei titoli non rispecchiano il loro reale valore.

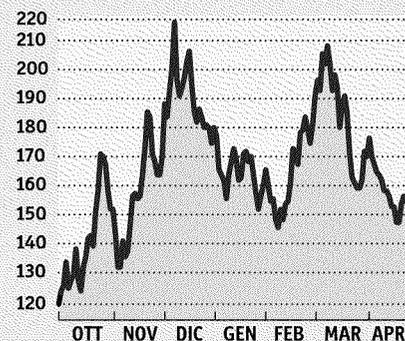
**SPAZIO AI CICLICI.** Ma su quali settori conviene puntare? «Sicuramente su ciclici e finanziari - risponde secco Andrea Zuccheri, gestore del Nordfondo obbligazioni Euro Corporate - Nel primo trimestre 2009 le emissioni bancarie, in particolare quelle subordinate, hanno continuato a essere sotto pressione, mentre comparti meno ciclici come utility e telecom sono riusciti a performare meglio, grazie a un livello di spread esagerato rispetto alle aspettative di default. E noi in questi primi tre mesi dell'anno abbiamo puntato proprio sulle telecom e sulle utility. Ma già a partire da marzo abbiamo iniziato a spostare il tiro verso i bond finanziari, le auto e i settori più ciclici». Rimane difensivo, invece, l'approccio di Ubi Pramerica: «Attualmente il fondo è neutrale in termini di spread e *duration contribution* della parte credito - fa notare Cereda - a fronte di un sottopeso marcato nel 2008 e nei primi due mesi del 2009. Ma in termini di settori continuiamo a essere sovrappesati su utility, telecom e industriali non ciclici, mentre conserviamo il sottopeso in senior bancari, capital good e service cyclical».

**IL RISVEGLIO DEL PRIMARIO.** «Un'altra strategia che abbiamo utilizzato per generare valore in questa prima parte del 2009 è stata quella di partecipare al mercato primario, che sta offrendo rendimenti molto interessanti - sottolinea Zuccheri - Le nuove emissioni, infatti, sono uscite con spread più larghi rispetto al secondario». E il successo del bond triennale di Unicredit rappresenta una testimonianza in tal senso. «Ma anche altre emissioni hanno riscontrato un eguale interesse - continua Cereda di Ubi Pramerica - Come l'obbligazione a cinque anni di Adecco, che ha

registrato oltre 5 miliardi di ordini. Da ottobre 2009, comunque, ci sono state molte emissioni valide e sono convinto che nei prossimi mesi ce ne saranno delle altre, anche se tenderanno a decrescere in termini sia di ammontare emesso sia di spread offerto». Ma come scegliere l'emissione giusta? «Nella nostra attività di costruzione di un portafoglio consideriamo un vasto insieme di elementi - conclude Cereda - a partire dai fondamentali della società e dalle caratteristiche dell'emissione, fino ad arrivare alla qualità degli ordini».

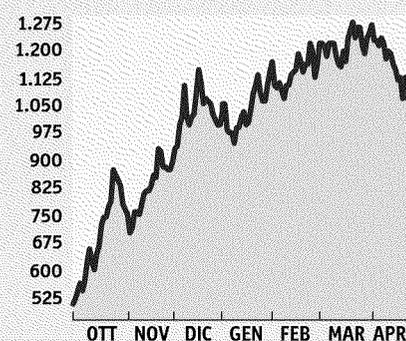
### Lo spread investment grade

Fonte: Bloomberg - Indice Itraxx Main



### Lo spread high yield

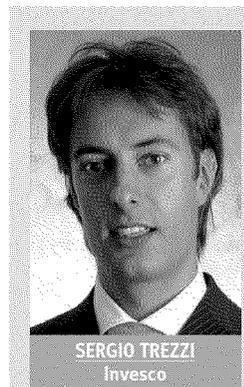
Fonte: Bloomberg - Indice Itraxx Crossover



## I migliori fondi investiti in corporate bond da inizio anno...

Elaborazione Borsa&Finanza su dati Morningstar - Performance al 20 aprile 2009 al lordo dell'imposta sul capital gain

	SOCIETÀ DI GESTIONE	PERFORMANCE %		
		DA IN. ANNO	3 ANNI	5 ANNI
<b>New Millennium Q7 Corporate Bond</b>	<b>New Millennium Sicav</b>	14,75	-1,61	1,44
<b>Invesco Euro Corporate Bond Fund</b>	Invesco Global Am	8,17	1,1	n.d.
<b>Nordfondo Obbligaz Euro Corp</b>	Sella Gestioni	5,23	2,01	1,94
<b>New Millennium Large Europe Corp.</b>	<b>New Millennium Sicav</b>	4,27	1,82	n.d.
<b>Ms Invf Euro Corporate Bond</b>	Morgan Stanley Investment	4,21	0,03	1,12
<b>UBI Pramerica Euro Corporate</b>	Ubi Pramerica Sgr	3,56	2,1	2,02
<b>Raiffeisen 304 Euro Corp</b>	Raiffeisen	3,56	0,15	n.d.
<b>Gestielle Corporate Bond</b>	Aletti Gestielle	3,47	n.d.	n.d.
<b>Schroder ISF Euro Corp Bond</b>	Schroder Im	3,39	1,68	2,3
<b>Arca Bond Corporate</b>	Arca Sgr Spa	3,28	0,82	1,12



## ... e quelli con i peggiori rendimenti

Elaborazione Borsa&Finanza su dati Morningstar - Performance al 20 aprile 2009 al lordo dell'imposta sul capital gain

	SOCIETÀ DI GESTIONE	PERFORMANCE %		
		DA IN. ANNO	3 ANNI	5 ANNI
<b>Sparinvest Sicav Inv Grd Val</b>	Sparinvest Luxembourg	-12,65	n.d.	n.d.
<b>Groupama Oblig Euro Crédit</b>	Groupama Asset Management	-8,79	n.d.	n.d.
<b>Etruria Corporate Bond Eur</b>	Etruria Fund Manag. Company	-6,51	-5,23	-2,26
<b>Pioneer Obbl EurCorp Etico</b>	Pioneer Im	-5,3	-5,41	-3,27
<b>Ubs (Lux) BS-EUR Corporates</b>	Ubs Global Am	-4,94	-5,96	-2,64
<b>Novara Aquilone Corporate Bond</b>	Aletti Gestielle Sgr	-4,75	-5,52	-2,72
<b>Ff II - Euro Corp Bond Euro</b>	Fidelity Fil Luxembourg	-4,47	-9,59	-4,73
<b>Dws Invest Euro Corp Bonds</b>	Dws Investment S.A.	-4,34	-7,6	-3,68
<b>Eurizon Focus Obbligazioni Euro</b>	Eurizon Capital Sgr	-3,72	-3,7	-1,40
<b>Pioneer Fds Euro Corp Bond Eur</b>	Pioneer Am	-3,68	-4,28	-1,47