

# L'ago nel pagliaio dei rendimenti

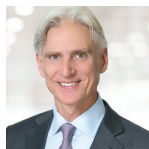
SOLUTIONS & MULTI ASSET | TEAM GLOBAL BALANCED RISK CONTROL | APPROFONDIMENTI MACRO | 2016

Alla luce dei rendimenti particolarmente bassi che hanno lasciato gli investitori a bocca asciutta, le obbligazioni high yield statunitensi possono essere il modo migliore per colmare il vuoto. Per gli investitori che se la sentono di correre il potenziale rischio d'insolvenza associato alle obbligazioni high yield, siamo convinti che il settore high yield statunitense sia l'"ago nel pagliaio" delle opportunità, a meno che i tassi d'interesse non salgano nettamente a livello globale.

Anche dopo il rally di quest'anno durato fino al 30 settembre – nel corso del quale l'indice BofA Merrill Lynch U.S. High Yield Master ha guadagnato il 15,3% e l'European Currency High Yield Constrained l'8,2% – il rendimento del settore high yield statunitense continua a offrire almeno 200 punti base in più dell'high yield europeo.

Il fattore determinante di questo differenziale è il forte calo del prezzo del petrolio, soprattutto a fine 2015. Le emissioni energetiche rappresentano circa il 14% del settore high yield statunitense a fronte del 6-7% soltanto per l'high yield europeo<sup>1</sup>; di conseguenza lo spread tra le due regioni si è notevolmente ampliato nel 2015. Da allora, però, i corsi petroliferi sembrano essersi stabilizzati. Tuttavia, come illustra la *Figura 1* lo spread tra i settori high yield europeo e statunitense permane ampio.

AUTORE

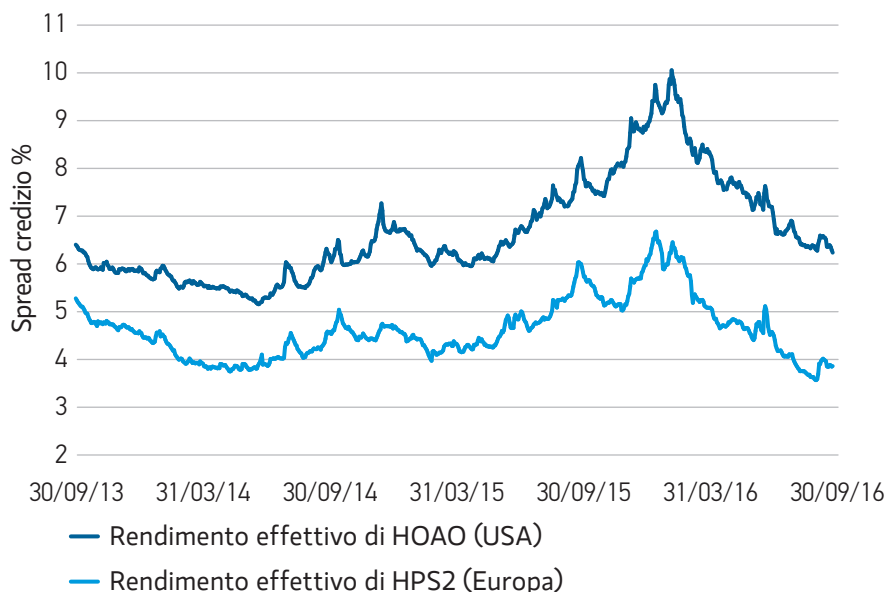


**ANDREW HARMSTONE**  
Managing Director

Andrew Harmstone è Lead Portfolio Manager per la strategia Global Balanced Risk Control (GBaR) e fa parte del Global Multi Asset Group, guidato da Cyril Moullé-Berteaux. È approdato a Morgan Stanley nel 2008 e vanta 35 anni di esperienza nel settore.

<sup>1</sup>Fonte: Bank of America Merrill Lynch

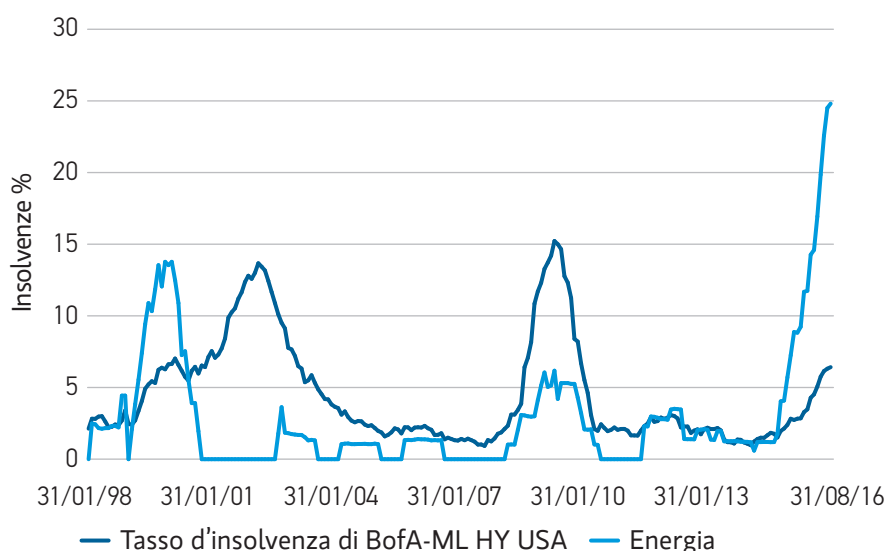
**FIGURA 1**  
**Spread dell'high yield statunitense più appetibili vs. l'high yield europeo**



Fonte: Bloomberg e BofA Merrill Lynch

La performance passata non è garanzia di risultati futuri. Gli "spread", in questo caso, misurano la differenza di rendimento tra il settore high yield statunitense e quello europeo. Sono riportati esclusivamente a scopo illustrativo e non intendono rappresentare la performance di un investimento specifico.

**FIGURA 2**  
**Le insolvenze potrebbero aver raggiunto il massimo**



Fonte: Bloomberg e BofA Merrill Lynch

**Il differenziale di rendimento era giustificato. . .**

Nel 2015, il calo dei corsi petroliferi ha innescato un netto incremento dei tassi d'insolvenza nel settore energetico. In agosto il tasso medio complessivo d'insolvenza per gli Stati Uniti era pari al 5,26%, mentre quello del settore energetico era sensibilmente più elevato e si collocava al 21,67% (Figura 2).

Vi sono, tuttavia, segnali che i tassi d'insolvenza possano aver raggiunto il massimo. Il distress ratio – vale a dire il numero di titoli "distressed"<sup>2</sup> diviso per il numero totale di emissioni di grado speculativo – ha raggiunto il picco a maggio e da allora si sta riducendo. Infatti, secondo le previsioni di BofA Merrill Lynch il tasso d'insolvenza dovrebbe raggiungere il massimo nel quarto trimestre 2016 – al 5,9% a novembre 2016 – per poi riportarsi gradualmente nel secondo trimestre 2017 al 4,5%, la sua media di lungo periodo.

**. . . ma ora non lo è più**

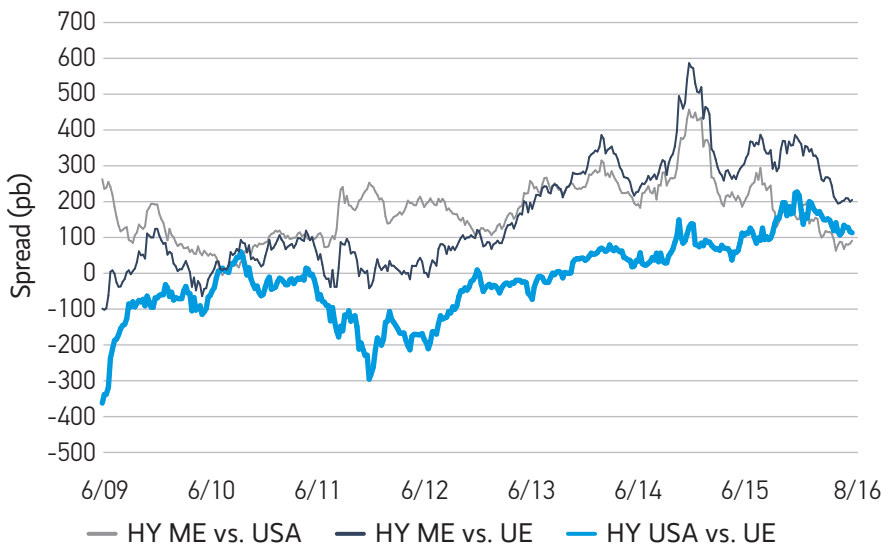
Siamo convinti che lo spread, inizialmente giustificato, offra oggi un'opportunità. Riteniamo che il distress ratio stia calando grazie alla ripresa delle materie prime, al buon stato di salute complessivo dell'economia globale e alla stabilizzazione dei corsi petroliferi. Il rischio del calo dei corsi petroliferi sembra essere sensibilmente più basso di quanto non fosse lo scorso anno, grazie al dibattito in corso tra i produttori di petrolio sui tagli alla produzione. Ma anche se si è scettici sulla loro effettiva capacità di controllo della produzione, sembra quanto meno improbabile che a questo punto si possa cominciare a estrarre greggio all'impazzata.

Nel contempo, prosegue la lenta ma graduale ripresa dell'economia globale. Ultimamente il FMI ha annunciato un tasso di crescita globale del 3%, il che rende inverosimile un improvviso calo della domanda. In presenza di una crescita ragionevole, di una domanda stabile e di un'offerta minore o costante, il prezzo del petrolio dovrebbe

<sup>2</sup> I titoli "distressed" comprendono le obbligazioni già insolventi o protette da fallimento, o i crediti deteriorati che stanno per essere classificati come tali. L'orientamento generalmente accettato è considerare "distressed" le obbligazioni che sono scambiate a un rendimento superiore a 1000 pb rispetto al tasso di rendimento privo di rischio quale quello dei Treasury statunitensi.

FIGURA 3

**Rispetto ad altri mercati, gli spread dei titoli high yield statunitensi sono storicamente ampi**



Fonte: Bloomberg e BofA Merrill Lynch

La performance passata non è garanzia di risultati futuri. Gli spread riportati hanno scopo puramente illustrativo e non intendono rappresentare la performance di alcun investimento specifico.

mantenersi all'incirca nell'attuale banda di oscillazione, se non superarla. E la stabilità del prezzo del petrolio suggerisce che le prospettive per i tassi d'insolvenza potrebbero essere meno negative.

### Lo scarto temporale di 11 mesi

Abbiamo osservato che il tasso d'insolvenza del settore energetico è negativamente correlato al prezzo del petrolio (il che significa che, in genere, si muove nella direzione opposta rispetto ai corsi petroliferi). Questa relazione si dimostra valida assumendo uno scarto temporale standard di circa 11 mesi. In altri termini, trascorrono circa 11 mesi prima che la caduta dei prezzi petroliferi provochi un incremento delle insolvenze. Poiché il prezzo del greggio ha raggiunto il minimo l'11 febbraio 2016, potremmo aspettarci che i casi d'insolvenza raggiungano il picco dopo 11 mesi, ossia verso la fine del 2016.

La stabilizzazione del mercato petrolifero, accompagnata da un'economia globale solida, induce ancor di più a ritenere che i tassi d'insolvenza potrebbero aver raggiunto il punto di svolta, o quasi.

Se cominciano a ridursi, lo spread tra le emissioni high yield statunitensi ed europee si normalizzeranno convergendo verosimilmente verso livelli storici.

La Figura 3 mostra gli spread modificati per le opzioni (Option-Adjusted Spreads – OAS) per diversi indici high yield. Come previsto, il miglioramento dei mercati globali ha fatto ridurre gli spread, con una chiara eccezione: l'high yield statunitense. Mentre l'OAS dei mercati emergenti vs. USA e dei mercati emergenti vs. UE è ridisceso ai livelli prevalenti prima del calo del prezzo del greggio a giugno 2014, lo spread dei titoli statunitensi rispetto a quelli dell'Eurozona è rimasto molto ampio. Aspettarsi che possa tornare a un livello più in linea con l'andamento storico, o ridursi in modo proporzionale agli altri due, indicherebbe che vi è ancora margine per un potenziale rialzo.

Tale differenza è verosimilmente dovuta alle continue preoccupazioni per il settore energetico e le sue prospettive. Tuttavia, tutti gli elementi di cui disponiamo – in termini di

corsi petroliferi e comportamento dei produttori – sembrano indicare che il prezzo del greggio è probabilmente stabile e non in calo.

### Analisi dettagliata del prezzo del petrolio

Il prerequisito necessario affinché questo approccio dello spread funzioni è che i corsi petroliferi non scendano – non devono necessariamente aumentare, ma solo restare stabili; vale quindi la pena approfondire la causa dei cali registrati nel 2014 e 2015. Sembra che l'OPEC abbia adottato deliberatamente la strategia di indurre al fallimento i produttori non OPEC, in particolare la Russia e gli Stati Uniti. Questa politica aveva dato i suoi frutti in passato perché, dati i tempi lunghi della prospezione petrolifera e dell'investimento di capitale, era evidente che se i produttori con costi più elevati potevano essere messi fuori gioco per un periodo di tempo consistente, non sarebbero praticamente stati più in grado di far ripartire le attività produttive che avevano dovuto chiudere.

La rivoluzione del petrolio da scisti bituminosi fa sì che questo meccanismo non funzioni più. La produzione del petrolio di scisto può essere avviata e interrotta molto più rapidamente. E quindi la strategia dell'OPEC ha sortito un effetto boomerang. Ha fatto aumentare i tassi d'insolvenza, ma non appena i prezzi raggiungeranno livelli remunerativi per i produttori di petrolio di scisto – verosimilmente intorno ai 50 dollari, livello che continua a scendere grazie agli sviluppi tecnologici – questi saranno in grado di riavviare la produzione. Inoltre, in genere nei loro budget i produttori ipotizzano un prezzo del greggio di 100 dollari o più. Con due anni di prezzi sensibilmente più bassi, molti produttori di energia – compresa l'Arabia Saudita, il tradizionale "swing producer" – hanno subito pressioni di bilancio che rendono piuttosto doloroso un eventuale taglio alla produzione, a prescindere dal prezzo.

Il risultato finale è semplicemente che l'OPEC ha perso la sua capacità di controllare il prezzo del petrolio. Senza l'influenza del cartello OPEC i corsi petroliferi sono determinati da considerazioni economiche quali, ad esempio, il costo marginale di produzione; ed è per questo che riteniamo che attualmente i prezzi petroliferi godano di una certa stabilità all'interno di un intervallo volatile.

### Il cuscinetto della cedola

L'opportunità potenziale che scorgiamo nell'high yield statunitense è in larga misura riconducibile al maggiore "cuscinetto delle cedole" generato dai coupon più elevati pagati negli USA. Il cuscinetto entra in gioco quando la crescita dei tassi d'interesse fa scendere il valore delle obbligazioni: un investitore perderà denaro sulla posizione obbligazionaria, ma incasserà comunque la cedola, ipotizzando che l'emittente adempia al suo obbligo di pagare il reddito promesso. Ciò può contribuire ad ammortizzare il colpo dell'incremento dei tassi. In genere, il cuscinetto delle cedole potrebbe essere definito come l'aumento percentuale di rendimento che provocherebbe un calo dei prezzi abbastanza ampio da annullare il guadagno derivante dal dividendo annuo del titolo obbligazionario.

Tale cuscinetto è dell'1,5% negli Stati Uniti, ma solo dell'1,1% in Europa, il che vuol dire che negli USA il rendimento ha un margine di incremento maggiore prima che il guadagno derivante dalla cedola annuale venga annullato.

### Emissioni

Come abbiamo già indicato in articoli recenti, per le obbligazioni di elevata qualità questi sono tempi duri. Se si evitano i titoli di Stato, ci si rivolge naturalmente ai titoli societari high grade i cui grandi volumi, tuttavia, stanno potenzialmente saturando il mercato. D'altronde, guardando all'high yield vediamo che le nuove emissioni nel 2016 sono ad oggi il 12% in meno di quanto non fossero nello stesso periodo dello scorso anno, e nella maggior parte dei casi riguardano operazioni di rifinanziamento. I bassi volumi di emissioni – che, ancora una volta, sono probabilmente dovuti a remore riguardanti il settore energetico – potrebbero sostenere il livello dei prezzi nell'attuale contesto di rendimenti modesti. E se è vero che gli afflussi di fondi nell'high yield statunitense sono stati positivi dall'inizio dell'anno, è altresì vero che sono ben lontani da livelli estremi.<sup>3</sup>

Uno spaccato delle nostre visioni sulle principali regioni:

#### STATI UNITI: PROSPETTIVE OTTIMISTICHE PER L'HIGH YIELD

Se le obbligazioni high yield statunitensi rappresentano l'opportunistico ago nel pagliaio dei bassi rendimenti, in che misura gli investitori dovrebbero preoccuparsi delle imminenti elezioni presidenziali negli USA? Riteniamo che il differenziale permanga a prescindere da chi vinca, ma consideriamo attendibili i sondaggi che danno per favorita Hillary Clinton. Tuttavia, una presidenza Trump avrebbe

probabilmente effetti più positivi per il settore energetico. Rispetto alla Clinton, il candidato repubblicano sembra essere più favorevole alle energie tradizionali e attribuisce scarsa importanza al problema del cambiamento climatico. Inoltre, circolano voci che indicano in Harold Hamm, presidente di Continental Oil, un potenziale candidato a Segretario dell'energia di un'eventuale presidenza Trump. Pertanto, nell'ipotesi meno probabile che Trump vinca, le prospettive del settore energetico statunitense dovrebbero essere leggermente migliori.

#### EUROPA: UNA PROPOSTA PIÙ RISCHIOSA

Mentre i rischi maggiori per il settore energetico statunitense stanno diminuendo, i rischi per l'high yield europeo potrebbero di fatto crescere. La BCE potrebbe presto ridurre il suo programma di allentamento quantitativo e il settore finanziario europeo deve fare fronte a una serie di problemi: le sanzioni richieste per Deutsche Bank sono molto elevate e le riforme dei sistemi bancari – compresi ricapitalizzazione e consolidamento, soprattutto in Italia – rappresentano un onere gravoso. Tali fattori, benché incidano soprattutto sui titoli investment grade, aggiungono incertezza e tensioni al mercato delle obbligazioni societarie europee. Se tali rischi aumentano mentre diminuiscono quelli di insolvenza nel settore energetico statunitense, è auspicabile avere un'esposizione maggiore verso gli Stati Uniti che non verso l'Europa.

<sup>3</sup> Fonte: EPFR, al 28 settembre 2016

### MERCATI EMERGENTI: MENO VULNERABILI

Di recente il FMI ha innalzato il tasso di crescita per i mercati emergenti, le cui prospettive sono dunque migliori di quanto non siano state negli ultimi tempi. Il FMI ritiene che rispetto ai mercati sviluppati, quelli emergenti siano meno esposti a crisi economiche.

### GIAPPONE: LO YEN S'INDEBOLISCE

In Giappone, l'indebolimento dello yen sostiene il settore delle esportazioni. È, inoltre, possibile che vengano poste in essere altre misure di stimolo. Sul versante negativo, i benefici realizzati grazie ai prezzi energetici bassi vengono ora erosi dall'apprezzamento dello yen.

### CINA: SEGUE LA ROTTA

L'economia cinese prosegue il suo percorso, confermato in parte dall'ultima rilevazione positiva del PMI. Poiché la popolazione nelle zone rurali della Cina spende oltre il 30% del proprio bilancio per l'acquisto di beni alimentari,<sup>4</sup> un rincaro forte o sostenuto potrebbe generare problemi seri. Fino ad ora, però, la crescita dei prezzi alimentari è tenuta a freno e il governo mantiene appieno la sua capacità di controllo.

### Conclusioni: abbiamo trovato l'ago

Poiché le attese di un rialzo dei tassi d'interesse hanno fatto peggiorare le prospettive delle obbligazioni di elevata qualità, riteniamo che, per le ragioni sopra esposte, il settore high yield sia interessante. Nell'ambito dell'high yield, la nostra ricerca indica che il mercato statunitense rappresenti una delle proposte più allettanti in termini di rischio-rendimento. Gli spread relativamente ampi, provocati da una crisi del settore petrolifero, sono rimasti tali anche dopo che le sue prospettive sono migliorate. A nostro avviso, questo crea opportunità per gli investitori astuti disposti ad assumersi il maggiore rischio d'insolvenza associato a questi titoli.

Così come la ricerca di un ago nel pagliaio potrebbe farvi pungere un dito, anche il settore high yield statunitense comporta dei rischi: se i rendimenti globali aumentano sensibilmente e se gli spread non sono sufficienti a remunerare il rischio dei rendimenti crescenti, la perdita per l'investitore potrebbe essere più dolorosa della puntura di un ago. Per il momento, tuttavia, scorgiamo una buona opportunità.

<sup>4</sup> Washington State University, Washington State Magazine; [sm.wsu.edu/researcher/wsmaug11\\_billions](http://sm.wsu.edu/researcher/wsmaug11_billions)

## INFORMAZIONI IMPORTANTI

**L'uso del presente commento è consentito ai soli investitori professionali, ad eccezione degli Stati Uniti, dove ne sono consentite la redistribuzione e l'utilizzo presso il pubblico.**

Le opinioni espresse sono quelle dell'autore alla data di pubblicazione, possono variare in qualsiasi momento a causa di cambiamenti del mercato o delle condizioni economiche e potrebbero non realizzarsi. Inoltre le opinioni non saranno aggiornate né altrimenti riviste per riflettere informazioni rese disponibili in seguito, circostanze esistenti o modifiche verificatesi dopo la data di pubblicazione. Le opinioni espresse non riflettono i giudizi di tutti i gestori di portafoglio di Morgan Stanley Investment Management (MSIM) né le opinioni dell'azienda nel suo complesso, e potrebbero non trovare riscontro in tutte le strategie e in tutti i prodotti offerti dalla Società.

Le previsioni e/o stime fornite sono soggette a variazioni e potrebbero non realizzarsi. Le informazioni concernenti i rendimenti attesi e le prospettive di mercato si basano sulla ricerca, sull'analisi e sulle opinioni degli autori. Tali conclusioni sono di natura speculativa, potrebbero non realizzarsi e non intendono prevedere la performance futura di alcun prodotto specifico di Morgan Stanley Investment Management.

Tutte le informazioni fornite hanno esclusivamente scopo informativo e non sono da intendersi quale raccomandazione od offerta per l'acquisto o la vendita di valori mobiliari o l'adozione di una qualsiasi strategia d'investimento. Le informazioni di cui al presente non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno interpretate quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

**I titoli a reddito fisso** sono soggetti alla capacità dell'emittente di rimborsare puntualmente capitale e interessi (rischio di credito), alle variazioni dei tassi d'interesse (rischio di tasso d'interesse), al merito di credito dell'emittente e alle condizioni generali di liquidità del mercato (rischio di mercato). Nell'attuale contesto di tassi d'interesse crescenti, i corsi obbligazionari possono calare e dar luogo a periodi di volatilità e a maggiori richieste di rimborso. I titoli a più lungo termine possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. In un contesto di calo dei tassi d'interesse, il portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore. Le **obbligazioni high yield** (dette anche "junk bond") sono titoli con rating inferiori che possono comportare livelli più elevati di rischio di credito e di liquidità. L'emittente o l'autorità governativa che controlla il rimborso dei **titoli di Stato** potrebbe non essere disposta o in grado di rimborsare il capitale e/o pagare gli interessi alla data di scadenza, conformemente ai termini e alle condizioni di tali obbligazioni. Gli investimenti nei **mercati esteri** comportano rischi specifici, come quelli di cambio, politici, economici e di mercato. I rischi associati agli investimenti nei **paesi emergenti** sono maggiori di quelli associati agli investimenti esteri in paesi sviluppati. I Real Estate Investment Trust sono soggetti a rischi simili a quelli legati alla proprietà diretta di immobili e sono vulnerabili a fattori quali le capacità di gestione e le modifiche della normativa fiscale.

Tabelle e grafici sono forniti a solo scopo illustrativo.

L'indice **S&P 500®** misura la performance del segmento delle large cap nel mercato azionario statunitense e copre all'incirca il 75% di tale mercato. L'indice comprende 500 tra le principali società che operano nei settori di punta dell'economia statunitense. L'indice **MSCI All Country World Index (ACWI)** è un indice ponderato per la capitalizzazione di mercato e corretto per il flottante che misura la performance dei mercati azionari

sviluppati ed emergenti. Il termine "flottante" è riferito alla quota di azioni in circolazione considerate disponibili per l'acquisto da parte degli investitori sui mercati azionari pubblici. La performance dell'indice è espressa in dollari USA e prevede il reinvestimento dei dividendi netti. L'indice **BofA Merrill Lynch US High Yield Master** replica la performance del debito societario inferiore a investment grade denominato in dollari Usa e collocato nel mercato nazionale statunitense. L'indice **BofA Merrill Lynch European Currency High Yield Constrained** replica la performance di emissioni societarie inferiori a investment grade, denominate in euro e in sterline inglesi.

Gli indici non sono gestiti e non includono spese, commissioni o oneri di vendita. Non è possibile investire direttamente in un indice. Tutti gli indici cui si fa riferimento nel presente documento sono proprietà intellettuale (inclusi i marchi commerciali registrati) dei rispettivi licenzianti. Eventuali prodotti basati su un indice non sono in alcun modo sponsorizzati, approvati, venduti o promossi dal rispettivo licenziante e il licenziante declina ogni responsabilità in merito.

**La performance passata non è garanzia di risultati futuri.**

**Il presente commento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non siano vietate dalle leggi locali e dalle normative vigenti.**

### EMEA

Il presente documento è stato pubblicato e autorizzato nel Regno Unito da Morgan Stanley Investment Management Limited, 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londra E14 4QA, una società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority, per la distribuzione esclusiva a soggetti che si qualificano come "professional clients" (clienti professionali), ed è fatto divieto ai "retail clients" (clienti privati) di farvi affidamento o di prendere decisioni in base allo stesso (ai sensi delle definizioni contenute nei regolamenti della Financial Conduct Authority britannica).

### STATI UNITI

**NON GARANTITO DALLA FDIC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | RISCHIO DI PERDITA DEL CAPITALE | NON GARANTITO DA ALCUN ENTE FEDERALE | NON È UN DEPOSITO**

### HONG KONG

Il presente documento è stato pubblicato da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong da "professional investors" (investitori professionisti) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance (Cap 571). I contenuti del presente documento non sono stati verificati o approvati da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo documento non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong.

### SINGAPORE

Il presente documento non potrà circolare né essere distribuito a soggetti di Singapore che non siano (i) "accredited investor" (ii), "expert investor" o (iii) "institutional investor" ai sensi della Section 4A del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("Sfa"); o (iv) altro soggetto, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dalla Sfa.

### AUSTRALIA

la presente pubblicazione è diffusa in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFsl No. 314182, che si assume la responsabilità dei relativi contenuti. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono intesi unicamente per "wholesale clients" ai sensi della definizione dell'Australian Corporations Act.

Tutte le informazioni di cui al presente sono informazioni proprietarie tutelate dalla legge sul diritto d'autore.

Scoprite il nostro nuovo sito su  
[www.morganstanley.com/im](http://www.morganstanley.com/im)