
Prospettive di default dell'high yield europeo: ottimistiche ma divergenti

Reddito fisso | Ottobre 2023



Tom Southon
Responsabile Ricerca High Yield, EMEA

- **Abbiamo lievemente alzato la nostra stima per il tasso d'insolvenza dell'High Yield europeo all'1,5% per i prossimi 12 mesi e al 3,9% per i prossimi 24 mesi.**
- **Confermiamo la nostra previsione di tassi d'insolvenza relativamente contenuti a breve termine ma rileviamo prospettive sempre più divergenti in tutto l'universo del credito**
- **Gli emittenti ad alto rating sono stati in grado di estendere le scadenze e di mantenere sani livelli di liquidità**
- **Per quanto riguarda quelli con rating più bassi, il deterioramento delle prospettive sugli utili e l'accesso difficoltoso al mercato hanno contribuito al netto rialzo delle aspettative di insolvenza**

La nostra previsione per il tasso d'insolvenza dell'High Yield europeo (EHY) è dell'1,5% per i prossimi 12 mesi e del 3,9% per i prossimi 24 mesi (Figure 1 e 2). Tutto ciò a fronte di un tasso d'insolvenza del 3,4% in Europa negli ultimi 12 mesi (fino ad agosto 2023), secondo S&P, e di un recente picco del 6,9% durante la pandemia di Covid-19¹. Per la precisione, Moody's calcola un tasso d'insolvenza cumulativo speculativo globale medio a lungo termine del 4,1% nell'arco di 12 mesi e dell'8,2% nel corso di 24 mesi. Il tasso di default su 12 mesi per l'high yield europeo era pari al 2,08% a settembre 2023².

La nostra previsione generale è solo lievemente più alta rispetto a quando abbiamo pubblicato le nostre ultime riflessioni ad aprile, grazie in parte al default del distributore al dettaglio Casino nel periodo (non più incluso nelle nostre previsioni) e all'attività di rifinanziamento, in particolare degli emittenti con rating più elevati. Sempre sul versante positivo, abbiamo rilevato il sostegno

¹ S&P e Moody's, a settembre 2023

² JP Morgan, a ottobre 2023

degli azionisti in diverse situazioni pubbliche e private, il che ha aiutato a facilitare l'attività di rifinanziamento o a ridurre in gran parte il rischio di rifinanziamento.

Per contro, le prospettive per gli emittenti con rating più bassi hanno subito un deterioramento significativo; per tali società, ai timori per la sostenibilità della struttura patrimoniale si va a sommare il peggioramento delle prospettive sugli utili nella maggior parte dei settori ciclici.

Figura 1: Previsione di insolvenza EHY di Columbia Threadneedle (12 mesi, per categoria di

12-Month Forecast	Apr-23	Oct-23	Change Q/Q
By sector			
Automotive	1.0%	0.7%	-0.3%
Basic Industry	1.2%	1.1%	-0.1%
Capital Goods	1.6%	1.8%	0.2%
Consumer Goods	2.6%	1.8%	-0.8%
Energy	2.3%	1.9%	-0.4%
Financial Services	1.4%	1.1%	-0.3%
Healthcare	2.5%	2.7%	0.2%
Insurance	0.0%		
Leisure	4.4%	4.8%	0.4%
Media	0.3%	1.1%	0.7%
Real Estate	2.2%	3.8%	1.6%
Retail	3.9%	4.0%	0.1%
Services	1.6%	1.5%	0.0%
Technology & Electronics	0.3%	0.5%	0.2%
Telecommunications	0.0%	0.3%	0.2%
Transportation	2.3%	1.4%	-0.9%
Utility	0.1%	0.2%	0.0%
By rating bucket			
BB	0.3%	0.9%	0.6%
B	0.5%	2.0%	1.5%
CCC	0.9%	3.9%	2.9%
Total	1.4%	1.5%	0.1%
Total excl hybrids	1.6%	1.7%	0.1%

settore e di rating)

Fonte: Analisi di Columbia Threadneedle Investments, 11 ottobre 2023.

Commenti per settore

Automobilistico Prevediamo un lieve calo delle aspettative d'insolvenza, a riflesso della vasta quota di società automobilistiche resilienti con rating BB, dotate di ampia liquidità e di accesso ai mercati dei capitali, che compensa il lieve deterioramento dei fornitori di auto con rating B. È interessante notare, inoltre, che il tasso di default di Adler Pelzer è nettamente migliorato in

seguito al successo del rifinanziamento che prevedeva una consistente iniezione di capitale proprio al fine di ridurre l'indebitamento.

Real estate Le previsioni di default del settore immobiliare hanno subito un aumento piuttosto netto. Ciò è dovuto principalmente al raggiungimento da parte degli emittenti dei muri di scadenze, che attualmente si collocano all'interno dell'orizzonte previsionale. Adler Group è finita in stato di insolvenza quest'anno, effettuando una ristrutturazione in modo tale che tutto il debito paghi interessi in natura (PIK, payment in kind) fino al rinnovo delle scadenze a giugno 2025. Il pagamento degli interessi PIK riduce la pressione sulla liquidità a breve termine, ma dà anche luogo a un elevato rischio di default nel 2025. Un altro

Figura 2: Previsione di insolvenza EHY di Columbia Threadneedle (24 mesi, per categoria di

12-Month Forecast	Apr-23	Oct-23	Change Q/Q
By sector			
Automotive	3.9%	3.5%	-0.4%
Basic Industry	3.9%	4.2%	0.3%
Capital Goods	4.5%	4.4%	-0.1%
Consumer Goods	6.6%	5.8%	-0.9%
Energy	5.6%	5.6%	0.0%
Financial Services	4.7%	4.6%	-0.1%
Healthcare	5.9%	5.9%	0.0%
Insurance	0.0%		
Leisure	9.0%	8.8%	-0.2%
Media	1.4%	3.5%	2.2%
Real Estate	5.4%	8.9%	3.5%
Retail	7.3%	6.9%	-0.4%
Services	5.0%	4.1%	-0.9%
Technology & Electronics	1.1%	1.7%	0.6%
Telecommunications	0.4%	0.8%	0.3%
Transportation	4.5%	3.4%	-1.1%
Utility	0.3%	0.3%	0.0%
By rating bucket			
BB	1.0%	2.8%	1.8%
B	1.3%	4.7%	3.4%
CCC	1.8%	8.6%	6.8%
Total	3.7%	3.9%	0.2%
Total excl hybrids	4.2%	4.4%	0.2%

settore e di rating)

Fonte: Analisi di Columbia Threadneedle Investments, 11 ottobre 2023.

cambiamento significativo ha riguardato il locatore di uffici tedesco Demire, una delle cui obbligazioni giungerà a scadenza a ottobre 2024 e che sta faticando a fare progressi sul suo piano di cessione di attivi.

Tecnologia, media e telecomunicazioni Il netto cambiamento nei media è dovuto ai continui timori su Tele Columbus (un operatore tedesco della tecnologia via cavo classificato nel settore media) che ci hanno spinti ad innalzare la probabilità di default del titolo nel periodo.

Tempo libero Il successo di alcune operazioni di rifinanziamento ha determinato un'estensione del profilo delle scadenze e una riduzione dei timori di default per alcuni titoli, a fronte degli scarsi cambiamenti complessivi nel settore nonostante i segnali di rallentamento della spesa al consumo. Codere e Loewen Play, entrambe società di gioco d'azzardo che hanno effettuato ristrutturazioni negli ultimi anni, creano una distorsione al rialzo dei tassi di default, per via delle preoccupazioni idiosincratice da cui continuano ad essere interessate.

Industria di base Le nostre previsioni di insolvenza sono lievemente aumentate a livello settoriale, riflettendo il leggero calo generale delle stime sugli utili. Ciononostante, l'attività di rifinanziamento ha contribuito a mitigare quest'impatto per quanto riguarda alcuni emittenti di fascia B più elevata e BB.

Retail A nostro avviso il settore delle vendite al dettaglio continua ad essere caratterizzato da un rischio di default piuttosto elevato e rimaniamo prudenti nei confronti dei rivenditori di prodotti non alimentari. Tuttavia, abbiamo assistito a un certo numero di cessioni di attivi e di operazioni di rifinanziamento che hanno contribuito al miglioramento delle prospettive di alcuni emittenti, ad esempio Global, Morrisons e Iceland. Siamo sempre più cauti sul fronte degli emittenti pubblici, dati i rischi di rifinanziamento e i timori circa le cessioni di attivi e l'esposizione ai consumi. La rimozione di Casino dal gruppo considerato nelle previsioni in seguito all'insolvenza della società ad agosto ha giovato alle aspettative di default del settore



Avvertenze

Esclusivamente ad uso di investitori professionali e/o di tipologie di investitori equivalenti nella propria giurisdizione (non utilizzare o trasmettere a clienti retail). Per scopi di marketing.

Questo documento viene distribuito unicamente a scopo informativo e non deve essere considerato rappresentativo di un particolare investimento. Non costituisce un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsivoglia titolo o altro strumento finanziario, né alla fornitura di servizi o consulenza in materia di investimenti. Investire comporta dei rischi, tra cui il rischio di perdita del capitale. Il capitale è a rischio. Il rischio di mercato può riguardare un singolo emittente, settore dell'economia, industria ovvero il mercato nel suo complesso. Il valore degli investimenti non è garantito e di conseguenza gli investitori potrebbero non recuperare l'importo originariamente investito. Gli investimenti internazionali comportano alcuni rischi e una certa volatilità in ragione della potenziale instabilità politica, economica o valutaria e di principi contabili e finanziari differenti. I titoli nominati nel presente documento sono forniti a scopo illustrativo, sono soggetti a variazioni e non vanno interpretati come una raccomandazione di acquisto o di vendita. I titoli esaminati potrebbero rivelarsi o meno redditizi. Le opinioni espresse sono valide alla data indicata, possono cambiare al mutare del contesto di mercato o di altre condizioni e possono differire da altre opinioni espresse da altre società consociate o affiliate di Columbia Threadneedle Investments (Columbia Threadneedle). Le decisioni di investimento o gli investimenti effettivamente realizzati da Columbia Threadneedle e dalle sue affiliate, per conto proprio o per conto di clienti, possono non riflettere necessariamente le opinioni espresse. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una consulenza d'investimento e non tengono conto delle circostanze specifiche di ciascun investitore. Le decisioni di investimento dovrebbero essere sempre effettuate in funzione delle esigenze finanziarie, degli obiettivi, delle finalità, dell'orizzonte di investimento e della tolleranza al rischio di ciascun investitore. Le classi di attivi descritte potrebbero non essere idonee per tutti gli investitori. I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri e nessuna previsione deve essere considerata come una garanzia. Le informazioni e le opinioni fornite da terze parti sono state ottenute da fonti ritenute attendibili, ma non si rilascia alcuna garanzia in merito alla loro accuratezza e completezza. Il presente documento e i relativi contenuti non sono stati esaminati da alcuna autorità di regolamentazione.

Per il SEE: pubblicato da Threadneedle Management Luxembourg S.A., registrata presso il Registre de Commerce et des Sociétés (Lussemburgo), numero di iscrizione B 110242, e/o Columbia Threadneedle Netherlands B.V., regolamentata dall'Autorità olandese per i mercati finanziari (AFM), numero di iscrizione 08068841.

Per i Clienti istituzionali: Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono raccomandazioni finanziarie e sono riservate unicamente a soggetti con adeguate conoscenze in materia di investimenti e che soddisfano i criteri regolamentari per essere classificati come Clienti professionali o Controparti di mercato e nessun altro Soggetto è autorizzato a farvi affidamento.

Il presente documento potrebbe essere messo a disposizione del destinatario da una società affiliata facente parte del gruppo Columbia Threadneedle Investments: Columbia Threadneedle Management Limited nel Regno Unito; Columbia Threadneedle Netherlands B.V., regolamentata dall'Autorità olandese per i mercati finanziari (AFM), numero di iscrizione 08068841.

Columbia Threadneedle Investments è il marchio commerciale globale del gruppo di società di Columbia e Threadneedle.