

di **Oliviero Lenzi***
e **Silvio Olivero****

L'andamento ciclico dell'economia si riflette, come è ovvio, sulla capacità delle imprese di onorare i debiti. Nei periodi di forte crescita economica, infatti, l'aumento dei volumi di vendita genera robusti flussi di cassa che rendono più agevole il pagamento degli interessi e il rimborso del capitale. I periodi di recessione, al contrario, mettono in crisi le aziende più indebitate, fra le quali soffrono soprattutto quelle appartenenti ai settori maggiormente ciclici e dunque più esposti alle crisi.

Vi è poi un altro fattore, un po' meno intuitivo, che corrobora questo legame: l'inflazione. Di norma questa è relativamente elevata nei periodi di espansione economica e modesta in quelli di recessione. Le imprese indebitate a tasso fisso traggono grande giovamento dall'inflazione che caratterizza i periodi di crescita, poiché questa riduce l'onere reale del proprio debito: le imprese vedono lievitare i propri ricavi non solo per effetto della crescita dei volumi, ma anche grazie ai prezzi crescenti dovuti all'inflazione, il tutto a fronte di uscite costanti per il pagamento degli interessi. È semplice immaginare per analogia quanto devastante potrebbe essere per le aziende indebitate a tasso fisso l'ipotesi di una recessione accompagnata da deflazione.

Alcune considerazioni specifiche sulla relazione fra debito e inflazione riguardano un debitore molto particolare: lo Stato. In una certa misura, infatti, questi è in grado di controllare il tasso di inflazione. Quando l'onere del debito diviene eccessivo lo Stato può ridurlo inducendo un'accelerazione nella crescita dei prezzi. Al pari di un'azienda privata, il Tesoro vedrà crescere i propri introiti (maggiori entrate fiscali ricavate da basi imponibili accre-

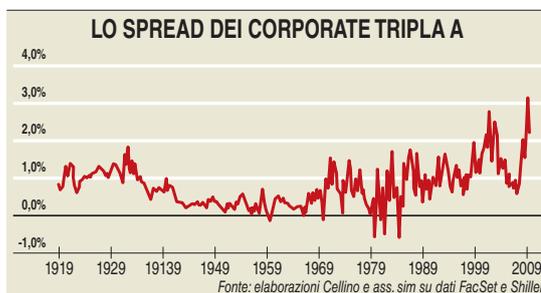
INVESTIMENTI Lo spread tra obbligazioni societarie e titoli di Stato è massimo quando le borse sono ai minimi. Ora si sta restringendo ma c'è ancora spazio. Anche perché i creditori di solito ritrovano la fiducia prima degli azionisti

Termometro corporate bond



sciute dall'inflazione), il tutto a parità di oneri sulla componente non indicizzata del proprio debito. È la famigerata tassa da inflazione, di cui alcuni intravedono i presupposti negli Usa, a causa delle politiche monetarie e fiscali eccezionalmente espansive.

Il premio per il rischio pagato ai propri creditori dalle imprese, ossia la differenza o spread, fra il rendimento delle obbligazioni aziendali (bond corporate) e quel-



lo dei titoli di Stato, costituisce una buona misura delle attese che il mercato nutre circa il futuro della congiuntura. Spread ridotti significano fiducia nel futuro del ciclo

economico, poiché indicano che il mercato si attende condizioni economiche buone, tali da mettere i debitori nella condizione di onorare i propri impegni. Spread molto ele-

vati, soprattutto quando richiesti a emittenti di qualità medio-alta, esprimono profonde perplessità circa il futuro della congiuntura, che potrebbero riflettersi in maggiori rischi di bancarotta, i quali devono perciò essere controllati da rendimenti elevati.

Come emerge dal grafico affianco lo spread fra i titoli corporate di media qualità (rating Baa di Moody's) e i titoli di Stato ha raggiunto recentemente negli Usa un

emittenti normalmente considerati al di sopra di ogni sospetto. Non bisogna inoltre trascurare il brusco calo della fiducia riposta dai risparmiatori nei rating e, più in generale, nei giudizi sulla rischiosità delle obbligazioni: si pensi al fallimento di Lehman Brothers, dotata sino all'ultimo di un'ottima pagella dalle agenzie.

I due grafici mostrano che nel mese di novembre dello scorso anno entrambi gli spread hanno raggiunto un massimo. E secondo molti analisti potrebbero progressivamente ripiegare: ciò significa che ci potremmo trovare all'inizio di una fase di sovraperformance dei titoli corporate rispetto ai titoli di Stato.

Una caratteristica molto interessante dello spread pagato dai titoli corporate consiste nella sua relazione con i movimenti del mercato azionario. I massimi dello spread, cioè i punti di maggiore tensione sul mercato obbligazionario, tendono ad anticipare o a coincidere con i minimi degli indici azionari, ossia i momenti di maggiore tensione sul mercato azionario. Molto raramente i massimi dello spread si sono realizzati successivamente ai minimi del mercato azionario. Il terzo grafico in pagina illustra la relazione fra spread e mercato azionario negli ultimi 40 anni negli Usa: in particolare viene rappresentato l'andamento dello spread pagato dai titoli dotati di rating Baa e quello dell'indice S&P500 total return, ossia un indice di performance che tiene conto del reinvestimento dei dividendi. L'indice rappresentativo della performance azionaria è stato inoltre depurato dall'inflazione, esprimendone i valori storici a prezzi costanti del 2009.

È perfettamente comprensibile che, sul finire di una fase critica, le paure si esauriscano in anticipo tra i creditori di una società piuttosto che fra i suoi soci. Per i primi è infatti sufficiente che le cose migliorino quel tanto che basta affinché la società eviti il fallimento, per i secondi, interessati ai profitti, l'attesa può risultare più lunga e tormentata.

Le implicazioni per il futuro che si possono derivare dalla figura sono piuttosto interessanti: se il picco dello spread raggiunto a novembre dell'anno scorso si rivelasse un punto di svolta per il mercato obbligazionario, allora il minimo dell'indice azionario potrebbe essere molto vicino o, addirittura, potrebbe essere già alle nostre spalle e coincidere con quello osservato a marzo di quest'anno. (riproduzione riservata)

*presidente Cellino sim

** responsabile ufficio studi Cellino sim

E Goldman Sachs consiglia la caccia agli angeli caduti

«Corporate bond ad alto rendimento offrono opportunità nei prossimi mesi». È l'opinione di Rachel Golder, managing partner di Goldman Sachs e numero uno del comparto high yield e della ricerca sul credito. «Una quota di titoli high yield può servire a equilibrare i portafogli», sostiene infatti Golder.

D. Il mercato prezza adeguatamente il maggiore rischio dei titoli?

R. Crediamo di sì. Oggi i bond ad alto rendimento offrono in media il 18%, a fronte di default attesi per il 15-18% delle società.

D. Quale sarà l'andamento degli spread rispetto ai titoli di Stato?

R. Bisogna mettere in conto un periodo di volatilità: arriveranno ancora brutte notizie, da industria e banche, e la ripresa sarà graduale. Gli spread oscilleranno prima di trovare un trend definitivo. Nel breve sono da preferire i titoli di maggiore qualità, ma nel medio termine quelli ad alto rendimento dovrebbero offrire ottimi ritorni.

D. Quali settori sono da preferire?

R. Anche all'interno del comparto high yield ci sono settori più difensivi: tlc, utility, materie prime. Spesso si tratta di «angeli caduti», ovvero di imprese che in passato erano investment grade, ma hanno perso merito creditizio, molte volte a causa degli eccessivi investimenti. Da evitare i settori troppo legati ai consumi.

D. L'analisi settoriale è sufficiente?

R. No. Per i titoli ad alto rendimento è ancora più necessaria una valutazione dei singoli emittenti. È indispensabile un livello alto di conoscenza dell'impresa e strumenti in grado di prevedere i default. Perciò questi strumenti finanziari in genere sono acquistati da operatori professionali.

D. Il rendimento dei bond può essere danneggiato nel medio termine dall'aumento dell'inflazione e da probabili aumenti dei tassi di interesse?

R. Sì, la crescita dei tassi farà scendere i prezzi. Però un aumento contenuto dell'infla-

zione aiuta le società a contenere il debito e quindi a ripagare le obbligazioni.

D. Storicamente i picchi degli spread hanno coinciso con i minimi delle borse. Sarà così anche questa volta?

R. Credo di sì. L'analisi degli spread obbligazionari ci fa pensare che a marzo i listini abbiano toccato il punto più basso. I bond high yield sono spesso un porto sicuro per gli investitori azionari: garantiscono buoni rendimenti e maggiore protezione.

D. È tornato l'appetito per il rischio?

R. Sì, soprattutto negli ultimi quattro mesi. Molti operatori con una grande liquidità stanno tornando sul mercato. In Italia gli investitori sembrano più avversi al rischio della media.

D. Aumenteranno anche le emissioni di titoli high yield?

R. Non c'è dubbio, ma l'offerta crescerà più lentamente della domanda. (riproduzione riservata)

Francesco Ninfolo