

di Oliviero Lenci  
e Silvio Olivero\*

Il peggio è passato. Quante volte ormai abbiamo ascoltato questo mantra: sussurrato inizialmente da pochi ottimisti incalliti e intonato oggi a gran voce da schiere sempre più numerose di analisti. Anche noi riteniamo che, per l'economia nel suo complesso, le cose siano destinate d'ora in poi a migliorare: a conforto di questa affermazione si possono osservare i tanti germogli che l'economia reale sta dispensando, sotto forma di statistiche macroeconomiche che talvolta evidenziano un addolcimento della fase recessiva e che in altri casi mostrano addirittura segnali di una ripresa congiunturale. Come sempre però il processo di recupero non sarà omogeneo e ciò che vale per l'intera economia potrebbe non valere per determinati settori o mercati, per i quali la fase più critica potrebbe non essere ancora stata superata completamente.

È questo il momento in cui, passato l'uragano, si procede a stilare l'inventario dei danni subiti. Ogni crisi infatti ha le sue vittime e questa, che dal punto di vista finanziario è descritta come la peggiore tra quelle del Secondo Dopoguerra, ne deve aver mietute un quantitativo adeguato alla propria malignità. Il triste conteggio inizia dalle famiglie, la cui situazione è certamente assai deteriorata negli ultimi mesi, come testimoniato dalle statistiche relative alla perdita dei posti di lavoro. Il tasso di disoccupazione è salito infatti drammaticamente, ma è destinato a crescere ancora, considerato che si tratta di un *lagging indicator*, ossia un indicatore che si muove in ritardo, sia in positivo sia in negativo, rispetto all'andamento dell'attività economica. Anche tra le imprese si contano già numerose vittime, tra le quali alcuni nomi di grande blasone: si noti infatti che, cosa impensabile prima della crisi, oggi non esiste più una banca di nome Lehman Brothers. La peculiarità di questa crisi che, non va dimenticato, ha avuto origine nell'ambito del sistema bancario, è stata proprio quella di colpire per prime le società finanziarie, dotate generalmente di merito di credito piuttosto elevato. Così, guardando le statistiche realizzate dall'agenzia Standard & Poor's, si osserva che nel 2008 a livello internazionale il tasso di default, ossia la percentuale di emittenti falliti rispetto al totale degli emittenti, tra i titoli dotati di rating AA e A è balzato dallo 0 allo 0,4%.

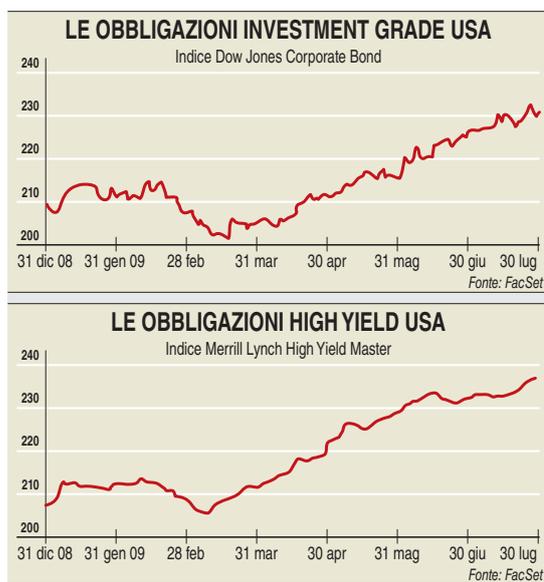
Negli ultimi 30 anni la solvibilità di questa tipologia di debitori

**OBBLIGAZIONI CORPORATE** Se si vuol cavalcare il boom di emissioni societarie è il momento di spostarsi su titoli con alto rating. La crisi infatti dimostra che per la prima volta i default colpiscono anche titoli di media qualità

## Niente rischi su quei bond

non era mai stata così violentemente aggredita. Solo tra i titoli dotati del massimo rating (AAA) non si sono osservati fallimenti nel 2008, mentre il tasso di insolvenza osservato sui titoli di qualità medio-bassa è cresciuto sensibilmente, pur rimanendo ben al di sotto dei livelli toccati in conseguenza delle precedenti crisi economiche. Dunque, come nel caso della disoccupazione, anche per quanto riguarda i fallimenti aziendali il picco della crisi non è stato ancora raggiunto, ma possiamo osservare che la fase più acuta è ormai iniziata e non sarà breve. Nel caso degli Stati Uniti, per esempio, il tasso di default sui titoli *speculative grade* (dotati di rating inferiore a BBB-) si è attestato nel corso del 2008 al 4%, per salire a giugno di quest'anno al 9,2%. Tale tasso, secondo le previsioni elaborate dalla Standard & Poor's, toccherà il 14,3% nel maggio del 2010. Le previsioni di Moody's sono simili a quelle della Standard & Poor's e delineano per il 2009 un tasso di default per i bond *speculative grade* americani pari al 14,5% e addirittura al 19,2% per quelli europei.

Questi dati dovrebbero indurre a qualche riflessione quegli investitori, e non sono



pochi, il cui appetito per i bond societari è cresciuto enormemente negli ultimi mesi. Come è noto, infatti, tra la fine del 2008 e l'inizio del 2009 la liquidità presente nei portafogli è molto cresciuta per effetto delle vendite realizzate soprattutto sul comparto azionario. Come si

ricorderà, le vendite colpirono in particolare i titoli azionari per due motivi: innanzitutto, ovviamente, perché ritenute le attività più rischiose, ma anche perché per molti giorni i mercati azionari rimasero gli unici sufficientemente liquidi per accogliere l'ondata di piena del

panic selling. Ai primi timidi segnali di distensione dei mercati finanziari i rendimenti dei titoli di Stato, su cui tale liquidità era stata parcheggiata, sono apparsi immediatamente inadeguati. In quel momento però pochi erano «emotivamente» pronti a ritornare sul mercato azionario: così molti investitori, alla ricerca di maggiori rendimenti, hanno individuato una soluzione di compromesso nelle obbligazioni societarie, sulle quali si è dunque riversata una gran massa di liquidità. Si è trattato certamente di un fenomeno positivo che ha avuto tra l'altro il merito di rendere possibile una gran numero di nuove emissioni sul mercato primario, grazie alle quali le aziende che versavano in più gravi difficoltà hanno potuto ottenere vitali iniezioni di liquidità. Gli effetti negativi della stretta creditizia seguita al fallimento di Lehman Brothers sono stati contenuti da questo massiccio afflusso di mezzi sul mercato obbligazionario.

Questo movimento non è affatto passato inosservato sul mercato, se si pensa che gli indici che registrano le performance delle obbligazioni corporate hanno realizzato dall'inizio dell'anno crescite davvero straordinarie. I due grafici pubblicati in questa pagina mostrano distintamente l'andamento, dall'inizio dell'anno, degli indici di performance delle obbligazioni corporate *investment grade* e *high yield* negli Stati Uniti, cresciuti rispettivamente del 10% e del 35%. Sulla base delle previsioni si può dunque affermare che è iniziato il periodo più critico per il comparto delle obbligazioni *high yield* e che ci sembra opportuno suggerire agli investitori un innalzamento della qualità degli emittenti detenuti in portafoglio. In pratica, le obbligazioni *speculative grade* presenti in portafoglio (sulle quali peraltro le plusvalenze dovrebbero essere notevoli) dovrebbero venire in parte sostituite con titoli dotati di un buon rating, mentre per la parte di portafoglio che si desidera conservare investito in tali titoli il miglior consiglio sembra consistere nella massima diversificazione tra emittenti, settori e Paesi. (riproduzione riservata)

\* presidente  
e responsabile ufficio studi  
Cellino Associati sim