

## BOND SOCIETARI A TUTTO GAS

Obbligazioni non governative ai massimi  
Ma se l'economia rallenta c'è il rischio dei default

Vittoria Puledda pag. 12-13

L'ANALISI

# I bond “corporate” conquistano il mercato

## Il differenziale di rendimento con i titoli governativi è ai minimi storici. Però non mancano i segnali di pericolo se l'economia rallenta

Vittoria Puledda

**B**ond a tutto gas, specie quelli societari. Nonostante i segnali di attenzione. Perché i default potrebbero essere in aumento (e molto probabilmente lo saranno). E perché l'economia rallenta e persino i consumatori americani sono diventati più cauti - anche se di poco - mentre l'inflazione continua a tener testa alle banche centrali, soprattutto negli States. Se va avanti così per chi ha alti debiti possono essere dolori, avvertono molti osservatori: il downgrade di Altice, gigante fragile delle tlc alle prese con una leva finanziaria troppo forte, potrebbe non essere un fatto isolato.

Insomma, i segnali che invitano alla cautela ci sono. Eppure, in quest'era di apparenti paradossi e di modelli econometrici che non riescono a fare previsioni, il mercato sta ignorando i richiami alla ragionevolezza e praticamente tutte le asset class di bond non governativi sono ai massimi o quasi, in termini di differenza di rendimento sui titoli di Stato.

Un occhio ai numeri dà la misura

del fenomeno. Un anno fa l'indice aggregato dei bond dell'area euro aveva uno spread rispetto a un rendimento *risk free* pari a 1,7 punti percentuali, adesso è a 1,11, quindi costa meno. Tradotto in soldoni: comprare un bond corporate rende poco di più (relativamente parlando) rispetto a un bond privo di rischio (i Bund sono equiparati a quella categoria, anche se in finanza il concetto del “privo di rischio” è solo teorico).

In compenso, si assumono pericoli concreti e decisamente superiori. Un altro segnale indiretto del fatto che la convenienza si stia restringendo sempre di più viene dai Cds su queste asset class. Assicurarsi dal rischio default (a questo servono i Cds) costa sempre meno: il prezzo che si paga sugli indici che racchiudono i bond societari in euro della categoria più elevata, gli *investment grade*, sono sui livelli più bassi da dieci anni, quelli *crossover* (a cavallo tra i rating di maggior pregio e gli high yield) sono appena sopra (ma non troppo lontani anche loro dai minimi di periodo).

Dunque, il gioco non vale la candela? «C'è un eccesso di liquidità tra i compratori, che li porta a fare incetta senza troppa selezione di qualsia-

si tipo di obbligazione - dice Andrea Seminara, ceo di Redhedge asset management - e invece è molto probabile che i *default* possano aumentare: il mercato in questa fase non sta prezzando il rischio, ma fino a quando durerà? Il pericolo è di svegliarsi bruscamente, se il quadro economico peggiora».

A guidare la corsa dei bond fuori dallo steccato delle obbligazioni governative - che pure hanno vissuto tra il 2022 e buona parte del 2023 una stagione travagliatissima - c'è innanzitutto una considerazione di buon senso: come tutti i titoli a reddito fisso, anche questa categoria è guidata dalle aspettative sui tassi di interesse. Che volgono al ribasso, per quanto con tempistiche e intensità sempre più incerte e persino possibili colpi di coda.

Per chi vede il bicchiere mezzo pieno, la traiettoria in discesa dei tassi rappresenta il punto di forza di chi sta comprando emerging markets, high yield e bond societari in genere. Guardando in prospettiva, quando i vari Bund e titoli tripla A torneranno a rendere poco, mentre questi bond più aggressivi offriranno più a lungo maggiori rendimenti, in termini relativi. Il tallone d'Achille però è che qualsiasi scossone nelle aspettative sui tassi, qualsiasi incampo rischia di danneggiare mag-

giornamente un segmento per sua natura più fragile. Anche perché i bond societari per definizione hanno un doppio registro: quello dell'andamento dei tassi e quello, correlato ma non sempre coincidente, della tenuta dei bilanci, del rifinanziamento del debito, dell'andamento del business e della capacità di generare flussi di cassa sufficienti. Il corto circuito, se l'economia va in tensione, rischia di essere dietro l'angolo. Tuttavia, accanto alla cautela gli esperti del settore esprimono mediamente interesse.

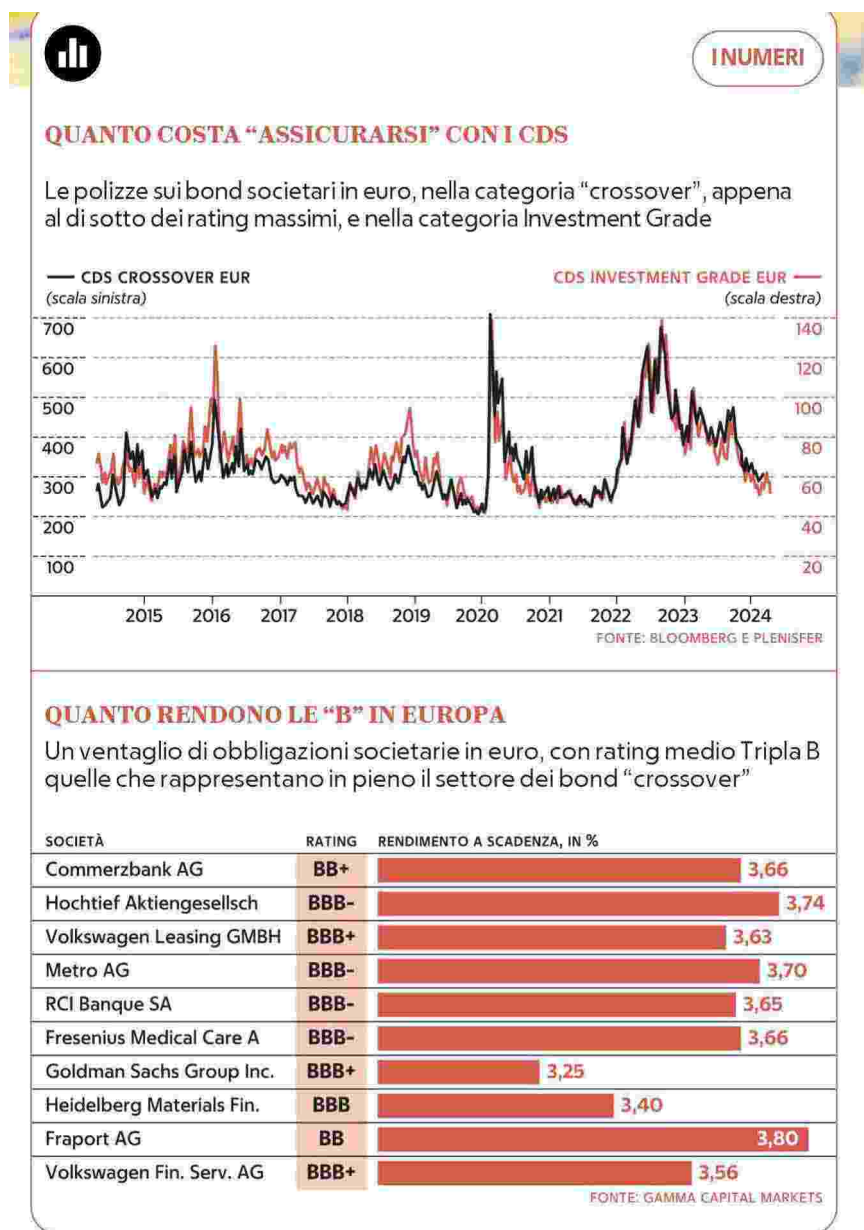
«Andrei a cercare le opportunità selezionando con molta attenzione tra le varie asset class di bond - spiega Carlo De Luca, responsabile asset management Gamma Capital Markets - per esempio tra i titoli investment grade ma con rating leggermente più bassi rispetto al top. Allo stesso modo si possono trovare cose interessanti tra i bond non Esg, che in questa fase scontano una minore attenzione da parte degli investitori. Le obbligazioni bancarie invece rappresentano un mondo a parte, molto complesso e stratificato tra obbligazioni che hanno un livello di subordinazione molto diverso rispetto al capitale, mentre farei una scommessa sui titoli Emerging markets soprattutto in valuta locale».

Negli ultimi tempi, tra l'altro, è partita una sorta di corsa alle emissioni. Di recente *Bloomberg* ha segnalato che in tre giorni società europee e statunitensi hanno collocato ben 87 miliardi di dollari di obbligazioni, sia sul comprato investment grade sia high yield, sfruttando l'incertezza sull'andamento futuro dei tassi, con premi al rischio ancora compressi. Il clamoroso successo di un emittente primario come Intesa Sanpaolo, che ha collocato un AtI perpetuo (un bond che sfiora il quasi-equity nella struttura del capitale di una banca) con richieste pari a quattro volte l'ammontare emesso la dice lunga dalla recettività del mercato. Lottomatica ha annunciato prossime emissioni e il cda di Unipol ne ha appena autorizzata una da 750 milioni. Il "muro" di scadenze 2024-2025 in tutto il mondo, sottolinea ancora *Bloomberg*, ora fa meno paura perché buona parte del debito a breve è stato rifinanziato.

Il faro, per muoversi tra le sirene dei corporate bond, resta quello di una selezione molto accurata. «È un mondo molto interessante ma complesso - spiega Mauro Ratto, responsabile investimenti Plenifer - occor-

re non perdere mai di vista la qualità del credito. Ritengo che uno dei segmenti più interessanti sia il *crossover*, a cavallo della Tripla B, magari scegliendo titoli societari non troppo senior, mentre per la *duration* starei sulla parte 3-5 anni, una distanza media che dovrebbe sfruttare appieno la prossima curva discendente dei tassi (che tuttavia non vedo così ripida, a causa dell'inflazione persistente). Continuando con un approccio molto selettivo, direi che sono da guardare con attenzione i bond di energia e tlc, perché queste società producono cassa e quindi non hanno problemi a ripagare il debito; infine, come geografie mi interessa molto l'America latina, preferendo titoli in dollari».

© RIPRODUZIONE RISERVATA





**NUMERI**

**QUANTO RENDONO LE VARIE ASSET CLASS SOCIETARIE**

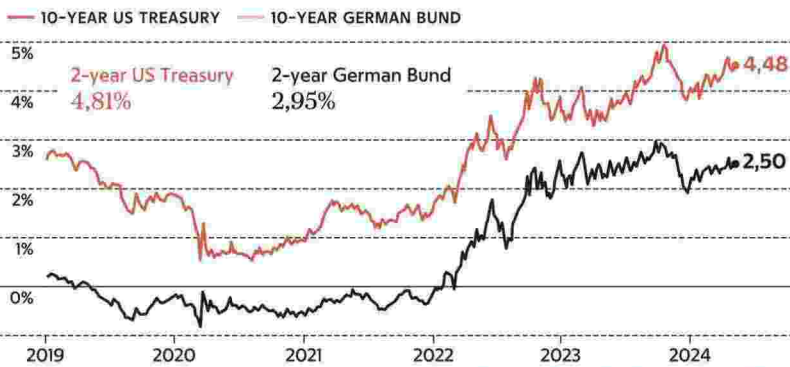
I rendimenti si sono mossi tutti al ribasso rispetto ai picchi toccati nella prima parte del 2023, con più volatilità nelle ultime settimane



Fonte: ELABORAZIONI GENERALI INVESTMENTS

**COME SI MUOVONO LE OBBLIGAZIONI DI STATO**

I rendimenti dei titoli di Stato americani e tedeschi, che rappresentano i tassi di riferimento per le obbligazioni in dollari e in euro



Fonte: ELABORAZIONI GENERALI INVESTMENTS



**CHRISTINE LAGARDE**

Guida la Bce  
 La prossima riunione sarà il 6 giugno



**JEROME POWELL**

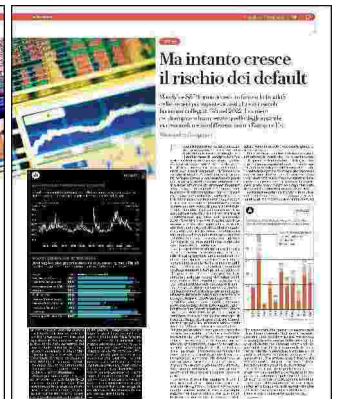
La Fed si riunirà subito dopo, l'11 e il 12 giugno

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.





① I rendimenti dei bond societari, come quelli governativi, dipendono dalle stime sui tassi, ma in più hanno il rischio di credito



Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

139308