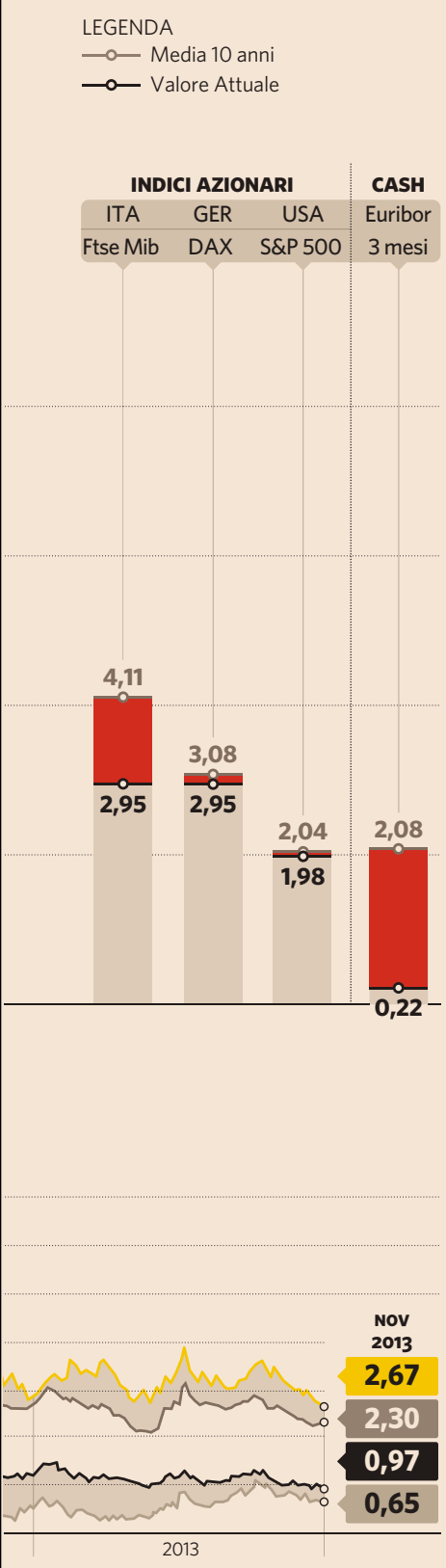
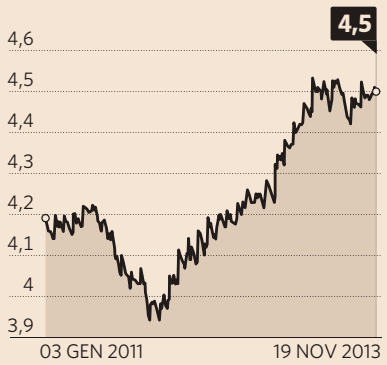
liquidità»



L'ALLUNGAMENTO DELLE SCADENZE
Duration media del paniere di obbligazioni dell'indice Barclays Euro Aggregate Corporate
Dati in anni - Fonte: Thomson Reuters



IL QUADRO DEI MERCATI

1

Yield sotto pressione
I rendimenti di tutte le principali *asset class* sono ai minimi, almeno se raffrontati alle medie dell'ultimo decennio. alzo dei tassi è dietro l'angolo. Tra i grandi emittenti sovrani, solo il BTp ha rendimenti che sono superiori alla media degli ultimi 10 e questo per effetto della crisi del debito che ha colpito il Sud Europa nell'estate del 2011. In termini assoluti, nel campo dei bond, il segmento che offre opportunità ancora interessanti è quello degli *high yield* negli Stati Uniti (con un rendimento medio del 5,66%). Si tratta di titoli ad alto rischio, al di fuori dei rating *investment grade*.

2

Il ruolo della Fed
Il mercato è in balia delle scelte della Fed e in particolare pesantemente condizionato dall'attesa della riduzione del piano di stimoli (*tapering*). La riduzione del flusso di liquidità porterà i tassi al rialzo e già gli operatori si stanno preparando a questo scenario: questo vuol dire che i rendimenti sui bond sono destinati a salire e le probabilità di perdite in conto capitale per i possessori dei titoli di Stato (statunitensi in primis ma non solo) crescono. Attenzione quindi a ritenere le obbligazioni un investimento sicuro, privo di qualsiasi rischio, soprattutto in un periodo come questo.

3

I termini chiave
Il complesso mondo delle obbligazioni impone al risparmiatore di fare i conti con alcune terminologie tecniche. Una delle più importanti è la *duration*: indica la durata finanziaria residua media di un titolo, o dei titoli contenuti in un determinato portafoglio. Più si allunga la *duration* più crescono le tensioni sui prezzi per un titolo. Le emissioni obbligazionarie hanno un *rating*, vale a dire un giudizio assegnato da agenzie specializzate. La gamma di giudizi più sicuri per il piccolo risparmiatore sono definiti come *investment grade*. Una volta che un emittente *corporate* (vale a dire una società) o uno stato sovrano perde lo status di *investment grade* finisce nella categoria di investimenti speculativi o *high yield*. Maggiore è il rischio, maggiori quindi sono i rendimenti.

Bond nella morsa dei bassi rendimenti

Le emissioni bancarie e quelle societarie non remunerano i rischi sottostanti

Gianfranco Ursino

Tempi duri per i mercati obbligazionari. La compressione generalizzata dei rendimenti osservata negli ultimi tre-quattro anni è stata guidata in larga misura dalle politiche monetarie espansive messe in atto dalle banche centrali a livello globale, in risposta alla crisi creditizia. L'enorme liquidità che ha inondato i mercati ha di fatto appiattito le differenze di rendimento tra titoli di alta qualità, ovvero con merito di credito elevato, e titoli di scarsa qualità.

In un primo momento la riduzione progressiva dei tassi di interesse ha favorito buoni ritorni per il settore obbligazionario nel suo complesso e consentito agli emittenti di rifinanziarsi a condizioni più favorevoli. In un secondo momento, però, le iniezioni di liquidità (mediante Ltro e operazioni simili), unitamente ad alcuni segnali di stabilizzazione a livello di economia reale, hanno spinto gli investitori in maniera estenuante verso la ricerca di ritorni soddisfacenti. «Allo stato attuale – spiega Filippo Lanza, gestore del fondo Hedge Invest Numen Credit – i rendimenti dei bond, in particolare quelli emessi da società, si trovano ai minimi storici, non solo per quanto concerne la componente puramente legata ai tassi di interesse di mercato, ma anche con riferimento agli *spread* che quantificano la rischiosità prezzata dagli investitori su specifiche emissioni, sia *investment grade* sia *high yield*».

Gli operatori ritengono che sui *corporate bond* sussista una marcata componente di rischio, in particolare sulle *duration* più elevate dove, oltre ai possibili contraccolpi derivanti dal potenziale deterioramento del merito di credito di un emittente, si aggiunge l'esposizione a tassi di interesse di mercato ai minimi storici. «Rischi – continua Lanza – che per gli investitori possono essere accentuati da fattori di breve termine puramente tecnici e legati alle dinamiche di domanda/offerta: viste le condizioni di mercato estremamente favorevoli al rifinanziamento, negli ultimi mesi un numero sostanziale di emittenti ha offerto sul mercato nuove emissioni con rendimenti progressivamente sempre più bassi, con il rischio concreto di un eccesso di offerta e un possibile rigetto da parte degli investitori». Emittenti che stanno anche cercando di allungare la durata finanziaria media del loro debito, per sfruttare al meglio il basso livello dei tassi (si veda il grafico in basso).

Per l'investitore, quindi, è sempre più importante porsi continuamente (anche fino allo sfinimento) la seguente domanda: «Il rendimento offerto dal bond che ho in portafoglio sta correttamente ripagando il rischio che mi sto assumendo»? La risposta non è semplice, soprattutto per chi si muove nell'ambito dei bond societari. Per i prossimi anni sarà ancora più fondamentale selezionare con accuratezza gli emittenti e non esporsi troppo sulle scadenze medio-lunghe. «Anche a costo di accettare nel breve periodo bassi rendimenti – afferma Marcello Rubiu, partner della società di consulenza NoRisk –. Oggi solo le emissioni dei cosiddetti Pigs offrono rendimenti "misurabili" a fronte di rischi non contenuti, Italia compresa. Ma è importante non focalizzarsi solo su titoli di Stato ed emissioni *corporate* tricolori. Per restare nell'ambito del reddito fisso, per diversificare i rischi, l'investitore potrebbe investire su Etf obbligazionari con scadenze brevi, ma anche su quelli *short* e quelli coperti dal rischio tasso. Infine si potrebbe inserire in portafoglio anche qualche emissione in dollari Usa e sterline inglesi, ma a breve termine o a tasso variabile». In questa fase l'investitore deve quindi "accontentarsi", anche correndo il rischio di vedersi sfuggire potenziali e interessanti rendimenti.

gianfranco.ursino@ilsole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

I più (e i meno) premiati dal mercato

I migliori e i peggiori bond selezionati con il modello Diaman Factor, ovvero i titoli che presentano le più alte differenze (in positivo e in negativo) tra il rendimento reale a scadenza (Ytm) e quello implicito espresso dall'iReturn (rendimento implicito derivante dal Diaman Factor)

MIGLIORI			PEGGIORI		
BOND	YTM	IRETURNS	BOND	YTM	IRETURNS
Cyfrowy Polsat 7,125 05/18	5,39	3,40	Daimler 2,625 04/2019	1,61	3,67
Barry Callebaut 5,375 06/21	3,67	2,00	Soc. Generale 4,675 06/2019	1,46	6,48
Ciments Francais 4,75 04/17	3,35	1,55	Volkswagen 2,00 01/2020	1,83	4,22
Portucel 5,375 05/20	4,48	2,37	Ing Groep 4,00 01/20	1,48	6,75
Fresenius Med.Care 5,25 02/21	3,52	2,04	Telekom Austria 4,00 04/22	3,12	7,35
Interxion H. 6,00 07/20	5,35	2,88	Gdf Suez 5,75 06/23	2,63	4,19
Cofinimmo 3,598 02/20	3,46	1,95	Alstom 4,5 03/20	2,73	4,6
Eurazeo 9,375 04/18	7,82	3,93	Legal & General 4,00 06/25	1,96	7,41
Swedish Match 3,875 02/22	3,08	2,57	Finmeccanica 5,25 01/22	4,87	9,21
Asml H. 3,375 09/23	3,16	2,80	Deutsche Boerse 2,375 10/22	2,34	11,31

Se l'attenzione va sul merito creditizio, le perdite sono dietro l'angolo

INTERVISTA

Daniele Bernardi
Ad di Diaman Scf

«La maggioranza dei bond offrono oggi rendimenti molto bassi, pur incorporando rischi elevati che il mercato non prezza correttamente». È l'opinione di Daniele Bernardi, Ad di Diaman Scf, società di consulenza che ha sviluppato modelli di valutazione dei titoli basati su logiche quantitative che trasformano le probabilità di *default* di una società in giudizi sul merito creditizio.

Questo cosa comporta?

Che nel momento in cui si allargheranno gli *spread*, ovvero quando i mercati inizieranno a focalizzare l'attenzione sul merito creditizio dell'emittente, chi possiede questi titoli subirà perdite in conto capitale, seppure momentanee, molto severe. È opportuno quindi verificare la qualità dei titoli in portafoglio prima che sia troppo tardi.

Ci può fare qualche esempio?

Molti bond di società tedesche riconoscono rendimenti ai minimi termini, perché godono del vantaggio di risiedere in un Paese con un rischio ritenuto pressoché pari a zero. Ma nel momento in cui ci sarà una presa di coscienza del mercato sulla necessità di valutare il merito di credito delle singole aziende, questi titoli potrebbero riservare brutte sorprese. Per esempio, per il bond Volkswagen 2020, se il rischio verrà prezzato correttamente, secondo i nostri modelli il rendimento potrebbe salire dall'1,83% al 4,22% e, conseguentemente, il prezzo potrebbe scendere da 101 a 88. Un movimento che potrebbe generare una momentanea perdita di 10-12 punti percentuali in conto capitale ai detentori del bond. Potrei fare tanti altri esempi (si veda la tabella in pagina, *ndr*).

Ma sul mercato c'è qualche occasione di acquisto?

Occorre scovare i bond con rendimento implicito inferiore al rendimento reale. Quei titoli che, per una serie di fattori, il mercato sta penalizzando di più di quanto meriterebbero. Per esempio il bond Barry Callebaut 2021 è considerato dalle società di *rating* un titolo non eccellente. Secondo i nostri parametri, invece, la società ha un ottimo *cash flow* e un rapporto tra debiti e flussi di cassa molto basso. Un titolo che potrebbe permettersi di riconoscere meno interessi agli obbligazionisti e rappresentare un'opportunità d'acquisto perché, quando i mercati alzeranno il livello di premio per il rischio, non sarà penalizzato come gli altri. — **G. Ur.**

© RIPRODUZIONE RISERVATA