

## CORPORATE BOND

# LO ZIO SAM COMPRA BOND SOCIETARI E DÀ IL VACCINO AL MERCATO

di Gloria Valdonio

**L**a valanga di liquidità generata dalle politiche fiscali e monetarie delle principali economie al fine di contrastare lo shock economico seguito al lockdown sanitario impedirà che i default si abbattano come fulmini sulle aziende dal prossimo autunno fino alla primavera 2021: questa ipotesi si è fatta certezza tra gli investitori lunedì 15 giugno, quando la Federal Reserve ha confermato di voler ampliare la composizione dei suoi acquisti di asset, inglobando anche debito societario nell'ambito dello strumento Secondary Market Corporate Credit Facility (fino ad allora il programma della Fed consentiva di acquistare questo debito solo attraverso gli Etf) allo scopo di andare direttamente in soccorso delle società in difficoltà, le quali avranno meno passività nei confronti dei loro creditori e un rischio ridotto di fallimento per gli azionisti. Una Fed che si assume i rischi di default ha fatto dimenticare i timori di coda di una seconda ondata autunnale (e di una terza invernale) di contagi da corona virus, e nei giorni successivi all'annuncio gli indici sono tornati a brillare recuperando le perdite precedenti. «Non abbiamo dubbi sul fatto che questo sarà l'anno delle obbligazioni societarie», è il parere di **Alex Pelteshki**, fixed income manager di Kames Capital. Che aggiunge: «Capita una volta ogni dieci anni, ma la corsa delle obbligazioni societarie potrebbe vedere in questo 2020 rendimenti a doppia cifra per l'intera asset class».

## Obbligazioni o azioni?

Stimoli monetari e fiscali a parte, il ragionamento degli investitori più fiduciosi nei confronti delle obbligazioni societarie è che questa crisi ha anche

Nella foto  
Alex Pelteshki,  
fixed income manager  
di Kames Capital



## LA MOSSA DELLA FED PIACE PERCHÉ ALLONTANA I RISCHI DI MOLTI TEMIBILI DEFAULT

prodotto uno spostamento globale nell'equilibrio di potere tra creditori e detentori di azioni. «Dopo anni di dividendi pagati con l'emissione di debito e di operazioni di riacquisto di azioni, i tavoli sembrano essere cambiati», spiega Pelteshki. «Le aziende sono fortemente concentrate nella raccolta di liquidità al fine di assicurare le loro operazioni aziendali qualora i mercati si dovessero riprendere, riducendo allo stesso tempo, in parte o completamente, i rendimenti per gli azionisti». La crisi sanitaria internazionale quindi avrebbe nel complesso favorito i detentori di corporate bond piuttosto che gli amanti delle azioni. E questo, secondi gli investitori, sarebbe già visibile dal rimbalzo dei prezzi dell'ultimo mese e mezzo (da inizio maggio) con le obbligazioni investment grade non legate a Paesi periferici che sono già tornate a livelli superiori a quelli precedenti la crisi. «I mercati hanno iniziato il proprio recupero quando è diventato chiaro che le Banche centrali avrebbero ripreso aggressivamente gli acquisti di titoli corporate, espandendo la lista della spesa anche ad alcune



## COVERSTORY



## ALCUNI DEI SETTORI PIÙ COLPITI DAL VIRUS POTREBBERO VIVERE UNA FORTE RIPRESA

Nelle foto, da sinistra Andrea Cattapan, responsabile ufficio studi di Consultique e Marija Veitmane, senior multi asset class strategist di State Street Global Markets

parti del mercato high yield: una novità, sia per la Fed che per la Bce», spiega **Francesco Castelli**, head of fixed income di **Banor Capital**.

### Valutazioni basse

Ma non è solo questo il motivo della loro corsa: l'iniziale recupero del prezzo dei bond è stato alimentato, oltre che da una notevole risposta della politica monetaria, da valutazioni basse, superando di gran lunga quanto accaduto durante la crisi finanziaria del 2009.

Come spiega **Andrea Cattapan**, responsabile ufficio studi di Consultique, questa volta gli effetti sulla finanza del crollo delle economie occidentali sono stati vicini allo zero.

«Tutti i principali asset hanno fatto un buon recupero, e ora stanno risalendo anche le obbligazioni in difficoltà, come quelle del settore automobilistico, che avevano perso anche il 65% del loro valore pre Covid» afferma lo strategist. Ma qual è stato il comportamento del settore corporate nel corso della crisi? Secondo Bloomberg la correzione dai massimi per il segmento investment grade è stata del 7% per le emissioni in euro e del 16% per quelle in dollari.

Il drawdown dai massimi per l'high yield è stato del 20% sia per le emissioni euro che in dollari. Queste percentuali sono amplificate per le società del settore auto, oil&gas, viaggi e turismo e trasporti con alcuni bond di questi settori crollati anche del 30-40 per cento, mentre i settori healthcare, food & beverage, utility e ovviamente tecnologia si sono dimostrati più resistenti.

### La forza dei fondamentali

E' vero che la ripresa dell'area del credito Usa è stata più lenta rispetto a quella dei mercati azionari, ma i rendimenti e anche le prospettive sono interessanti. I rendimenti dei bond a metà giugno (fonte Bloomberg) sono pari a 0,87% per i corporate investment grade zona euro (scadenza media 5 anni), del 2,34% per gli investment grade zona dollaro (scadenza media 8,5 anni), del 4,45% per gli high yield zona euro (scadenza media 4 anni), del 6,6% per gli high yield zona dollaro (scadenza media 3,7 anni). Confortano gli investitori in bond (soprattutto quelli denominati in dollari) anche i dati diffusi a metà giugno, secondo i quali i consumatori americani stanno spendendo il loro denaro nonostante il virus e la guerriglia urbana originata a fine maggio a Minneapolis e subito dilagata nelle principali metropoli americane. «Le vendite al dettaglio di maggio hanno subito un forte rialzo e ci aspettiamo che lo slancio del settore persista», afferma **Marija Veitmane**, senior multi asset class strategist di State Street Global Markets - Con il sostegno del governo a coloro che hanno perso il lavoro o sono stati licenziati, la crisi ha avuto un impatto minimo sulla ricchezza dei consumatori, con i prezzi degli immobili e il mercato azionario che restano solidi. Diversamente da quanto è avvenuto in Europa, i consumatori americani, invece di rimandare gli acquisti, sono passati in blocco agli acquisti online, e le vendite di automobili hanno registrato un forte balzo, dato che le persone hanno preferito spostarsi con mezzi propri e hanno abbandonato il trasporto pubblico. «Inoltre, anche se all'inizio dell'anno abbiamo visto una forte debolezza nel settore dei servizi alimentari, probabilmente anche questo comparto riporterà forti performance una volta revocate le misure di lockdown», aggiunge Veitmane.

### Consigli per gli acquisti

Ma su quali titoli conviene puntare? Il teorema "tanto non fallisce nessuno" è errato come insegna il recente fallimento di Hertz, nome storico del mercato americano, mentre è certo che altre ristrutturazioni sono all'orizzonte. Per questo motivo il metodo di valutazione, banale ma attualissimo, degli investi-

tori professionali è analizzare ogni singola società, parlare con i manager per identificare con precisione chi ce la farà e chi invece non riuscirà a ripartire al fine di proteggere il capitale dei clienti. «In questo contesto ci siamo concentrati sulle aziende che hanno la capacità di resistere a una crisi di liquidità, in quanto possono raccogliere nuovo debito in caso di necessità, e che presentano un valore a lungo termine, anche in uno scenario pessimistico, in grado di coprire agevolmente il livello di indebitamento», aggiunge **Rose Ouahba**, head of fixed income di Carmignac. Che aggiunge: «Il panico generalizzato ci ha offerto l'opportunità di investire in situazioni specifiche dei settori particolarmente colpiti dalla crisi, come quello del leisure, delle compagnie aeree e delle automobili».

### Long sui ciclici

Malgrado il grande recupero, sono molti gli investitori convinti che ci siano ancora buone opportunità nei settori ciclici (per esempio, auto e bancari), rimasti relativamente indietro nel movimento di recupero sia sull'azionario che sull'obbligazionario e che oggi continuano a offrire rendimenti nettamente superiori a quelli che di metà febbraio. I titoli bancari subordinati, in particolare, sarebbero molto attraenti secondo Castelli di **Banor Capital**. «Molti investitori temono che si ripeta il disastro bancario visto nel 2009, ma questa volta sarà molto diverso», dice lo strategist. «In primo luogo le banche si sono presentate a questa crisi con un capitale regolamentare più che doppio rispetto ai livelli del 2007, all'alba della grande crisi finanziaria. Ci saranno quindi sicuramente delle perdite, ma difficilmente potranno intaccare le riserve di un settore nettamente rinforzato». «In secondo luogo», aggiunge Castelli, «abbiamo visto con quale velocità si sono mosse le autorità regolamentari: extra-iniezioni di liquidità, abbassamento dei minimi regolamentari, sospensione della normativa IFRS9 relativa al riconoscimento anticipato delle perdite. Insomma, tutte manovre volte a preservare la stabilità del sistema bancario». Secondo **Steven Boothe**, Cfa head of global investment-grade



Nelle foto da sinistra Steven Boothe, head of global investment-grade credit di T. Rowe Price e Jeremy Cunningham, fixed income investment director di Capital Group



credit di T. Rowe Price, molte banche globali sono fondamentalmente solide con ampi livelli di capitale. Ma investire in società bancarie al di fuori degli Stati Uniti può fornire preziosi vantaggi di diversificazione. «Per esempio, le obbligazioni emesse da banche selezionate nel Regno Unito e in Irlanda tendono a essere meno correlate con il mercato delle obbligazioni societarie statunitensi e le consideriamo davvero interessanti», dice Boothe.

### I fallen angel

Nonostante il drammatico calo dei prezzi del petrolio, iniziato con la decisione dell'Arabia Saudita di incrementare la produzione a marzo, non è stata cancellata dagli strategist l'intera industria energetica. In quella che può sembrare un'idea contrarian, gli investitori stanno individuando opportunità in obbligazioni emesse da alcune società nel settore petrolifero di scisto degli Stati Uniti. «Per il governo degli Stati Uniti, infatti, si tratta di un settore strategico chiave, e quindi è più probabile che

## GLI «ANGELI CADUTI» ATTRAGGONO PERCIÒ IL GOVERNO LI AIUTA CON GENEROSI SGRAVI

possa beneficiare più di altri della politica fiscale», dice Boothe. Che aggiunge: «Trovo interessanti anche le obbligazioni di alcune società energetiche intermedie, che elaborano e trasportano prodotti petroliferi». Secondo **Jeremy Cunningham**, fixed income investment director di Capital Group, infine, i fallen angel, cioè le obbligazioni investment grade che sono scese allo status high yield, diventeranno un tema dominante negli anni a venire. Quest'anno, e ancora nel 2021, il rating di circa 500 miliardi di dollari di obbligazioni investment grade potrebbe essere declassato ad high yield, vista la maggiore aggressività delle agenzie di rating rispetto alle crisi precedenti. «Consideriamo gli angeli caduti più un'opportunità che un rischio. Nel corso del tempo, infatti, questi titoli tendono a sovraperformare l'indice complessivo high yield», dice Cunningham. Che conclude: «Molte società che operano in settori come l'energia, l'auto, l'industria, i materiali e i consumi ciclici sono buoni candidati per tornare all'investment grade entro i prossimi cinque anni».