

TRA TRUMP E FED/3 I titoli di debito in tutto il mondo hanno preso una sonora batosta dopo l'elezione di Trump, scontando un aumento dell'inflazione Usa. In Europa però resta lo scudo Bce e sulle obbligazioni societarie emergono opportunità. Ma solo per pochi mesi

Cogli al volo il bond fuggente

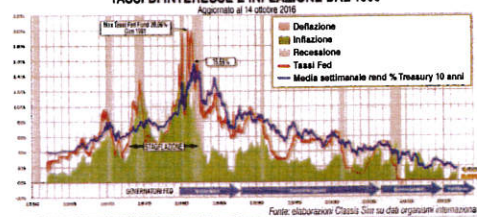
di Stefania Peveraro

L'elezione di Donald Trump alla presidenza degli Stati Uniti si è abbattuta come un macigno sui mercati obbligazionari internazionali, mentre ha dato lo sprito alle borse. È questo perché l'idea prevalente sui mercati è che le politiche fiscali degli Usa sembrino tutte improntate alla crescita e quindi a un aumento dell'inflazione. Fatto questo, che ovviamente non piace al mercato dei bond, soprattutto quelli governativi, che appunto hanno visto aumentare i rendimenti in misura importante, anticipando le mosse della Fed. Così, dal 7 novembre, il giorno prima delle elezioni, a 18 dello stesso mese il rendimento del Treasury a 10 anni è salito dall'1,83 al 2,32%, 49 punti base, un balzo del 27%. Con un effetto domino anche in Europa, dove il rendimento del Btp decennale è passato dall'1,7% del 7 novembre al 2,1% di venerdì 18 novembre, con un balzo del 22,7%, mentre in Germania il Bund a suo modo ha sofferto ancora di più, visto che sempre sulla scadenza decennale il rendimento è passato dallo 0,15 allo 0,27%, un balzo del 77,5%.

È questo nonostante il fatto che proprio venerdì 18 novembre sia stata una buona giornata per il mercato obbligazionario europeo, dopo che il governatore della Bce, Mario Draghi, ha detto in mattinata che la Bce si concentrerà sulla capacità dell'inflazione nell'Eurozona di autoalimentarsi, anche se le



TASSI DI INTERESSE E INFLAZIONE DAL 1950



Fonte: Bloomberg. Dati su dati originali elaborati

effettive misure eccezionali di stimolo monetario saranno ritirate. Una frase che è stata interpretata dal trader come una volontà di mantenere ancora per un tempo indefinito l'attuale programma di acquisti di bond governativi e corporate.

Anche sui bond societari l'effetto Trump si è fatto sentirlo. Il rendimento negli Usa, come riportato da MF Milano Finanza sabato

12 novembre, nel giro di quattro giorni a cavallo dell'elezione avevano già evidenziato aumenti tra il 15 e il 25%, colpendo in egual misura emittenti con rating investment grade e high yield. Tuttavia la sensazione è che questo trend negativo sinora sperimentato sui bond corporate su entrambe le sponde dell'Atlantico possa essere mitigato in parte dalla crescita che le politi-

che di Trump innescheranno, o almeno dalle aspettative in tal senso. È questo perché in realtà non è chiaro dove si andrà a parare, perché non è sicuro che poi queste politiche si tradurranno in vera crescita. Quello che conta, comunque, è che oggi il sentiment prevalente è positivo e quindi, almeno per un po', sembrano aprirsi opportunità di investimento interessanti, com-

prando bond in dollari a prezzi scontati.

Quello che nessuno sa, però, è quanto tutto questo durerà. Una ragionevole ipotesi è quella di dare a Trump i classici 100 giorni di tempo per vedere che cosa farà e visto che entrerà in carica dal 1° gennaio, i 100 giorni scadranno il 10 aprile. Insomma, diciamo che chi ama il rischio ha davanti poco meno di 5 mesi per tentare il colpo. Perché di rischio davvero si tratta. Sebbene il mercato sinora abbia scelto di guardare il bicchiere mezzo pieno, infatti, lo scenario di crescita negli Usa e quindi in Europa non è così scontato. Lo ha detto chiaro a MF Milano Finanza Edward Altman, docente della Stern School of Business della New York University, e noto in tutto il mondo per aver inventato il Z-Score, cioè l'indice che calcola la probabilità di insolvenza di un'azienda e che la traduce in un rating. Un indice adottato ormai da decenni da tutti i trader e investitori in bond ad alto rendimento.

Altman era in Italia nei giorni scorsi per incontrare i potenziali investitori di un nuovo fondo di private debt che Classis sim, di cui è cofondatore insieme a Maurizio Esposito, si sta preparando a lanciare con Fininvest Investments sgr, fondo che utilizzerà proprio uno Z-Score adattato alle più italiane per valutare il rischio associato al portafoglio. «Siamo ai tempi supplementari. E non è solo colpa di Trump. Lo saremo stati comunque», ha esordito Altman e questo perché «ci sono una serie di indicatori

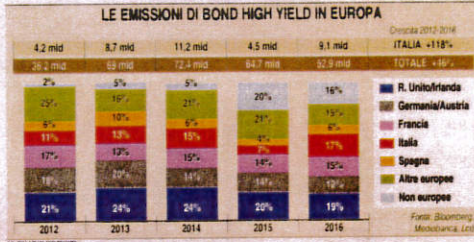
che hanno raggiunto livelli che storicamente preludono a una recessione. Basti pensare che il periodo di crisi che stiamo vivendo negli Usa dura da 57 mesi e che invece la media storica è di 46».

E a questo si aggiunge la variabile Trump. «Le politiche economiche prospettate dal nuovo presidente, che peraltro andranno ancora tutte spiegate perché ne ha solo abbozzato alcuni concetti, tendono a spingere la crescita senza preoccuparsi dei deficit. Il concetto è molto semplice: tagliamo le tasse ed erghiamo barriere protezionistiche in modo tale che la maggiore crescita produca un reddito maggiore di prima e che quindi, seppure con una pressione fiscale più bassa, si possa arrivare a mantenere lo stesso livello di gettito fiscale. Questo gioco, pe-



no, è molto pericoloso, perché se le politiche fiscali non riescono a innescare quel volano di crescita che ci si attende, oppure se lo innescano troppo tardi, il risultato è un aumento del deficit. Usa in un momento in cui il debito è già alle stelle. Così per rifinanziare il debito gli Usa sarebbero costretti ad aumentare i tassi e questo renderebbe ancora più forte il dollaro, mentre la politica di dazi alle importazioni finirebbe aumentando i prezzi dei beni e servizi negli Stati Uniti, creando un mix che sfocerebbe nella recessione».

Il quadro che traccia Altman è senza dubbio nero per il mercato obbligazionario Usa, ma anche per quello azionario, mentre da tutto questo potrebbe restare poco lucido il mercato obbligazionario europeo: è il fatto che la Bce continui a presidiare il mercato con le sue politiche di acquisti mirati sui bond governativi e corporate investment grade senza dubbio aiuterà a contenere il rischio di contagio che arriverà dagli Usa. Quindi, chi è poco propenso al rischio farà meglio a restare in Europa sin d'ora, oltre comunque a tenerci una bella fetta di liquidità. Perché nessuno ha davvero l'idea di quando tutto questo accadrà. Sul se ho pochi dubbi, perché come dicevo negli Usa stiamo giocando i tempi supplementari, grazie all'aiuto che sinora ci hanno dato le banche centrali. E man mano che gli investitori condivideranno la visione



RENDIMENTI DEI BOND GOVERNATIVI A CONFRONTO

Emittente	Rating	Scadenza	Cedola %	Prezzo al 18/11/2016	Rend. a scad. 18/11/2016	Rend. a scad. 7/11/2016	Variazione (punti)
Portogallo	Ba1/BB-/BB-	30 anni	4,100	90,89	4,70%	4,19%	12,14%
Portogallo	Ba1/BB-/BB-	10 anni	2,875	82,44	3,83%	3,19%	19,76%
Italia	Baa2/BBB-/BBB+	30 anni	2,700	92,52	3,11%	2,79%	11,21%
Usa	Aaa/AA-/AAA	30 anni	2,375	97,09	2,91%	2,60%	15,80%
Spagna	Baa2/BBB-/BBB+	30 anni	2,900	103,40	3,71%	2,40%	13,88%
Usa	Aaa/AA-/AAA	10 anni	1,500	97,05	2,32%	1,83%	27,11%
Portogallo	Ba1/BB-/BB-	5 anni	3,850	106,87	2,19%	1,81%	21,31%
Italia	Baa2/BBB-/BBB+	10 anni	1,600	100,54	2,09%	1,70%	22,67%
Regno Unito	Aa1/AAA	30 anni	3,500	130,58	2,07%	1,75%	16,87%
Usa	Aaa/AA-/AAA	5 anni	1,250	97,00	1,75%	1,29%	36,29%
Spagna	Baa2/BBB-/BBB+	10 anni	3,300	97,37	1,99%	1,24%	28,27%
Francia	Aa2/AAA	30 anni	3,250	139,12	1,82%	1,23%	24,24%
Regno Unito	Aa1/AAA	10 anni	1,500	100,44	1,45%	1,20%	21,25%
Italia	Baa2/BBB-/BBB+	5 anni	0,350	97,23	0,83%	0,54%	46,14%
Germania	Aaa/AAA/AAA	30 anni	2,500	141,52	0,89%	0,75%	18,38%
Francia	Aa2/AAA	10 anni	0,250	95,16	0,75%	0,46%	62,56%
Regno Unito	Aa1/AAA	5 anni	3,750	114,43	0,66%	0,53%	28,30%
Spagna	Baa2/BBB-/BBB+	5 anni	0,750	101,30	0,47%	0,18%	164,04%
Germania	Aaa/AAA/AAA	10 anni	0,000	97,43	0,27%	0,15%	77,48%
Francia	Aa2/AAA	5 anni	0,000	100,75	-0,17%	-0,30%	45,05%
Regno Unito	Aaa/AAA	5 anni	0,000	101,82	-0,37%	-0,42%	12,36%

QUANTO RENDONO ALCUNI BOND HIGH YIELD EMESI NEL 2016 (1)

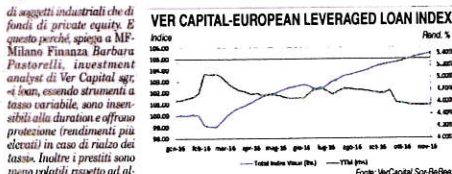
Emittente	Rating	Scadenza	Cedola %	Prezzo al 18/11/2016	Rend. a scad. 18/11/2016	Variazione (punti)	
Moby	Baa2/BB-/BB-	15/02/23	7,75	92,40	9,38	8,98	12,14%
Schumann (Sisal)	B1/B-/nd	31/07/23	7	100,86	6,89	6,79	19,76%
N&W Global Vending	B2/B-/nd	15/09/23	7	102,04	6,50	6,66	11,21%
SnaI	B2/B-/nd	7/11/21	6,375	101,37	6,05	6,03	15,80%
Ganemert	B1/B-/nd	15/08/21	6	100,56	5,80	5,71	13,88%
K Flex	nd/BB-/BB-	7/10/23	4,25	100,75	4,12	4,10	27,11%
Telecom Italia	Ba1/BB-/BBB	26/05/26	3,825	98,39	3,83	3,26	21,31%
Fca	B1/BB-/BB-	29/03/24	3,75	100,30	3,70	3,29	22,67%
Saipem	Ba1/BB-/nd	8/03/21	3	100,54	3,66	2,26	10,87%
Telecom Italia	Ba1/BB-/BBB	30/09/25	3	95,70	3,57	3,02	36,29%
Telecom Italia	Ba1/BB-/BBB	19/01/24	3,825	101,45	3,38	2,78	28,27%
Liq Italia (Phag)	Ba2/BB-/nd	1/04/24	3,875	104,05	3,22	2,20	24,24%
Msc Cruises (M)	nd/nd/nd	30/11/21	3	100,23	2,95	2,97	21,02%
Salmi Impregio (I)	nd/BB-/nd	24/06/21	3,75	104,07	2,79	2,61	46,14%
Saipem	Ba1/BB-/nd	8/09/23	3,75	101,72	2,57	2,28	18,38%
Buzzi Unicem	nd/BB-/nd	28/04/23	2,125	99,38	2,23	1,87	63,56%
Guala Closures	B2/B-/nd	15/11/21	eur3m+47sp	102,29	nd	nd	28,30%
Snoi	B2/B-/nd	7/11/21	eur3m+50sp	101,30	nd	nd	164,04%
Schumann (Sisal)	B1/B-/nd	31/07/22	eur3m+62sp	101,73	nd	nd	77,48%
Grandi Navi Veloci (I)	nd/nd/nd	31/05/22	12,5	nd	nd	nd	45,05%
Barolo BioCo	Caa2/nd/nd	1/03/23	eur3m+50sp	79,16	nd	nd	12,38%
Barolo BioCo	B2/nd/nd	20/05/22	eur3m+62sp	101,75	nd	nd	nd

Fonte: Bloomberg. Rendimenti in base al 18/11/2016

Un'alternativa più ricca e meno volatile? I prestiti a leva in euro

di Stefania Peveraro

Con l'espressione leveraged loan si intende un prestito contratto per finanziare o rifinanziare l'acquisizione di un'azienda. Questi strumenti dovrebbero vedere un aumento della domanda degli investitori rispetto ai bond ad alto rendimento, se i tassi continueranno a salire. Lo dice Fitch, in un report pubblicato nei giorni scorsi, in cui sostiene che si ridurranno le emissioni di titoli high yield e i rifinanziamenti di debito bancario, ma nano che il mercato Usa inciderà negativamente su quello europeo. Per contro, aggiunge Fitch, i leveraged loan europei nel 2017 continueranno a godere di tassi stabili e bassi e quindi continueranno a essere lo strumento preferito alle obbligazioni. L'idea quindi è che nel 2017 il ruolo dei prestiti sarà via via preponderante anche nella struttura finanziaria delle acquisizioni sia da parte



Fonte: VerCapital Sgr DeB&B

I loan offrono un premio per la liquidità più ampio rispetto agli high yield. Il relativo mercato, oltre a essere meno ampio, è tipicamente caratterizzato da una minore rotazione dei portafogli ed è per questo, quindi, che oggi i prestiti offrono un rapporto rischio-rendimento molto interessante, in genere superiore a quello di

un titolo senior ad alto rendimento garantito, quindi di pari priorità. Al contempo offrono una buona tutela dell'investitore, con ampie garanzie, covenants contrattuali e diritti di informazione molto più stringenti. Oggi un leveraged loan in euro a 5 anni offre un rendimento del 4,57% da inizio anno ha pagato agli investitori un total return di 3,36%. Il dato emerge dal Ver Capital Leveraged Loan Index, che Ver Capital ha studiato appositamente per Be&B. Il che viene aggiornato ogni settimana. L'indice si compone di 41 diversi prestiti erogati a supporto di Lbo da parte di private equity. L'andamento nostro che da dopo l'estate i prezzi dei prestiti sono saliti e gli spread sul primario si sono ristretti. (riproduzione riservata)

di Altman, tendendo di rimanere con il cerino in mano, si sposteranno sempre più verso obbligazioni in euro. E se è vero che un effetto contagio sul mercato europeo potrebbe arrivare da Oltreoceano, è anche vero che le alternative con buoni rendimen-

re in portafoglio soltanto asset liquidi e trasparenti. Parlando di tassi bassi, la nuova euro hanno aiutato il mercato dei corporate bond in euro a crescere in misura importante da inizio anno, portando sul mercato nuove emissioni per 52,9 miliardi di euro dai 64,7 miliardi di tutto il 2015, di cui l'Italia rappresenta ben il 17% per 9,1 miliardi (di cui 4,5 miliardi di tutto il 2015).

Il calcolo è stato presentato giovedì 17 novembre a una platea di addetti ai lavori riuniti per un seminario sui bond ad alto rendimento organizzato dall'AFME (The Association for Financial Markets in Europe) e ospitato da Mediobanca. In quell'occasione è stato sottolineato che le obbligazioni societarie high yield offrono tutta una serie di vantaggi per gli emittenti, perché sono liquide (almeno le emissioni da un minimo di 300-400 milioni) e sono strutturate in modo tale da lasciare molta flessibilità di movimento alle aziende nel perseguire lo sviluppo del business, da misurarsi solo in caso di assunzione nuovo debito. C'è però l'altro lato della medaglia, e cioè che i bond high yield sono quotati e che quindi l'emittente è tenuto a essere trasparente nei confronti degli investitori e a dotarsi di un rating. Inoltre va tenuto conto del fatto che più il business sono ciclici e più i prezzi dei bond sono soggetti a volatilità sul secondario. Così, in certi casi, soprattutto quando l'imprenditore non è mai stato aiutato a trattare con degli investitori, è meglio propendere per un private placement. In questo modo il rapporto è con un solo investitore o al massimo un paio e tutto resta più riservato e gestibile. I collocamenti privati possono partire da emissioni di 10-20 milioni per arrivare anche a 200 milioni. Certo, ci vogliono degli investitori esperti, che in genere sono fondi internazionali specializzati o grandi gruppi assicurativi internazionali.

In Italia per esempio è molto attiva Pricas Capital (gruppo Prudential), che ha sottoscritto bond in private placement emessi da medie società italiane come Cof (50 milioni), leader nelle credit information bancarie e nei servizi integrati di business & commercial information e di credit & marketing management; Eya (20 milioni), leader internazionale nel settore della refrigerazione per la grande distribuzione; Carco (30 milioni), specializzata nella produzione e distribuzione di guarnizioni industriali elastomero per la tenuta dei fluidi e Ana (50 milioni), specializzata nella produzione di componentistica per macchinari agricoli. Mentre lo scorso giugno il fondo specializzato in debito di Pemberion Asset management ha sottoscritto un'obbligazione da 70 milioni di DentalPro, a supporto dell'acquisizione del Gruppo Giovanni Bona Clinica Dental. (riproduzione riservata)