



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

## Corporate Bonds

**(Terza parte)** I volumi ingenti di obbligazioni *corporate*, cioè societarie, emessi di recente (quelli in circolazione dovrebbero aggirarsi sul trillione, cioè mille miliardi di USD) con rendimenti alquanto elevati portano dunque con sé qualche elemento di rischio: rischio di “sostenibilità” per il pagamento di tali rendimenti (e dello stesso capitale a scadenza), in funzione del”andamento congiunturale e degli utili aziendali, con possibilità di insolvenze, e pertanto di ulteriori problemi per l’investitore. Ma d’altro canto, come abbiamo sempre avvertito, gli elevati rendimenti, effettivi od attesi, portano inevitabilmente con sé elevati profili di rischio di cui il risparmiatore deve essere conscio. Vi è in effetti una “via di fuga” dinanzi al pagamento di capitali ed interessi “pesanti” che non solo e non tanto le società, ma soprattutto i governi, hanno sempre seguito nel tempo, con ampiezza e disinvoltura somma: quella della svalutazione monetaria, cioè del restituire a scadenza denaro che nel frattempo aveva perso valore reale. Si sa come tradizionalmente inflazione, vale a dire crescita generalizzata dei prezzi, e conseguente svalutazione monetaria, favoriscano il debitore a danno del creditore, che riceve indietro meno ricchezza rispetto a quella a suo tempo prestata. E’ ovvio tuttavia che i governi hanno il potere di “creare” svalutazione proprio attraverso l’allargamento smisurato del loro debito pubblico ed in genere attraverso l’annacquamento dei loro conti pubblici. Le aziende, dal canto loro, possono tuttavia beneficiare indirettamente di tale scenario svalutativo, sia in termini commerciali, ma anche in termini di pagamento degli interessi elevati e di restituzione di capitali in forma appunto “diluita”. Ma vi è oggi un altro aspetto che lega i *corporate bonds* ai titoli governativi omologhi, ed è la concorrenza fra di essi. Infatti molto presto anche i governi si troveranno a dover emettere quantità molto ingenti di titoli del debito pubblico, per finanziare o rifinanziare gli enormi interventi effettuati a sostegno dell’economia, del sistema finanziario, dell’industria automobilistica, del comparto ipotecario, e quant’altro. Non potendo, almeno per ora, aumentare la pressione fiscale, si rivolgeranno al mercato con forti richieste di capitali, che gli investitori forniranno dietro richiesta di “premi di rischio” (cioè cedole) probabilmente maggiori rispetto a quelli di cui si accontentano ora. E si potrebbe creare allora una situazione simile appunto a quella dei *corporate bonds* di oggi: rendimenti in salita, allo scopo di attrarre gli investitori, nonostante tassi di riferimento ancora molto bassi e nonostante riprese economiche più o meno claudicanti. E se vi è rischio di *default* per qualche azienda, lo spettro potrebbe giungere a lambire addirittura altri emittenti, perfino pubblici o para-pubblici, ritenuti finora al di sopra di ogni sospetto. (*fine*)

L’autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l’Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.

---



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

## Corporate Bonds

**(Seconda parte)** L'enorme numero e volume di emissioni di titoli obbligazionari societari è dunque il frutto della lunga crisi borsistica, del *credit crunch*, cioè della difficoltà di accesso al credito bancario e, ovviamente, del forte fabbisogno di liquidità per molte aziende, quale che sia il loro settore. Ma l'aspetto più importante che abbiamo notato nello scorso articolo è stato l'elevato rendimento offerto da molte di queste emissioni: le cedole particolarmente "ricche", talvolta persino esorbitanti, presentano divari stridenti con il livello dei tassi di riferimento fissati dalle banche centrali e con i rendimenti dei titoli governativi, che si collocano ancora su livelli storicamente bassissimi. Buona notizia per l'investitore, certamente, ma anche, per altri versi, segnale d'allarme. Alto rendimento proposto significa, da sempre, rischio elevato, e la storia finanziaria di ieri e di oggi fornisce molti esempi al riguardo. Ci si può infatti porre la domanda: cosa accade se la ripresa stenta a partire o non è sufficientemente sostenibile, in termini di propensione agli acquisti, e dunque di utili aziendali, così da consentire alle società emittenti di far fronte ad un "servizio del debito", cioè ad un costo per interessi, così pesante? La risposta è semplice: *default*, cioè insolvenza, rinvii, oppure ristrutturazione del debito attraverso altre forme di titoli. I segnali di tale situazione sono almeno due, oltre ai già citati *spreads*, cioè ai differenziali fra tassi d'interesse delle diverse categorie di obbligazioni pubbliche e private: il declassamento di alcuni emittenti, anche importanti, in termini di *rating*, cioè di valutazione della solidità e della affidabilità finanziaria dell'emittente da parte di istituzioni specializzate (decisioni assunte spesso in modo tardivo, dopo il "lassismo" dimostrato in precedenza), e soprattutto il livello dei CDS (*Credit Default Swaps*), in pratica il costo da sostenere per "assicurarsi" a scadenza il rimborso di un certo prestito obbligazionario. Da livelli altissimi, i valori dei CDS erano ridiscesi, a fronte di una certa stabilizzazione del mercato del reddito fisso, ma ultimamente tale discesa non solamente si è arrestata ma in molti casi la tendenza si è invertita ed il costo dell'assicurazione è tornato a crescere. Un segnale che l'investitore dovrebbe valutare attentamente, ancorché ingolosito dalle alte cedole, nel momento in cui seleziona i propri investimenti a reddito fisso, per non dare nulla per scontato. (*continua*)

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.

---



QUANDO SI PARLA DI...

LESSICO FINANZIARIO A CURA DELL' ASSOCIAZIONE SVIZZERA DEI GESTORI DI PATRIMONI

## Corporate Bonds

**(Prima parte)** Ritorniamo su questo argomento, che abbiamo trattato in forma didascalica un po' di tempo addietro, e su cui peraltro abbiamo avuto modo di ritornare fuggevolmente nei nostri articoli, poiché è tornato recentemente, e prepotentemente, alla ribalta, interessando molti investitori. Ricordiamo come il "*corporate bond*" sia il titolo obbligazionario emesso da un'istituzione privata, un'azienda, una società, un gruppo industriale, commerciale, quindi un qualcosa di tutto diverso rispetto al titolo "governativo", emesso da un'entità nazionale, o "sovranaazionale", emesso da una istituzione quale può essere la Banca Mondiale, la Banca Europea degli Investimenti, ed altri enti similari. Perché il tema è ora particolarmente attuale ? Per diverse ragioni. La lunga fase di stagnazione dei mercati azionari seguita alle varie cadute, e soprattutto le difficoltà del sistema bancario all'indomani della grave crisi di liquidità e delle tempeste che hanno colpito i titoli legati al credito, la "sterilizzazione" degli *hedge funds*, e dunque le inevitabili "strette" e cautele accresciute nella concessione dei prestiti, hanno portato molte aziende, quasi inevitabilmente, a ricorrere al mercato dei capitali per acquisire i capitali a loro necessari. Negli scorsi mesi si è avuta una valanga di nuove emissioni di titoli obbligazionari *corporate* che non ha molti precedenti. Ma la cosa più interessante riguarda le condizioni a cui questi titoli sono stati emessi. Infatti, in uno scenario caratterizzato da tassi di riferimento (i tassi fissati dalle banche centrali, per intenderci), ai minimi storici, così da favorire la ripresa economica e lo stimolo all'attività creditizia, con i rendimenti dei titoli governativi anch'essi su livelli molto depressi (almeno per quei governi con livello di sicurezza relativamente elevato), molte di tali emissioni *corporate* propongono invece cedole altissime. Basti pensare al caso di un'azienda automobilistica europea ben nota che emetteva bonds a tre anni, quindi relativamente corti, con rendimento niente meno che ben oltre il 9%, dato che, appena apparso sugli schermi, aveva fatto pensare ad un errore ! Questo è un caso estremo, ma molte altre aziende e gruppi hanno emesso sul mercato primario con cedole abbastanza "altisonanti" e comunque ben più alti rispetto a quelli del mercato "normale". Se situazioni del genere possono indubbiamente ingolosire l'investitore, inducono tuttavia anche ad alcune considerazioni. (*segue*)

L'autore esprime la sua opinione personale e non vincola, di conseguenza, l'Associazione Svizzera di Gestori di Patrimoni.

---