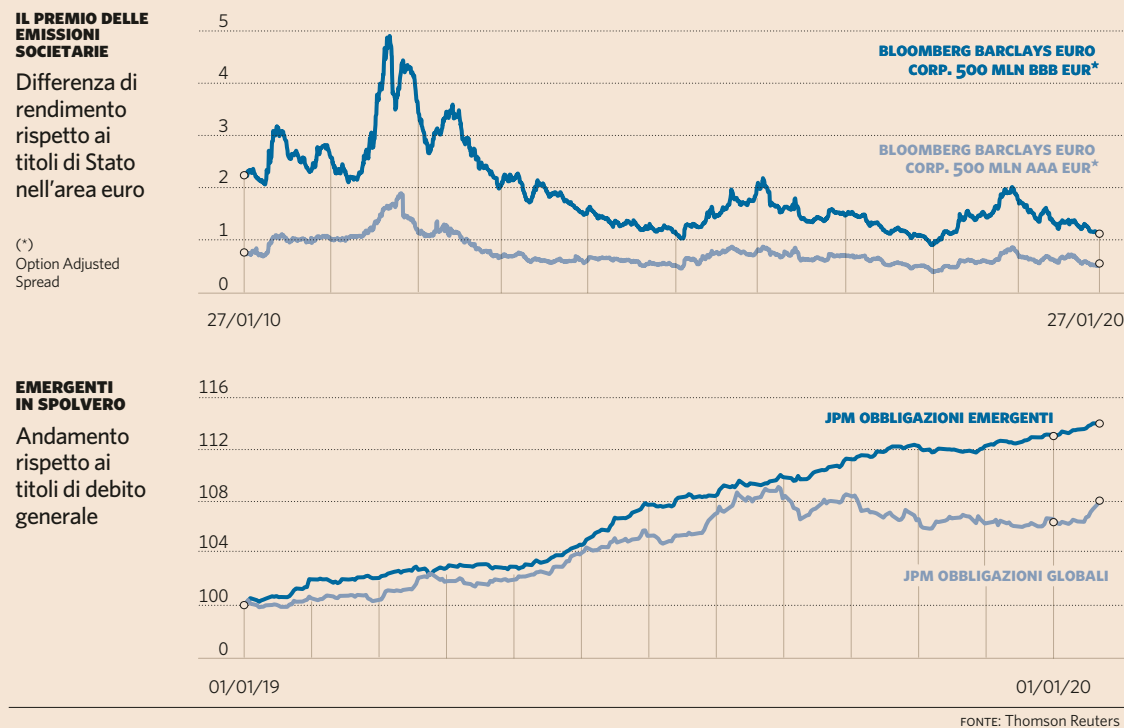


EMISSIONI CORPORATE E DEI PAESI IN VIA DI SVILUPPO

La fotografia dell'ultimo anno



BOND FINANZIARI ORA PIÙ APPETIBILI

Le emissioni bancarie della zona euro sono favorite dalle politiche delle banche centrali e da bilanci più solidi

Marzia Redaelli

È un momento d'oro per le obbligazioni emesse dalle società private. La diminuzione dei tassi di interesse, infatti, da un lato invoglia le aziende a finanziarsi con il debito e, dall'altro, spinge gli investitori ad aumentare il rischio pur di ottenere una remunerazione positiva del capitale, che copra almeno l'inflazione.

Il problema è che i continui acquisti alzano le quotazioni e riducono via via il premio rispetto ai titoli di Stato, ritenuti il parametro dell'investimento sicuro. L'indice Bloomberg Barclays delle obbligazioni corporate più affidabili dell'area euro mostra che nell'ultimo anno lo spread (cioè il divario di rendimento) rispetto ai titoli di Stato è sceso dallo 0,7% allo 0,5% (come si vede nel grafico sopra da 72 a 50 punti base). Anche nel 2007, prima della grande crisi finanziaria, lo spread era mediamente a mezzo punto percentuale. Però a quel tempo i tassi di interesse erano più alti e l'inflazione era comunque contenuta, intorno al 2%. Dunque, c'era più margine di guadagno.

Il restringimento dello spread ha riguardato anche le emissioni più rischiose. Per le obbligazioni ad alto rendimento è passato da oltre il 5% di fine 2018 all'attuale 3%.

Neppure l'offerta continua di bond sul mercato placa la fame di rendimento degli investitori. Secondo Bank of America, le emissioni europee di alta qualità hanno toccato un

record di 59 miliardi di euro da inizio 2020. Solo la Banca centrale europea ne compra 5-6 miliardi al mese e supporta così i prezzi e la domanda. Una buona fetta dei titoli è andata poi ai fondi comuni specializzati, che hanno rastrellato 3,6 miliardi di denaro fresco alla settimana.

«La manovra della Bce - spiega Antonio Anniballe, gestore del team Multi Asset di Gam (Italia) Sgr - tiene bassi i costi di finanziamento sull'intero comparto delle obbligazioni societarie. I subordinati e i finanziari subordinate di alta qualità offrono un'opzione. Il patrimonio delle banche si è rafforzato rispetto ai periodi pre2008 in tutta l'Eurozona, ma lo spread dei subordinati rispetto ad allora è anche di 3-4 volte più alto. Nel caso invece delle emissioni più

senior, le banche italiane offrono premi interessanti anche sulle medie scadenze, a fronte di fondamentali in alcuni casi migliori di quelli dei concorrenti europei. Meglio tuttavia essere selettivi e non eccedere nella durata, per evitare che cambi minimi di aspettative sui tassi pesino sulle quotazioni».

L'inflazione, come avverte Bank of America, è il rischio più sotto-stimato dagli investitori, però ha dato segni di risveglio in dicembre. Per questo motivo la politica espansiva delle banche centrali che ha spinto il credito, è anche il fattore che può fermarlo.

«Il portafoglio - suggerisce ancora Anniballe, può essere diversificato sui settori difensivi come i farmaceutici e su alcuni comparti dei ciclici, che invece beneficerebbero della ripresa economica; con l'accortezza di non eccedere nella concentrazione del rischio emittente e di scegliere le emissioni più grandi, che sono le più facili da negoziare». I principali indici obbligazionari sono calcolati su titoli con ammontare di almeno 500 milioni di euro. «Viceversa - conclude il gestore - la diversificazione valutaria offre scarso valore quando il costo di copertura del cambio erode l'eventuale premio».

Nuove incognite sono però all'orizzonte. In primis il coronavirus. «La sua improvvisa diffusione - commenta Cosimo Marasciulo, vice responsabile dell'Euro Fixed Income di Amundi - ha fatto salire la volatilità e allargato gli spread. Probabilmente nel breve l'incertezza continuerà ad alimentare la volatilità, senza modificare il quadro fondamentale positivo. La sua persistenza, che non è il nostro scenario centrale, potrebbe invece incidere sul ciclo macroeconomico a partire dalla Cina, frenando la timida ripresa globale in atto».

I MARKET MOVER AL RIALZO E AL RIBASSO



Il sostegno della Bce
Gli acquisti di obbligazioni da parte della Banca centrale europea ne sostengono i prezzi e riducono i costi di finanziamento delle imprese, migliorando così la sostenibilità del loro debito



Il rischio inflazione
Il mercato non sconta un aumento delle aspettative di rialzo dei prezzi al consumo e dei tassi di interesse che potrebbe incidere sulle quotazioni delle emissioni a più lungo termine

TRA GLI EMERGENTI ANCORA POTENZIALITÀ MA A PREZZI PIÙ ALTI

I rialzi corali del 2019 hanno ridotto il premio di rendimento

I gestori specializzati sulle obbligazioni emergenti hanno un compito impegnativo quest'anno: battere le abbondanti performance del 2019.

L'anno scorso il comparto ha beneficiato della corsa al rendimento che ha spinto le attività finanziarie più remunerative (e rischiose). L'indice JPMorgan obbligazioni emergenti ha più che doppiato (+13%) il JPMorgan delle obbligazioni globali (+6%). Il risultato però sintetizza numeri differenti: mentre i titoli di debito governativi russi mostrano un rendimento totale (tra prezzo e cedole) del 34%, le emissioni della Repubblica Ceca hanno dato il 2,3%. Ovviamente, la differenza di rendimento rispecchia il divario di rischio, che può trasformarsi in perdita di capitale: le obbligazioni argentine, intrappolate nell'ennesimo fallimento statale che ha impoverito il Peso, hanno perso oltre la metà del loro valore (-66%).

«Nel 2020 sarà difficile replicare le solide performance generate nel 2019 dalle obbligazioni emergenti - afferma Claudia Calich, gestore del fondo M&G Emerging Markets Bond -. Quest'anno il cambio di passo è dovuto alle valutazioni di partenza, che sono meno favorevoli». Molto, secondo Pierre-Yves Bareaud, responsabile globale del debito emergente di JPMorgan AM, dipende dalla tenuta dell'economia cinese, un traino soprattutto per l'area asiatica, e dall'aumento del suo ritmo di crescita nell'ultima parte del 2020 in risposta agli stimoli espansivi di Pechino. Il coronavirus, paradossalmente, potrebbe liberare nuovi aiuti dalle banche centrali e dalle istituzioni politiche, che sarebbero di supporto al mercato obbligazionario.

Anche la fotografia dei titoli di debito delle società private operanti nei paesi emergenti (denominati in dollari) è in chiaroscuro, sebbene la protezione della valuta Usa abbia fatto da sponda. Le obbligazioni argentine aziendali (corporate) in dollari, per esempio, hanno reso l'8,4% a dispetto dell'implosione dei conti pubblici; quelle dello Zambia e dell'Ucraina il 26%. Ma a questi buoni ritorni si contrappongono il 3,3% delle emissioni vietnamite e lo 0% delle lituane.

In genere, gli investitori preferiscono i titoli in dollari se sono di emittenti privati, perché l'extra rendimento non ripaga per il rischio di svalutazione della moneta, la prima a risentire delle difficoltà di un paese. Viceversa, le obbligazioni governative sono predilette in moneta domestica, perché alle opportunità di miglioramento dell'economia e dei conti pubblici si sommano le buone prospettive per la valuta.

Per molti esperti, quest'anno dovrebbe andare meglio per il debito in valuta locale, perché il dollaro potrebbe ballare a causa delle tensioni geopolitiche e delle elezioni americane. «Siamo più cauti sul debito in dollari - continua Bareaud -. Crediamo

che alcuni emittenti potrebbero avere difficoltà a ripagare i debiti. Per esempio l'Argentina, che riscuote consenso tra molti investitori, rischia una nuova ristrutturazione del debito. Per le obbligazioni in valuta locale, invece, se ipotizziamo una svalutazione per il rafforzamento del dollaro, copriamo il rischio cambio».

Le scelte diverse dei gestori sono all'origine di risultati diversi, sebbene i principi prudenziali che normano i prodotti di investimento collettivo impediscano di prendere posizioni eccessive. Calich di JPMorgan, per esempio, dichiara di avere accentuato l'esposizione ai titoli governativi dell'Argentina rispetto a un paniere classico dei mercati emergenti.

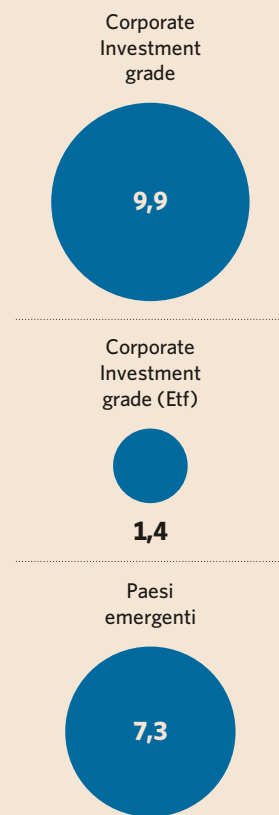
Molte idee, viceversa, sono condivise. Per esempio, le potenzialità dei paesi sub-sahariani, dove Egitto o Nigeria e Kenya sono ritenuti interessanti; o l'Ucraina, che esce da una crisi. O ancora la Russia, dove l'economia è solida e i titoli governativi rendono il 6,5%. «Con i rendimenti dei paesi sviluppati così bassi - continua Bareaud - si può cercare un extra rendimento nei mercati emergenti. Per chi è più difensivo la Repubblica Ceca, che è una specie di Germania dell'Europa emergente, paga il 2%; la Romania, che è più rischiosa, il 4%. Però, Colombia e Malesia offrono tra il 4% e il 6%. Quello che ci piace veramente però sono il Messico, la Russia e l'Indonesia, perché i rendimenti sia nominali, sia al netto dell'inflazione, sono elevati».

— Ma.R.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

La raccolta

Flussi netti sui fondi obbligazionari europei venduti nel 2020
In miliardi di €



Fonte: Bank of America