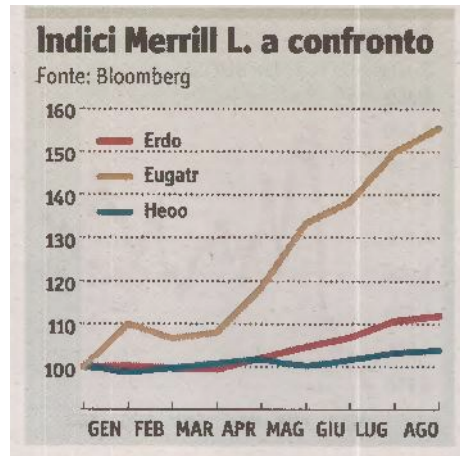


Bond, l'inflazione è il nuovo driver

Sarà il costo della vita la variabile fondamentale del mercato obbligazionario
 Per il segmento corporate meglio preferire le emissioni a tasso variabile

CORRADO CAPACCI*

Dopo le delusioni degli anni scorsi i mercati obbligazionari hanno regalato grandi soddisfazioni agli investitori nella prima parte del 2009. Al 31 agosto nell'area euro la performance dei titoli di Stato (indice Effa, emissioni inferiori all'anno) era in crescita del 3,76%, mentre quella dei corporate investment grade (indice Merrill Lynch Icp0) era a +11,93% e quella degli high yield (indice Merrill Lynch He00) era in rialzo addirittura del 55,65%. Ma ora cosa ci si attende da questi mercati? La variabile fondamentale in gioco è essenzialmente data dalle attese di inflazione: se la crescita economica riprenderà a un ritmo tale da far temere una rapida risalita del settore dei titoli di Stato subirà notevoli perdite, visto il livello molto basso dei tassi di interesse. Viceversa in uno scenario di ripresa della crescita a ritmi moderati (tali da non esaurire in poco tempo la capacità produttiva in eccesso) la pendenza della curva dei rendimenti è tale da garantire la possibilità di extrarendimenti interessanti per chi voglia investire in titoli di Stato (o simili, come Bei o obbligazioni bancarie garantite) a tre-cinque anni.



INFLAZIONE E OBBLIGAZIONI. Sul fronte corporate una ripresa dell'inflazione potrebbe essere foriera di sviluppi positivi, in quanto la ripresa dei prezzi abbatte il valore reale del debito delle imprese e ne migliora il merito di credito. Nel settore investment grade va notato però che gli spread si sono sensibilmente ridotti rispetto a inizio anno e non sono più a livelli tali da costituire un adeguato margine di sicurezza contro l'inflazione per un investitore

a tasso fisso. Pertanto un investitore che cerchi rifugio anti-inflazione futura nei titoli corporate farebbe bene a orientarsi sul variabile, anche se questo penalizza (di molto) il rendimento immediato. Occorre inoltre cautelarsi sul fatto che molte società, nel caso la ripresa facesse qualche battuta d'arresto, potrebbero avere problemi a mantenere gli attuali meriti di credito (rating). Quindi sia nel caso di ripresa dell'inflazione sia nel caso di crescita moderata senza problemi inflattivi, l'attrattiva dell'asset class obbligazionaria investment grade è sensibilmente diminuita rispetto a inizio anno.

Sul fronte degli high yield invece gli spread sono ancora abbastanza elevati e sufficienti a proteggere contro un eventuale aumento dei prezzi, anche se occorre sottolineare il maggior rischio di incorrere in insolvenze, soprattutto nello scenario in cui l'economia dovesse di nuovo rallentare.

IL SETTORE BANCARIO. Infine le obbligazioni bancarie: dopo l'autentica carneficina vissuta in gennaio e febbraio, a partire da metà marzo il mercato è gradualmente migliorato sia a livello delle obbligazioni senior sia di quelle subordinate. Permane però a tutt'oggi una situazione strana in cui le obbligazioni senior di molte banche trattano sul mercato a spread più elevati rispetto a quelli delle società a cui le stesse banche prestano, situazione sintomatica del permanere di un certo malessere nel settore.

Eppure il settore bancario è l'unico in cui un processo di riduzione della leva è in atto in maniera inequivocabile, sia per via dell'aumento dei mezzi propri (aumenti di capitale e generazione di utili non distribuiti) sia per la riduzione degli investimenti (contrazione degli attivi a rischio). Anche in questo settore una poco probabile ventata inflazionistica sarebbe molto positiva per il merito di credito. L'attrattiva del debito bancario senior e subordinato rimane pertanto intatta anche dopo sei mesi di rialzi.

Dg dCompass AM e gestore di CompAM Bond Euro e CompAM Bond Risk