

2008-2018: I PERICOLI A 10 ANNI DA LEHMAN
I mercati obbligazionari

Dall'inizio della crisi del 2008 a oggi i debiti totali (pubblici e privati) sono aumentati di 72mila miliardi di dollari. I rischi maggiori oggi in mano alle grandi società di gestione del risparmio dopo la stretta delle regole bancarie

Tanti debiti, poca liquidità: nuova ombra sui mercati

Morya Longo

Chi nel 2008 definì la valanga finanziaria che si stava abbattendo sull'umanità come la «crisi del debito», riferendosi a quei tempi ai mutui americani, oggi dovrebbe trovare una definizione ben più enfatica. Perché da allora i debiti totali (pubblici e privati) secondo Iif sono aumentati di 72mila miliardi di dollari, arrivando alla cifra quasi impronunciabile di 237mila miliardi. E di questi, 59mila miliardi sono sulle spalle delle aziende di tutto il mondo. Ma, sebbene impressionanti, non sono i numeri il problema. Sono piuttosto le modalità con cui questi debiti sono cresciuti.

Grazie alle politiche monetarie ultraespansive e alla regolamentazione internazionale che ha legato le mani alle banche, a finanziare questa espansione creditizia sono stati infatti in gran parte i mercati finanziari. A partire dalle società di asset management. Non tanto le banche. Grandi rischi sono quindi oggi nelle mani di grandi società di gestione del risparmio che sono tutt'ora sottoposte a regole prudenziali ben più blande rispetto alle banche. Così molti sono oggi convinti che siano queste le istituzioni «too big to fail». Troppo grandi per fallire.

Alti rischi, bassi rendimenti

Anni di politiche monetarie ultraespansive hanno geneticamente modificato la propensione al rischio degli investitori e la struttura stessa dei mercati obbligazionari. A preoccupare sono soprattutto quelli delle aziende, i cosiddetti «corporate bond». Non solo sono cresciuti in dimensioni, ma sono aumentati in rischiosità «congenita» nonostante i rendimenti siano scesi sui minimi storici. E ora che sono un po' risaltati, continuano a non remunerare i rischi che gli investitori corrono.

Sono i numeri a parlare da soli.

Nel 2007 su 100 corporate bond emessi a livello mondiale, 80 avevano un rating investment grade (dunque avevano un'elevata affidabilità) e 20 avevano un rating speculativo (erano cioè bond spazzatura, «junk»). Ora le percentuali sono molto cambiate: su 100 bond aziendali emessi, solo 58 sono «investment grade» (dunque più affidabili) e i restanti 42 sono «junk». Questi dati, dell'Ocse, dimostrano che ormai vengono emesse molte più obbligazioni da parte di aziende poco affidabili, perché il mercato è disposto a finanziarle come non mai. A tassi bassi. Questo, almeno, fino a qualche mese fa. Non solo. Se anche si guardano le obbligazioni con rating «investment grade» si nota anche qui un generale deterioramento: secondo i dati di Gluskin Sheff pubblicati da Bloomberg, oggi quasi il 50% di queste obbligazioni ha rating «BBB» (dunque il minore per essere considerate «investment grade»), mentre nel 2009 erano appena il 32%. Insomma: anche nella Serie A del mercato obbligazionario, aumentano le squadre di mezza classifica.

E non finisce qui. A deteriorarsi negli ultimi anni sono state anche le protezioni contrattuali e legali inserite nei prospetti dei bond. Quelle messe a garanzia degli investitori: i cosiddetti «covenant». M&G ha creato una scala che mostra la forza protettrice dei covenant nelle obbligazioni statunitensi, con punteggi che vanno da 1 (protezione massima) a 5 (minima). Ebbene: per i bond con rating «B», ad esempio, la protezione è peggiorata da 3,40 a 4,20 circa dal 2012 a fine 2017. E in Europa il fenomeno è simile. Anche sul fronte dei leveraged loans, su cui molti investitori puntano: quelli a bassa protezione contrattuale (i cosiddetti «covenant lite») nel 2017 erano il 60% delle emissioni totali, mentre nel 2007 circa il 5%. Insomma: i bond aziendali hanno mediamente rating sempre più

bassi e protezioni legali sempre più affievolite. Eppure, a fronte di una maggiore rischiosità, i rendimenti negli ultimi anni sono scesi. A causa della grande domanda di bond da parte di investitori sempre più grossi in cerca di rendimenti. E qui viene il secondo capitolo del problema.

Investitori e illiquidità

A fare incetta di obbligazioni negli ultimi anni è stato il mondo del risparmio gestito. Anche perché la regolamentazione sempre più restrittiva prodotta dai Governi nei confronti delle banche dal 2008 in poi ha costretto i tradizionali istituti creditizi a ridurre i finanziamenti alle imprese. Così, mentre le banche si ritiravano, sono arrivati i fondi d'investimento a sostituirle: più snelli e con regole meno asfissianti, in questi anni sono stati loro a contribuire in maniera determinante all'espansione creditizia. Comprando obbligazioni emesse da aziende. Anche quelle meno affidabili. Oggi - secondo i dati di Banca del Ceresio - negli Usa i fondi detengono il 30% del mercato dei bond «spazzatura» (erano al 18% nel 2008) e in Europa il 20% (erano al 5% nel 2008).

Ma il rischio maggiore per chi detiene grosse fette del mercato obbligazionario è un altro: l'illiquidità. Questo significa che non esiste più un efficiente mercato secondario. Il motivo, anche qui, è legato alle regole che hanno colpito il settore bancario e che hanno reso oggi per le investment bank più oneroso (dunque non conveniente) svolgere attività di market maker. Di fatto le grandi banche non sono più «garanti» della liquidità sui mercati secondari. Così le banche oggi sono più sicure, ma in compenso sul mercato si è creato un rischio di illiquidità potenzialmente esplosivo. E a farne le spese sono proprio i grandi fondi, che investono grandi quantità di denaro in mercati illiquidi.

Il tema è ben chiaro a Pascal Blanqué, chief investment officer di

Amundi: «Il disallineamento tra la liquidità dei fondi, che garantiscono liquidità quotidiana delle quote ma investono in asset potenzialmente illiquidi come ad esempio alcuni segmenti del mercato obbligazionario high yield, è un'area potenziale di rischio. Per questo guardiamo con attenzione alla gestione della liquidità

dei fondi». Insomma: i fondi garantiscono ai clienti di poter ritirare i propri soldi in qualunque momento, ma investono in titoli spesso invendibili sul mercato perché non esistono compratori. Se ci fosse dunque una corsa ai riscatti, per molte società di gestione potrebbero iniziare i guai: si troverebbero impossibilitate a vendere i titoli per rimborsare i clienti. Per

mancanza di mercato. Di liquidità. Di market maker. Per un effetto boomerang delle normative.

📍@MoryaLongo

© RIPRODUZIONE RISERVATA

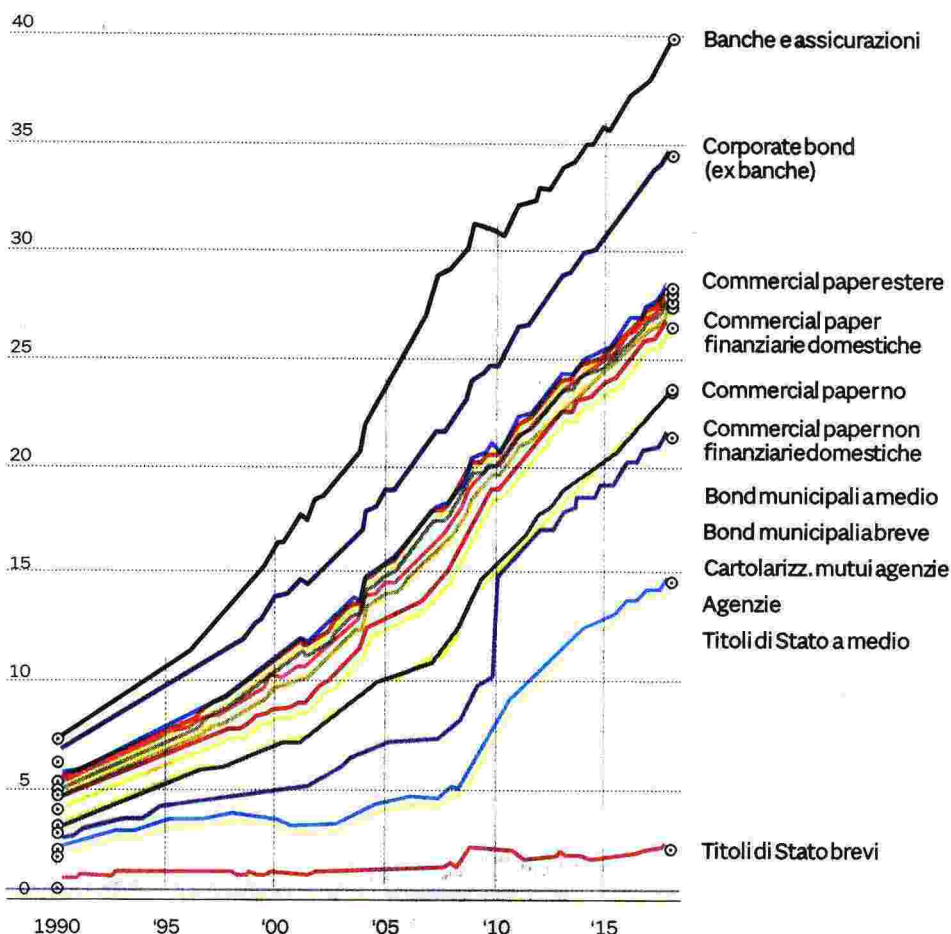
10 anni da Lehman: terza puntata

Dove si trovano oggi i «semi» di una possibile crisi? Inchiesta in 4 puntate

La fotografia

IL BOOM DEI MERCATI OBBLIGAZIONARI

Totale obbligazioni sul mercato statunitense. Dati in migliaia di miliardi di \$



L'inversione.

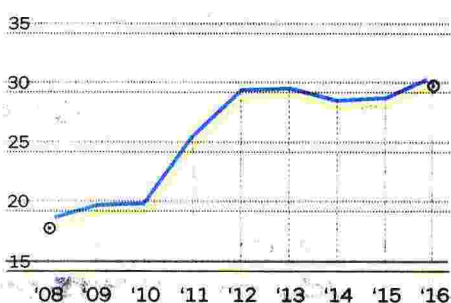
Nel 2007 su 100 corporate bond emessi a livello mondiale solo 20 avevano rating speculativo («junk»). Oggi la proporzione si è quasi invertita e i «non investment grade» sono il 42% del totale

Su
ilssole24ore
.com

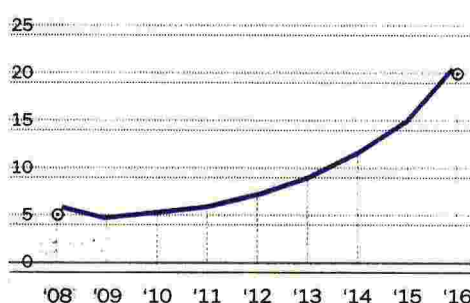
SEMPRE PIÙ RISCHIO NEI FONDI COMUNI

Percentuale del mercato dei bond high yield (ad alto rischio) nei portafogli dei fondi comuni

FONDI USA



FONDI EUROPEI



Fonte: Frb, Haver Analytics, Db Global Markets Research; elaborazione Banca del Ceresio su dati Fmi

FOCUS

Sul sito internet
l'andamento
dei mercati
in tempo reale