

Una valutazione del rischio BBB sul debito *corporate* statunitense

Il segmento *investment grade* è sempre meno sicuro: nel corso del tempo, è aumentata incredibilmente la percentuale di titoli nella fascia di rating più bassa, cioè la tripla B

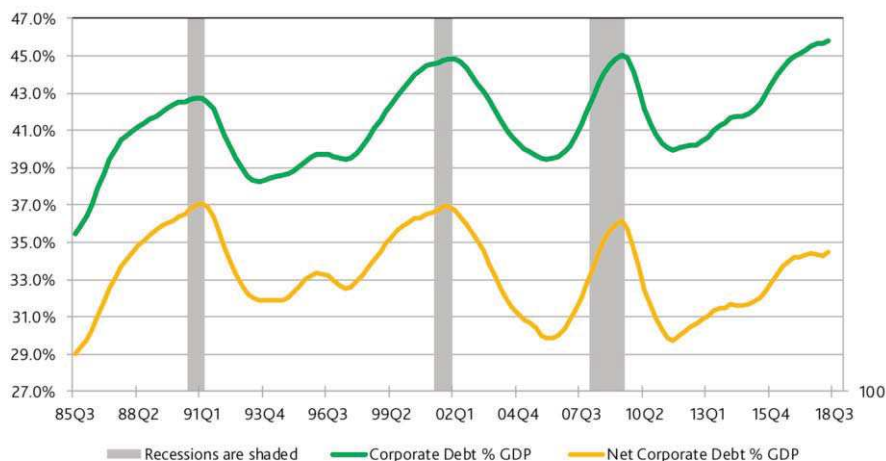
a cura dell'Ufficio Studi e Ricerche Consulitque SCF

Morgan Stanley, negli ultimi mesi dell'anno appena passato, ha lanciato un allarme sul segmento del debito societario negli Stati Uniti: c'è troppa leva nel capitale delle società americane e questo potrebbe diventare un grosso problema, se la Federal Reserve continuasse ad alzare i tassi. Il rialzo dei tassi guida sta generando, infatti, un allargamento negli *spread* di credito. Come si vede nel grafico 1, il debito delle aziende americane ha raggiunto il 45% del Pil, un valore che in passato si è registrato solamente durante le recessioni del 2001/2002 e durante la crisi del 2008. Ciò che differenzia l'attuale situazione rispetto al passato è, tuttavia, il livello del debito netto, ovvero il valore dell'indebitamento al netto del valore degli attivi liquidi, che non assume valori così estremi. L'eccesso di liquidità dovuto alle politiche espansive della Banca Centrale statunitense ha portato le società a indebitarsi sul mercato a prezzi stracciati, anche quando non avevano alcuna neces-

sità di reperire capitale. La questione comincia a entrare nelle discussioni delle Banche Centrali statali e della Fed: molti membri dei *board* sono preoccupati che l'espansione del credito sia così estrema da non poter essere più controllata. Le strutture utilizzate dalle società per finanziarsi diventano sempre più complesse e aggressive.

C'è anche un altro aspetto cui tenere conto: il segmento *investment grade* è sempre meno sicuro. A livello teorico, il segmento *investment grade* comprende tutti i bond con rating compreso tra AAA e BBB-/Baa3 (secondo la classificazione delle tre maggiori agenzie di rating internazionali, S&P, Fitch e Moody's), cioè quelli considerati più sicuri. Il problema è che, nel corso del tempo, è aumentata incredibilmente la percentuale di titoli nella fascia di rating più bassa, cioè la tripla B. Morgan Stanley fa notare che dieci anni fa i bond BBB ammontavano a 686 miliardi di dollari, mentre ora si parla di 2,5 mila miliardi. In pratica, le triple B contano ormai più del 50% di tutte le emissioni *investment grade*, e questo può essere facilmente verificato nella composizione degli indici o degli Etf. Tale quota ha osservato nel tempo un continuo incremento, dato che nel 2006 si attestava al 35%, un valore comunque più elevato rispetto a quello registrato nel 1997, quando risultava pari al 28%. Le possibili spiegazioni avanzate per spiegare questo fenomeno sono plurime: direttamente, hanno impattato modifiche nella metodologia di emissione del rating da parte delle principali agenzie, tuttavia, oltre a ciò, si possono citare l'avanzata delle *rising star*, ovvero le società che, migliorando la propria condizione economica/patrimoniale, migrano da un rating high *yield* a un rating *investment grade*, le facilitate condizioni di credito causate dalle politiche

L'INDEBITAMENTO LORDO E NETTO DELLE AZIENDE AMERICANE



Dati in % del Pil. Fonte: Fed, Bea, Moody's Analytics.

grafico 1

espansive, così come l'intensa attività di *buyback* e acquisizioni/fusioni. Il punto è che comincia a diffondersi il *sentiment* che il rischio non sia correttamente rispecchiato dal rating e che, semplicemente, molti di questi bond non dovrebbero avere un rating *investment grade*. Secondo dati di Morgan Stanley, in caso di recessione, circa il 10% dei bond BBB finirebbe per essere declassato a *high yield* e, considerati i numeri in gioco, l'impatto potrebbe essere rilevante. Sulla base di ciò, la percentuale di esposizione verso emittenti societari statunitensi con rating BBB può rappresentare una variabile e un rischio cui tenere conto all'interno dell'analisi di un portafoglio o di un singolo strumento.

Gli Etf quotati su Borsa Italiana che si concentrano sul segmento societario statunitense offrono un'esposizione verso la classe di rating BBB con percentuali comprese tra il 20% e il 100% (vedi tabella 1).

Nel dettaglio, gli Etf in cui la componente obbligazionaria BBB pesa meno sono i cinque strumenti che replicano indici di obbligazioni *floating rate*, emessi da Amundi, Invesco e iShares. Quest'ultima casa di gestione, inoltre, offre uno strumento che replica un indice obbligazionario societario statunitense *floating rate*, coprendo lo stesso dal rischio di cambio (Eur *hedged*).

A offrire, invece, la maggiore esposizione verso la classe di rating BBB vi sono due strumenti: Xtrackers iBoxx Usd Corporate Bond Yield Plus Ucits Etf, che incrementa la quota verso le classi di rating *investment grade* con un più alto rischio di credito, e Amundi Index Barclays Us Corporate BBB 1-5 Ucits Etf Dr, che si concentra esclusivamente su obbligazioni societarie statunitensi con rating BBB. Nel mezzo, con percentuali di esposizioni verso il segmento BBB attorno al 50%, altri venti Etf quotati su Borsa Italiana pos-

sono coprire l'asset class obbligazionaria societaria statunitense. Tra questi, alcuni, come lo Spdr Barclays 0-3 year Us Corporate Bond Ucits Etf, il Vanguard Usd Corporate 1-3 Year Bond Ucits Etf o l'Ubs Etf Barclays Us Liquid Corporates 1-5 Year Ucits Etf (disponibile anche nella classe Eur *hedged*, a cambio coperto), permettono l'esposizione su uno specifico tratto di curva (a breve scadenza); altri, come l'Xtrackers Usd Corporate Bond Ucits Etf 2D (Eur Hedged) e il Lyxor Usd Liquid Investment Grade Corporate Bonds Ucits Etf - Monthly Hedged to Eur, sono protetti dal rischio di cambio. Infine, due strumenti, l'Amundi Index Us Corp Sri Ucits Etf Dr e l'Ubs Etf - Barclays Msci Us Liquid Corporates Sustainable Ucits Etf (disponibile anche nella classe Eur *hedged*), permettono di ottenere un'esposizione al segmento dei *corporate bond* statunitensi secondo criteri d'investimento socialmente responsabili.

ETFPLUS: GLI ETF ESPOSTI AI CORPORATE BOND STATUNITENSIS

Bbg code	Etf	Copertura cambio	Proventi	Replica	Ter	Spread Medio	Performance (1 anno)	Volatilità (1 anno)
UBBB IM	Amundi IS Barclays US Corp BBB 1-5 ETFDR	no	Accumulazione	Fisica a Campione	0,20%	0,22%	10,46%	6,89%
USFRN IM	Amundi IS Fltng Rt USD Corp ETF-C USD	no	Accumulazione	Sintetica	0,18%	0,08%	9,74%	6,67%
UCRP IM	Amundi IS US Corp SRI ETF DR Acc	no	Accumulazione	Fisica a Campione	0,16%	0,25%	n.a.	n.a.
FLUC IM	Franklin Liberty USD Invmt Grd Corp Bd ETF	no	Distribuzione	Fisica	0,35%	0,55%	n.a.	n.a.
PUIG IM	Invesco USD Corporate Bond ETF	no	Distribuzione	Fisica a Campione	0,16%	0,26%	8,34%	n.a.
UFLT IM	Invesco USD Fltng Rt Note ETF	no	Distribuzione	Fisica a Campione	0,10%	0,24%	n.a.	n.a.
VRPS IM	Invesco Variable Rate Preferred ETF	no	Distribuzione	Fisica Completa	0,50%	0,36%	n.a.	n.a.
LQDE IM	iShares \$ Corp Bond ETF USD Dist	no	Distribuzione	Fisica a Campione	0,20%	0,09%	8,03%	7,06%
FLOE IM	iShares \$ Floating Rate Bd ETF EURH Dist	si	Distribuzione	Fisica a Campione	0,12%	0,28%	-0,96%	0,91%
FLTR IM	iShares \$ Floating Rate Bd ETF USD Dist	no	Distribuzione	Fisica a Campione	0,10%	0,14%	10,54%	6,72%
JRUB IM	JPM USD Corporate Bd Rsh Enh ETF USD Acc	no	Accumulazione	Fisica	0,19%	0,36%	n.a.	n.a.
USIG IM	Lyxor USD Liq Inv Grd Corp Bds ETF D USD	no	Accumulazione	Sintetica	0,09%	0,17%	7,31%	6,84%
USIH IM	Lyxor USD Liq Inv Grd Corp Bds ETF MHEUR Dist	si	Distribuzione	Sintetica	0,20%	0,24%	-4,11%	4,13%
LDCU IM	PIMCO Low Dur US CorpBd Sour ETF USD Inc	no	Distribuzione	Fisica	0,49%	0,17%	10,52%	6,58%
SUSC IM	SPDR Blmbg Bcly 0-3 Yr US Corp Bd ETF	no	Distribuzione	Fisica a Campione	0,20%	0,35%	10,85%	6,71%
USCO IM	SPDR Blmbg Bcly US Corp Bd ETF	no	Distribuzione	Fisica a Campione	0,20%	0,77%	8,61%	6,58%
LUSC IM	SPDR Blmbg Bcly 10+ Yr US Corp Bd ETF	no	Distribuzione	Fisica a Campione	0,20%	1,08%	5,46%	7,19%
IUCB IM	SPDR Blmbg Bcly 3-10 Yr US Corp BdETF	no	Distribuzione	Fisica a Campione	0,20%	0,85%	10,25%	7,05%
CBUS IM	UBS ETF Blombg Barcl US Liq Corp USD A	no	Distribuzione	Fisica a Campione	0,18%	0,44%	8,94%	6,87%
CBUS5 IM	UBS ETF Blombg Barcl US Lq Crp 1-5Yr USD A	no	Distribuzione	Fisica a Campione	0,18%	0,28%	10,70%	6,97%
CBSUS IM	UBS ETF Blombg Barcl MSCI US Lq Crp Su \$ A dis	no	Distribuzione	Fisica a Campione	0,20%	0,55%	8,91%	7,25%
CBUSIH IM	UBS ETF Blombg Barcl US Liqd Corp Intst Rth \$A	no	Distribuzione	Fisica Completa	0,23%	0,58%	8,37%	6,32%
VUSC IM	Vanguard USD Corporate 1-3 year Bond ETF	no	Distribuzione	Fisica a Campione	0,15%	n.a.	n.a.	n.a.
VUCP IM	Vanguard USD Corporate Bond ETF	no	Distribuzione	Fisica a Campione	0,12%	n.a.	n.a.	n.a.
XYLD IM	Xtrackers iBoxx USD Corporate Bd Yld PI ETF 1D	no	Distribuzione	Fisica a Campione	0,25%	0,27%	n.a.	n.a.
XDGU IM	Xtrackers USD Corporate Bond ETF 1D	no	Distribuzione	Fisica a Campione	0,16%	0,12%	8,11%	6,75%
XDGE IM	Xtrackers USD Corporate Bond ETF 2D EUR H	si	Distribuzione	Fisica a Campione	0,21%	0,20%	-3,26%	3,90%

Fonte: Consultique, al 5 febbraio 2019.

Tabella 1