

**MARKETS  
IN FOCUS**

LUGLIO 2020

*La fase rialzista del mercato azionario più lunga dalla Seconda Guerra Mondiale si è tradotta in valutazioni elevate e nell'aumento della leva finanziaria. Ora, mentre il ciclo cambia rotta, i multipli di valutazione sono destinati inevitabilmente a contrarsi e i livelli di indebitamento elevati metteranno sotto pressione la struttura del capitale.*

## **DIECI SEGNALI SUI MERCATI DEL CREDITO CHE INDICANO UN POTENZIALE DI ALPHA A LUNGO TERMINE**

La fragilità strutturale dei mercati del credito e la liquidità ridotta si tradurranno presumibilmente in un aumento della volatilità, ulteriori declassamenti, maggiori tassi di insolvenza, diminuzione dei recuperi e termini più rigidi per i nuovi creditori nel mondo post Covid-19.

Di seguito, Olivier Maurice, Managing Partner di SYZ Capital, evidenzia dieci segnali che riflettono il deterioramento dei fondamentali e illustrano le potenziali opportunità di generazione di alpha a lungo termine per chi investe in asset class alternative.

### **1. AGENZIE DI CREDITO COMPIACENTI**

Dalla crisi finanziaria globale, abbiamo assistito a un deterioramento brusco e generalizzato della leva finanziaria netta. A titolo di esempio, al momento le obbligazioni con rating BB sono più indebitate rispetto a quanto lo fossero quelle con rating B durante la suddetta crisi. Pertanto, il downgrade che ne conseguirà inevitabilmente non può che essere un indicatore ritardato.

### **2. INDEBITAMENTO DELLE IMPRESE TRIPPLICATO**

Dal 2009, il PIL è cresciuto del 47% (da 14,6 a 21,5 mila miliardi di dollari), mentre i mercati delle obbligazioni corporate sono cresciuti di quasi tre volte. Mentre il debito delle famiglie statunitensi è aumentato marginalmente del 10% nel periodo, a fronte di un indebitamento per la casa pressoché stabile, il segmento sub-investment grade ha conosciuto una vasta espansione, a livello sia delle obbligazioni high yield sia dei prestiti leveraged.

### **3. P/E SOTTO PRESSIONE A CAUSA DELLA LEVA FINANZIARIA ELEVATA**

Dalla crisi finanziaria globale, a livello generale la leva finanziaria è salita in media di 1,5x e persino di 3-4x in alcuni settori ciclici. Anche sui prestiti LBO il livello di indebitamento appare

notevolmente più alto. La leva finanziaria per gli LBO di grande entità risulta ancora più estrema, con un rapporto debito/EBITDA superiore a 6x su pressoché il 60% dell'universo.

#### 4. RETTIFICHE DELL'EBITDA IN ARRIVO

I coefficienti di indebitamento indicati sopra possono risultare fuorvianti poiché eventuali rettifiche (tra cui reintegri, pro-forma, ecc.) spesso incidono per il 20% sull'EBITDA ufficiale. Questo si traduce in media in un aumento della leva finanziaria di 1x sui dati pubblicati.

#### 5. ESPANSIONE DI CLAUSOLE MENO RESTRITTIVE

I cosiddetti prestiti covenant-lite sono aumentati notevolmente dalla crisi finanziaria globale e attualmente rappresentano oltre l'80% del mercato dei prestiti leveraged statunitensi, che vale 1,2 mila miliardi di dollari. Senza queste protezioni, è possibile che le performance delle società subiscano un netto deterioramento prima di innescare un evento di credito.

#### 6. AUMENTO DEI TASSI DI INSOLVENZA

Nel corso delle ultime recessioni i tassi di insolvenza annui hanno raggiunto un picco intorno al 10%, con un 13% circa durante la crisi finanziaria globale. Questa volta, invece, per effetto diretto dell'assenza o del numero limitato di clausole, ci aspettiamo un tasso di insolvenza molto più contenuto a breve termine, a fronte però di parametri in deterioramento e tassi di default potenzialmente più alti entro la fine del 2020.

#### 7. DIMINUZIONE DEI RECUPERI

L'assenza di clausole consente ai mutuatari di andare avanti ignorando i problemi, considerato anche che gli istituti non hanno la possibilità di esercitare supervisione e agire prima che sia troppo tardi. Questa volta però dovremmo attenderci un numero di recuperi più basso, poiché l'evento di credito si verificherà con tutta probabilità quando le condizioni finanziarie e il bilancio del mutuatario si saranno ormai gravemente deteriorati.

#### 8. BASE DI INVESTITORI PASSIVA

Dopo la grande crisi finanziaria abbiamo assistito a una fortissima crescita dei prodotti di investimento passivi o di quelli gestiti attivamente con mandati di investimento rigidi, spesso associati ad anomalie di liquidità. La titolarità dei prestiti leveraged è in prevalenza in mano ai CLO, soprattutto nel mondo del private equity. I CLO sono a loro volta detenuti da una varietà di banche e prestatori non bancari. Gran parte di questi investitori passivi opera con mandati "bucket" e potrebbe essere obbligata a vendere nei contesti di deterioramento del credito.

#### 9. PENURIA DI LIQUIDITÀ

Le attività di market making sono notevolmente diminuite dalla crisi finanziaria globale, visto che molte banche sono uscite da questo segmento e quelle rimaste hanno dovuto ridimensionare la propria attività. A titolo di esempio, le scorte di titoli high yield degli operatori sono calate da 40 a 3 miliardi di dollari, mentre le scorte complessive di obbligazioni corporate sono scese da 250 a 30 miliardi di dollari.

#### 10. AUMENTO DELLA VOLATILITÀ

Mentre le agenzie di credito sono impegnate a mettersi al passo con i declassamenti, alcuni investitori passivi saranno obbligati a liberarsi di titoli non più adatti ai loro mandati, creando una serie di opportunità.

Sembra che il segmento più debole del mercato sia quello delle obbligazioni investment grade di fascia più bassa. Considerato che queste ultime vengono declassate a sub-investment grade in un contesto caratterizzato da liquidità limitata e da un'audience naturale molto più contenuta per i titoli high yield, intravediamo un deprezzamento di entità importante per questi "angeli caduti".

#### CONCLUSIONE

Il contesto attuale creerà una serie di opportunità per gli investitori verso la fine del 2020, che si potranno prolungare nel 2021 e 2022. In questo scenario, ci concentriamo sull'investimento in titoli di emittenti in difficoltà, sulle ristrutturazioni, sul finanziamento dei contenziosi e sul mercato secondario, così come sul private equity, in quanto non tutte le società saranno impattate allo stesso modo. Gli investitori diligenti e selettivi possono comunque individuare aree ad alta crescita in un contesto di recessione. In SYZ Capital siamo pronti ad approfittare di queste condizioni di mercato, ma manteniamo un atteggiamento paziente e rigoroso, due caratteristiche salienti per investire con successo in una fase di contrazione economica.

#### AUTORE

Olivier Maurice, Managing Partner  
E. omaurice@syzcapital.com

#### PER ULTERIORI INFORMAZIONI: SYZCAPITALAG@SYZCAPITAL.COM

Il presente documento è rivolto esclusivamente a investitori professionali, istituzionali e qualificati; non è destinato a investitori retail. In particolare, non è rivolto a qualsiasi persona che si trova in una giurisdizione in cui, in ragione della sua nazionalità, residenza o per altri motivi, la divulgazione del presente documento sia vietata. Non può essere riprodotto, divulgato e/o distribuito in tutto o in parte a qualsivoglia terzo senza la previa autorizzazione scritta di SYZ Capital o delle sue affiliate ("SYZ"). Il presente documento ha finalità esclusivamente informative. Non è e non deve essere interpretato come un'offerta o una sollecitazione di un'offerta relativa a uno strumento o servizio finanziario, come un invito o una raccomandazione a investire in prodotti di SYZ o di altri soggetti, né è stato redatto in relazione a una tale offerta o raccomandazione. Nulla di quanto contenuto nel presente documento può essere considerato una consulenza in materia di investimenti, legale, contabile o fiscale. A tal fine, si consiglia di rivolgersi ai propri consulenti. Le informazioni e le opinioni contenute nel presente documento sono state redatte e fornite in buona fede, sulla base di dati ottenuti da fonti ritenute attendibili. Tuttavia, le suddette informazioni non sono state oggetto di verifica indipendente e SYZ, i relativi fornitori di dati e le altre fonti non rilasciano alcuna garanzia o dichiarazione, sia essa esplicita o implicita, in merito alla loro accuratezza o completezza. Qualora venga fornita la performance lorda, il dato non includerà, tra l'altro, le commissioni di gestione, di incentivo, amministrative, della banca depositaria e della società di revisione. Le analisi sviluppate nel presente documento sono basate su numerose ipotesi. L'utilizzo di varie ipotesi può portare a risultati considerevolmente diversi. Qualunque opinione espressa è valida unicamente alla data in cui è stata pubblicata. Il presente documento contiene dichiarazioni che non costituiscono fatti storici, ma riflettono le intenzioni, le aspettative e le proiezioni di SYZ in merito a previsioni, performance, prospettive, strategie e opportunità future. Tali previsioni sono rese sulla base di supposizioni e aspettative che, sebbene ritenute ragionevoli al momento della loro formulazione, potrebbero rivelarsi errate o irrealizzabili. Tutte le informazioni, opinioni e previsioni sono soggette a modifiche senza preavviso. Non si fornisce alcuna garanzia circa il raggiungimento degli obiettivi auspicati da SYZ né che tendenze reputate incoraggianti si rivelino redditizie. Pubblicato da SYZ Capital AG, un'affiliata del Gruppo SYZ. SYZ Capital è disciplinata e soggetta a supervisione in qualità di gestore svizzero di investimenti collettivi e non è titolare di ulteriori licenze prudenziali. Le performance passate non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati attuali o futuri. Gli investimenti e le strategie citati nel presente documento possono esporre a rischi significativi. Il valore di tali investimenti può fluttuare e comportare una perdita parziale o totale del capitale investito. Inoltre, i rischi inerenti agli investimenti alternativi sono di una natura e di un livello che non si riscontra solitamente nei titoli quotati sui mercati finanziari.