

## COMMENTI &amp; ANALISI

## CONTRARIAN

## CON LA FUGA DAI BOND AD ALTO RENDIMENTO L'AZIONARIO È A RISCHIO

► Per mesi sono stati il big issue del mercato, quando i flussi di liquidità della Federal Reserve non erano ancora a rischio di rallentamento e schiacciavano i rendimenti di tutte le asset class obbligazionarie. I bond ad alto rendimento erano ricercatissimi da chi voleva strappare un extra-yield, tanto da mandare esaurita un'asta di decennali sovranali del Ruanda che pagavano il 7%, quanto la Spagna non molto tempo fa. Ora, però, con il rischio di tapering evocato dal presidente della Fed Ben Bernanke, i rendimenti sono cominciati a salire per tutti, dai Treasury ai Gilt e anche per quelle obbligazioni di fatto ad alto rischio che le banche ora vogliono vendere a qualsiasi costo prima di ritrovarsi con il cerino in mano. Giugno è stato un mese addirittura brutale per questa categoria, con un rallentamento secco delle emissioni dopo un rally durato mesi. Il volume dei junk bond è infatti fermo a 7,1 miliardi di dollari questo mese, il ritmo più basso dal dicembre 2011 e circa un quinto della media mensile da inizio anno, stando a dati di Dealogic.



Ben Bernanke

Soltanto nel 2013, le emissioni junk negli Usa hanno toccato il record di 195,2 miliardi di dollari. Ora però che il Treasury a 10 anni sconta un rendimento del 2,5%, lo spread dei bond ad alto rendimento ha conosciuto un contemporaneo aumento del 14% sul benchmark. L'Etf Spdr Barclays High Yield Bond ha perso il 5% lo scorso mese, con un outflow di capitali di 2,7 miliardi di dollari da inizio anno. Quasi stesso destino per iShares iBoxx \$ High Yield Corporate Bond, giù del 3,4% negli ultimi sei giorni e con un outflow da gennaio di 2 miliardi di dollari. Solo la scorsa settimana, gli investitori hanno ritirato 333 milioni di dollari da fondi legati all'alto rendimento. Un guaio per molte banche d'affari, le quali basavano il loro business su questo settore per un terzo del totale quest'anno, il livello più alto da dieci anni a questa parte. E le revenue del mercato del debito pesano per il 33% del totale anche a livello globale, 11,4 miliardi di dollari su 34,2. Stesso trend, sebbene meno drammatico per chi si trova a gestirlo, anche per l'investment grade, visto che le emissioni quest'anno hanno già toccato il record di 888,6 miliardi di dollari. E se i tassi continueranno a salire per opera della Fed, il rischio è quello di grossi outflow anche dai fondi che gestiscono investment grade e una rotazione disordinata che potrebbe mandare in orbita gli spread. E come già detto, con le attività di M&A al palo, le banche hanno bisogno del mercato del debito per creare profitto: ne sanno qualcosa a JP Morgan, con una market share nel settore del 12%, seguita da BofA-Merrill Lynch e Deutsche Bank. Che le cose stiano peggiorando in maniera molto rapida e preoccupante lo conferma il dato di liquidazioni non solo sull'high yield ma anche sull'investment grade, che ieri ha raggiunto il livello della crisi Lehman Brothers: sintomo che i manager di fondi hanno cominciato a vendere, piuttosto che limitarsi a comprare cds per fare hedging sulle posizioni in portafoglio. E, soprattutto, che la prossima vittima potrebbe essere l'azionario, visto che i titoli non possono andare in rally in un ambiente di costi di finanziamento del debito sempre crescenti. Soltanto il periodo luglio-ottobre 2011 ha conosciuto una velocità di declino del settore peggiore di quella attuale, con un ampliamento di 159 punti base in 30 giorni di trading.

## Il governo Letta è pronto a regolamentare il lobbying. Ecco perché è una buona idea

DI ALBERTO CATTANEO\*

Il tema della regolamentazione della lobbying è centrale nell'agenda politica dell'esecutivo Letta e si stanno aspettando con grande curiosità i contenuti del disegno di legge, proprio in questi giorni in preparazione presso la presidenza del Consiglio. Le prime indiscrezioni parlano di un registro obbligatorio dei lobbisti, di norme contro il fenomeno delle revolving door e soprattutto di garanzie di partecipazione attiva da parte dei portatori d'interessi particolari ai processi legislativi. Al netto delle considerazioni di public policy (regolamentare le lobby dando loro un ruolo definito nel processo decisionale democratico sarebbe comunque un risultato di straordinaria importanza per l'intero sistema Paese) è interessante fare qualche valutazione da un punto di vista squisitamente economico.

**Purtroppo dati precisi** sul mercato del lobbying in Italia non ve ne sono. Proviamo allora a prendere i fatturati delle principali agenzie specializzate in lobbying, recentemente protagoniste di un incontro a Palazzo Chigi proprio per discutere sulla loro regolamentazione. L'analisi di bilancio (2011) delle prime otto società valorizzerebbe il mercato in poco meno di 10 milioni di euro di fatturato complessivo con il leader di mercato, Cattaneo Zanetto & Co. a circa 2,6 milioni di euro, FB Associati a 1,6 milioni, Open Gate 1,3 milioni, Reti 1,2

milioni e Nomos con 1,1 milioni di euro e così via. I dati nel 2012 sono largamente incompleti: gli unici ad aver depositato i bilanci (Cattaneo Zanetto & Co. con 3,2 milioni di euro) e Reti con 845 mila euro non permettono di dire se il settore sia in crescita o meno rispetto al 2011. Rispetto, però, ai dati 2009 e 2010 si può comunque dire che il settore è sostanzialmente stabile. Se a questi numeri aggiungiamo il fatturato specifico in attività di lobbying delle società di pubbliche relazioni (il 4,7% del fatturato complessivo secondo una recente ricerca Assorel), che ammonta a circa 5,7 milioni di euro, stabile rispetto all'anno precedente, possiamo stimare che il mercato della consulenza in lobbying valga nel nostro Paese da 16 ai 20 milioni di euro. È interessante fare un parallelo con un mercato di lobbying più maturo (e regolamentato). Il fatturato delle prime otto agenzie di lobbying negli Stati Uniti è stato nel 2011 di 163 milioni di dollari, cioè circa 16 volte il mercato italiano. Il leader di mercato, Patton Boggs, ha fatturato nel 2012 34 milioni di dollari, circa 10 volte il leader di mercato italiano. I grandi interessi privati spendono così poco per partecipare alle decisioni democratiche? Sarebbe di sì. O almeno investono poco in servizi professionali. Sapere, allora, quali siano i budget interni,

di cui parte rilevante alimenta il sistema associativo, è impossibile. Si stima che le multinazionali investano circa l'1% del fatturato in spese di public affair (pr. eventi, sponsorizzazioni, lobbying). Se fosse vero, la somma degli investimenti interni delle aziende supererebbe notevolmente il fatturato dell'intero comparto delle agenzie di lobbying.

**Da questa, seppur parziale,** analisi emergono due considerazioni. La prima è che la regolamentazione del lobbying potrebbe garantire, come avvenuto in altri mercati regolamentati, nuove prospettive di crescita per le società del settore. Un sistema regolamentato aiuterebbe, da un lato, un più facile accesso ai budget aziendali, dall'altro, un'evoluzione dei comportamenti culturali della committenza rispetto al lavoro del lobbista passando da un approccio relazionale (chi conosci?) a uno manageriale/consulenziale (quale competenza hai?). La seconda considerazione è che ogni proposta di regolamentazione deve riguardare anche le attività di lobbying proprie dell'azienda e degli organi associativi, siano essi legati ad interessi economici, come il sistema confindustriale, o sociali per garantire una corretta interpretazione del fenomeno, sia per evitare distorsioni competitive e pericolose distinzioni tra lobbisti e lobbisti. (riproduzione riservata) \*partner Cattaneo Zanetto & Co.

## La politica italiana tra rissa e pacificazione

DI SERGIO SOAVE

Giorgio Napolitano ha colto la prima occasione disponibile, un intervento durante la cerimonia di assegnazione di premi per l'innovazione, per difendere «la continuità dell'istituzione governo». Naturalmente il suo riferimento a una dimensione storica e istituzionale non nasconde il suo intento di stendere una cortina di protezione intorno all'esecutivo attuale, che vive momenti difficili sia per le vicende giudiziarie di Silvio Berlusconi, che sembrano confezionate in modo da provocare una reazione di rigetto degli intenti ritenuti persecutori, sia per quelle minori ma interne al governo, che hanno riguardato la dimissionaria titolare dello sport Josefa Idem. Più in generale è il clima di «pacificazione» a essere insidiato dalle iniziative di chi, dall'esterno ma anche dall'interno della maggioranza, punta a farlo saltare per ritornare alla contrapposizione tra i due poli, che però nel frattempo si sono disfatti. D'altra parte la pacificazione,

che naturalmente non esclude il ritorno a una concorrenza fisiologica tra le due principali proposte politiche alternative, come accade in tutte le democrazie mature, non è un dato di fatto, una specie di trattato che una volta stipulato vale finché non viene denunciato da un contraente. La pacificazione in Italia può essere solo un percorso in cui gradualmente ognuna delle parti comincia a riconoscere la legittimità della visione dell'interesse nazionale proposta dall'altra. Le due visioni sono distinte, su qualche punto possono essere distanti,

nel complesso restano alternative, ma sono due visioni dell'interesse nazionale che debbono confrontarsi di fronte al corpo elettorale, non una contrapposizione manichea tra bene e male.

**Solo in una ricostruzione** un po' sentimentale di una guerra civile si può cantare che «tutto il male avevamo di fronte, tutto il bene avevamo nel cuore». In politica, nella politica interna di un Paese democratico, tutte le proposte meritano rispetto e ogni raccolto elettorale, compreso quello di chi si presenta come antisistema, va considerato come l'espressione di una parte della volontà popolare. A questi principi ha più volte fatto riferimento il Quirinale e al loro rispetto Napolitano ha condizionato l'accettazione del secondo mandato. Per questo il suo monito tempestivo dovrebbe suonare come un allarme, indurre chi è sinceramente interessato alla pacificazione, a cominciare dal capo del governo e da quello del Pdl impegnati in un incontro cruciale, a intensificare gli sforzi, nella consapevolezza che il percorso è solo all'inizio e che le circostanze esterne sembrano (e forse sono) fatte apposta per farlo deragliare. (riproduzione riservata)



Giorgio Napolitano