

INTERVISTA | Edward Altman

Il barometro Z-Score prevede nubi sui mercati

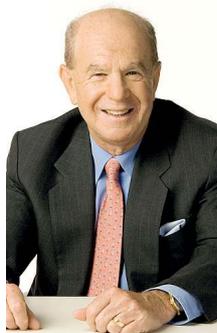
Maximilian Cellino

Cinquant'anni e non sentirli. Mezzo secolo è ormai trascorso da quando Edward Altman creò «Z-Score», uno dei modelli più longevi e affermati per valutare la rischiosità di un emittente obbligazionario che gode ancora di popolarità e fama di affidabilità fra analisti e investitori tanto da essere consultato almeno 5 mila volte ogni giorno attraverso i terminali Bloomberg. Un modello semplice e accessibile a tutti, ma soprattutto talmente accurato da riuscire a individuare in anticipo rispetto ai movimenti dei mercati i segnali di potenziali future tempeste finanziarie, come è accaduto nel 2008 e come (forse) potrebbero ripetersi oggi.

Quando parla di bond *high-yield* ricorre infatti a parole estremamente prudenti. Altman, professore emerito alla Stern School of Business dell'Università di New York e cofondatore in Italia di Classis Capital, che Il Sole 24 Ore ha incontrato a Milano nell'ambito di una presentazione promossa da Aipb, l'associazione che riunisce i *private banker* italiani. I livelli rilevati dal «suo» Z-Score fra gli emittenti Usa di debito a rendimento elevato sono infatti prossimi a quelli registrati nel 2007, poco prima dello scoppio della crisi del secolo: 1,97 in media contro 1,95 di dieci anni fa e 1,70 nei valori mediani contro 1,84 (più l'indicatore scende, maggiori diventano le probabilità di default).

«Non sto certo dicendo che andremo necessariamente incontro a una crisi della stessa profondità, nutro però una certa preoccupazione sul fatto che uno dei cicli favorevoli più lunghi della storia possa ancora durare a lungo», avverte Altman, puntando in particolare il dito sulla rincorsa all'indebitamento da parte delle società (e dei governi stessi) soprattutto nel corso degli ultimi 5-6 anni in generale all'accresciuta rischiosità del mercato. «La crescita della concorrenza globale ha reso difficile competere in certi settori, sicuramente in quello delle vendite al dettaglio dopo l'avvento di Amazon, senza contare l'esplosione del numero delle tech company, alcune delle quali non saranno destinate ad avere successo», aggiunge l'economista, sottolineando come non a caso di recente Tesla sia fra le società per le quali risulta più frequentemente richiesto lo «Z-score» da parte di operatori e analisti.

Qualche segnale di avvertimento è in effetti già risuonato, anche se sui mercati è passato pressoché inosservato. Dopo aver sostanzialmente stazionato attorno all'1,2% nei primi due mesi dell'anno, il tasso annualizzato di default degli emittenti *high-yield* Usa è improvvisamente balzato al 4 per cento nelle ultime 3 settimane. «E ancora presto per dire se siamo in presenza di una tendenza ben definita e



Edward Altman

LO SCENARIO

«Ho timori sul fatto che uno dei cicli favorevoli più lunghi possa ancora durare a lungo»

anche nel recente passato abbiamo avuto falsi allarmi come quello dei primi mesi del 2016», ammette Altman.

Lo schema però è quello consolidato in passato: prima un ricorso probabilmente eccessivo alla leva finanziaria, poi un piccolo segnale di incremento dei fallimenti e un allargamento degli spread prima di una fase di recessione che, secondo la successione dall'economista, è il tassello ancora mancante per scatenare la crisi. «Finora - puntualizza Altman - la capacità di realizzare utili e creare cassa in un contesto di crescita economica relativamente forte ha permesso di coprire i costi legati agli interessi che nel frattempo si sono mantenuti bassi, ma il progressivo incremento dei tassi da parte delle banche centrali e un eventuale rallentamento del ciclo potrebbe cambiare le carte in tavola, in maniera anche molto rapida».

Rispetto al 2008 lo scenario attuale presenta però anche differenze significative: alcune positive, altre decisamente meno. «Non abbiamo certo l'enorme mole di cartolarizzazioni legate ai mutui, né siamo in presenza di una boom speculativo sul settore immobiliare, ma il livello di indebitamento è molto più elevato di allora: per le aziende industriali raggiunge il 92% del Pil globale, per i governi l'87% e per il settore finanziario l'80%», nota Altman, aggiungendo che, se da una parte le società appaiono più solide in quanto a redditività e capacità di generare cassa, dall'altra le banche centrali hanno ormai pressoché esaurito le armi a loro disposizione. «Forse il ciclo rialzista dei mercati continuerà ancora per qualche tempo, ma la situazione potrebbe cambiare in modo più rapido di quanto non si possa credere», avverte Altman: sarebbe l'ennesimo testacoda anticipato dallo «Z-score».

© RIPRODUZIONE RISERVATA