

Trend Le tensioni preelettorali e i guai di Mps hanno di nuovo spinto a 300 punti la distanza con i tedeschi. I gestori: solo una parentesi

Corporate Dove guardare se riparte lo spread

Da Atlantia a Snam, chi offre rendimenti e sicurezza. Ma nessuno abbandona i Btp con ricette lunghe e brevi

DI MARCO SABELLA

Torna a salire la febbre sui mercati del reddito fisso. E la settimana scorsa lo spread — il differenziale di rendimento tra i Bund e i Btp italiani a 10 anni — si è portato nuovamente al di sopra dei 300 punti, dopo un miglioramento che a metà gennaio lo aveva visto scendere fino a 250 punti base. I risparmiatori si interrogano dunque nuovamente sul futuro. Su quali obbligazioni puntare per ottenere il miglior equilibrio tra rischio e rendimento? Esiste la possibilità di un ritorno ai momenti più bui della crisi, quando lo spread superava i 500 punti?

Opinioni

Diciamo subito che la maggior parte dei fund manager tende ad escludere un tracollo capace di riportare indietro le lancette al novembre del 2011 o a luglio del 2012. I titoli di Stato, con il Btp italiano oggi a un rendimento del 4,60% e il quinquennale a quota 3,24% continuano ad essere la prima scelta nei portafogli dei grandi investitori. Che tuttavia suggeriscono, per precauzione, una diversificazione nelle obbligazioni societarie, in particolare verso i titoli bancari senior, ad alta sicurezza (vedi articolo sotto).

«Il fatto che lo spread si sia riportato in pochi giorni su di un livello analogo a quello che aveva nel dicembre dello scorso anno non ci sor-

prende più tanto, anzi ci aspettavamo che questo accadesse già qualche settimana fa, quando ci furono le prime avvisaglie dello scandalo Mps e in concomitanza con l'accendersi della campagna elettorale», afferma Antonio Mauceri, amministratore delegato di Augustum Opus Sim, una società indipendente di consulenza e di gestione del risparmio.

«Quello cui stiamo assistendo è un fisiologico ritorno di volatilità sui mercati del reddito fisso, dopo un periodo di bonaccia che dura da molti mesi. Sono convinto che i trend strutturali di superamento della crisi dell'euro non siano messi in discussione dal ritorno di un normale ciclo di variabilità delle quotazioni, favorito dall'imminenza delle elezioni politiche in Italia», aggiunge Rocco Bove, specialista delle gestioni a reddito fisso di Kairos Partners, una società di gestione del risparmio che ha sviluppato una forte competenza nel segmento delle gestioni alternative.

Secondo i gestori, ciò che temono maggiormente è mercati in questa fase di attesa preelettorale, è un

esito incerto della competizione politica che consegnerà un Parlamento incapace di esprimere una maggioranza coerente. O peggio ancora dominato dalle forze politiche di ispirazione populista.

Di fronte a questi rischi e al conseguente aumento della volatilità, riprende quota l'opzione di diversificare una parte del portafoglio in obbligazioni societarie.

Idee

«I corporate bond italiani non sono molto più appetibili dei titoli di Stato. Emissioni che noi apprezziamo, come quelle di Atlantia, di Telecom Italia o di Snam hanno rendimenti in linea o addirittura inferiori rispetto ai titoli di Stato di pari durata. Tuttavia queste obbligazioni offrono il vantaggio di avere degli asset reali sotto-

stanti e per questo, storicamente, si sono dimostrate più difensive rispetto ai titoli di Stato e ai bond bancari», spiega Mauceri.

Uno dei limiti principali che incontra il risparmiatore privato nell'acquisto delle emissioni societarie è dato dall'elevato importo del taglio minimo investibile, che nelle emissioni più recenti — molto numerose a partire da settembre 2012 — è stato quasi sempre di centomila euro. Secondo i gestori, dunque, allo scopo di diversificare correttamente il rischio è opportuno scegliere il veicolo dei fondi di investimento specializzati.

Quanto alla parte centrale del portafoglio in titoli di Stato, i fund manager hanno opinioni divergenti. «Rimanendo su scadenze di due o tre anni si usufruisce dell'ombrello di protezione degli acquisti della Bce in caso di crisi», sottolinea Bove. Mentre secondo gli specialisti di Augustum Opus, in caso di risalita del rendimento del Btp a dieci anni verso il 5%, in ottica più speculativa, «conviene acquistare il debito di lungo termine».



Atlantia
Giovanni Castellucci



Telecom Italia
Franco Bernabé

Come leggere il «rating»

La valutazione del rischio, il giudizio di rating emesso da agenzie come S&P, Moody's e Fitch, adotta un sistema di punteggi che vanno dalla tripla A (emissioni sicurissime) alla tripla B (a rischio ma non pericolose) per la categoria dei titoli «investment grade», quelli che rientrano normalmente nei portafogli degli investitori privati e istituzionali. Quando il rischio di un possibile fallimento della società (default) sale, il livello del rating scende a doppia B, singola B, fino a C e D, che è l'ultimo stadio, il default,

appunto. La corsa ai corporate bond come alternativa di investimento in alcuni casi più sicura rispetto alle emissioni pubbliche, ha schiacciato i rendimenti corrispondenti ai livelli di rating più elevati (AAA, AA e A). Oggi di conseguenza molti investitori si avventurano nella giungla dei «junk bond», i titoli «spazzatura», tra i quali, soprattutto quelli con rating BB e singola B si incontrano tuttavia nomi di società primarie, come Fiat e Wind.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Alternative Una ricognizione nella foresta delle obbligazioni finanziarie

Banche, i «senior» hanno tenuto E alcuni offrono il 2% più del Tesoro

I bond garantiti in caso di fallimento non hanno perso terreno nella bufera Rischio e cedole record fino al 10% per i subordinati. Come orientarsi

Lo scandalo del Monte dei Paschi di Siena e la nazionalizzazione di SNS Reaal, quarta banca olandese, hanno dato una nuova scossa agli equilibri del sistema finanziario europeo.

Ne hanno risentito, ma solo in parte, le quotazioni dei bond bancari, che hanno aumentato i rendimenti di qualche centesimo di punto. «Nella sostanza, tuttavia, le obbligazioni bancarie "senior", quelle con garanzia assoluta di rimborso del capitale si sono mosse di poco e grazie a rendimenti un po' più elevati rispetto a quelli dei titoli di Stato sono sovrappesate nei nostri portafogli», afferma Antonio Mauceri di Augustum Opus Sim.

Se si guarda al dettaglio dei rendimenti (vedi tabella) si può tutta-

via constatare che emissioni come il bond Intesa Sanpaolo con scadenza febbraio 2017, o l'emissione di Unicredit rimborsabile nel gennaio 2018, in pratica titoli a cinque anni, con il loro rendimento lordo, rispettivamente, del 3,45% 3,56% offrono una cedola di pochissimo superiore ai Btp di pari scadenza e pagano un premio di rendimento di circa 20 centesimi.

«Effettivamente le due grandi banche "di sistema" italiane, Intesa e Unicredit, offrono rendimenti in linea con i titoli di Stato. Per questa ragione noi sovrappesiamo nei nostri portafogli le emissioni di banche di media dimensione, come ad esempio le popolari, i cui bond hanno cedole di un punto o un punto e mezzo superiori al ti-

to di Stato di durata corrispondente», afferma Rocco Bove di Kairos Partners. Ne sono un esempio il titolo con scadenza gennaio 2016 emesso dalla Popolare di Milano, che ha uno spread di rendimento di 155 centesimi, quindi oltre un punto e mezzo percentuale, rispetto al Btp di pari durata. Ancora più generosa la cedola lorda del bond rimborsabile nel febbraio 2015 della Banca Popolare di Vicenza, un titolo con vita residua di appena tre anni, che raggiunge il 4,42%, in pratica lo stesso rendimento di un Btp decennale e che offre, rispetto al titolo pubblico di pari scadenza, uno spread di 211 punti base.

Il risparmiatore che desidera avventurarsi al di fuori delle emissioni «senior» si trova esposto a due

tipi di rischi. Da un lato ci sono le obbligazioni bancarie non quotate, quelle che vengono offerte in sottoscrizione allo sportello, che generalmente hanno rendimenti inferiori rispetto a quelli medi di mercato e che soprattutto non garantiscono la trasparenza del prezzo di riacquisto nel caso di vendita prima della scadenza. In altre parole, queste obbligazioni saranno sempre riacquistate dalla banca emittente, ma spesso con uno «sconto» di qualche punto percentuale

rispetto al valore di rimborso.

All'altro estremo del segmento ci sono invece le obbligazioni «subordinate», emissioni quotate sui mercati regolamentati, di solito di lunga o lunghissima scadenza (talvolta questi titoli sono addirittura "perpetui", non hanno una scadenza definita) che presentano margini di rischio elevati. Si tratta infatti di forme ibride tra capitale azionario e capitale obbligazionario e in determinate circostanze questi bond potrebbero addirittura non

pagare la cedola o, nel caso estremo di un fallimento bancario, rimborsare solo una parte del capitale. «Le obbligazioni subordinate sono strumenti più adatti agli operatori professionali che ai risparmiatori privati. In ogni caso, in questo periodo noi preferiamo i bond subordinati assicurativi, come il titolo Generali "richiamabile" nel 2016, il cui rendimento sfiora il 10%», conclude Mauceri.

M.SAB.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Corporate Dove guardare se riparte lo spread

Titolo	Scadenza	Rendimento lordo	Spread
Intesa Sanpaolo	Feb 2017	3,45%	20
Unicredit	Gen 2018	3,56%	20
Popolare di Milano	Gen 2016	4,42%	155
Popolare di Vicenza	Feb 2015	4,42%	211

Banche, i «senior» hanno tenuto
E alcuni offrono il 2% più del Tesoro


I bond garantiti in caso di fallimento non hanno perso terreno nella bufera Rischio e cedole record fino al 10% per i subordinati. Come orientarsi

La sfida

Corporate bond

Sono i prestiti societari emessi da aziende quotate e non per finanziarsi sul mercato dei capitali. Il loro grado di rischio, misurato dal rating, indica il livello di solvibilità dell'emittente.

Codice Isin	Titolo	Cedola lorda	Scadenza	Rating	Prezzo	Rend.% lordo	Spread vs Btp	Taglio minimo	Emissione in milioni
IT0004794142	Enel	4,875%	20/2/2018	BB+	105,3	3,73%	36	1.000	2.500
XS0827692269	Enel Finance	4,875%	11/3/2020	BBB+	106,4	3,85%	1	100.000	1.000
XS0828749761	Atlantia	4,375%	16/3/2020	A-	104,2	3,72%	-34	100.000	750
XS0829190585	Snam	5,250%	19/9/2022	A-	110,2	3,96%	-51	100.000	1.000
XS0831389885	Telecom Italia	4,500%	20/9/2017	BBB	105,0	3,31%	12	100.000	1.000
XS0835273235	Buzzi Unicem	6,250%	28/9/2018	BB+	109,0	4,40%	103	100.000	350
XS0859920406	A2A	4,500%	28/11/2019	BBB	102,5	4,09%	48	100.000	750
XS0848458179	Campari	4,500%	25/10/2019	-	106,1	3,49%	-12	100.000	400
XS0860567121	Fiat Finance	7,750%	17/10/2016	B1	108,3	5,21%	256	100.000	-
IT0004689885	Atlantia	3,625%	30/11/2018	BBB+	101,4	3,34%	-4	1.000	1.000
XS0868458653	Telecom Italia	4,000%	21/1/2020	BBB	99,2	4,15%	31	100.000	1.000
XS0880764435	Hera	5,200%	29/1/2028	BBB+	101,2	5,09%	51	100.000	700



Obbligazioni bancarie

Sono una tipologia di emissioni molto vasta. Alcune obbligazioni sono quotate, altre no. Fra i bond quotati meglio preferire i prestiti 'senior', con garanzia di rimborso assoluta. Le emissioni 'subordinate' sono invece più rischiose e in determinate circostanze possono non pagare la cedola.

Codice Isin	Titolo	Cedola lorda	Scadenza	Rating	Prezzo	Rend.% lordo	Spread vs Btp	Taglio minimo	Emissione in milioni
XS0750763806	Intesa Sanpaolo	5,000%	28/2/2017	A-	105,8	3,45%	25	100.000	1.000
XS0751937698	Banca Pop. Vicenza	6,750%	27/2/2015	BB+	104,5	4,42%	211	100.000	550
XS0802005529	Monte Paschi Siena	7,250%	10/7/2015	BBB	103,4	5,69%	338	100.000	800
XS0830811393	Monte Paschi Siena	4,875%	19/9/2014	BBB	99,1	5,53%	393	100.000	500
XS0842828120	Intesa Sanpaolo	4,375%	15/10/2019	A-	100,2	4,34%	73	100.000	1.250
XS0878091882	Popolare di Milano	4,000%	22/1/2016	BBB-	99,3	4,20%	155	100.000	750
XS0863482336	Unicredit	3,375%	11/1/2018	A-	99,3	3,56%	18	100.000	750

Emissioni finanziarie SUBORDINATE

XS036777884	Unicredit	6,700%	5/6/2018	BBB-	104,0	5,79%	314	50.000	835
XS0385303675	Intesa Sanpaolo	5,750%	28/5/2018	BBB+	93,5	3,83%	46	50.000	362
XS0326211801	Unicredit	6,375%	16/10/2018	BBB-	95,4	12,80%	943	50.000	350

Titoli governativi

Le obbligazioni emesse dal Tesoro servono per finanziare il deficit e il debito pubblico in scadenza. Il mercato italiano dei titoli pubblici è uno dei più liquidi a livello globale.

Codice Isin	Titolo	Cedola lorda	Scadenza	Rating	Prezzo	Rend.% lordo
IT0004780380	Btp	6,000%	15/11/2014	BBB+	107,5	1,60%
IT0004890990	Btp	2,750%	1/12/2015	BBB+	101,1	2,31%
IT0004867070	Btp	3,500%	1/11/2017	BBB+	101,2	3,24%
IT0004423957	Btp	4,500%	1/3/2019	BBB+	105,0	3,56%
IT0004848831	Btp	5,500%	1/11/2022	BBB+	108,1	4,47%
IT0001086567	Btp	7,250%	1/11/2026	BBB+	124,5	4,80%

Fonte: Augustum Opus Sim

