



Rocco Bove
Kairos Partners

PROFESSIONISTI DEL RISPARMIO

Bond, necessaria la selezione anche fra i marchi famosi

>PAG. 24



IL GESTORE DELLA SETTIMANA

**ROCCO BOVE
KAIROS PARTNERS**

Responsabile dell'obbligazionario



Rocco Bove ha 38 anni, è laureato con lode in economia aziendale presso Università degli studi Roma tre e ha un master in International Finance presso Università degli studi di Pavia. Dopo un'esperienza di oltre 10 anni nel mondo delle

obbligazioni maturata in Prima Sgr come senior portfolio manager e responsabile gestioni corporate ad alto rendimento, a settembre 2011 entra in Kairos con la responsabilità del comparto obbligazionario. Nel novembre 2011 nasce il Kairos Bond

Plus, un fondo di credit opportunities a ritorno assoluto: con una performance superiore al 20% a poco più di un anno dal lancio, la nuova iniziativa di Kairos entra nella lista dei 20 fondi migliori del 2012 curata da Cfs Rating.

Fate selezione anche tra bond di marchi noti

In Italia molte aziende si affacceranno per la prima volta sul mercato obbligazionario

Isabella Della Valle



■ Spread sotto i 300 punti. È corretto questo livello oppure c'è ancora il rischio che il prezzo dei titoli di Stato italiani crolli?

Difficile estrapolare un giudizio sulla congruità dello spread italiano dalle dinamiche più ampie di respiro europeo: in un contesto dove la Bce riesce a eliminare dagli incubi degli investitori il rischio di ridenominazione (fine dell'euro e ritorno alle valute d'origine, *Ndr*), lo spread italiano sotto i 300 punti base non può sorprendere anzi esistono ulteriori margini di restringimento. I rischi di un eventuale crollo rimangono confinati a uno scenario di fallimento del progetto europeo che avrebbe effetti ben più disastrosi del semplice impatto sul prezzo dei titoli di Stato italiani e sullo spread.

Non c'è ancora stata rotazione dai bond alle azioni e i titoli corporate sono ancora ai minimi di rendimento. È un'asset class su cui investire ancora?

La mancata rotazione è imputabile alle basse prospettive di crescita che raffreddano gli entusiasmi sul mercato azionario: il segmento corporate, seppur su livelli di rendimento molto compressi, offre ancora interessanti opportunità alla luce di un tasso di default molto basso e del processo di disintermediazione del credito che porterà soprattutto in Italia moltissime aziende ad affacciarsi per la prima volta sul mercato obbligazionario. La cautela è d'obbligo vista la debolezza della fase congiunturale in Europa. Fondamentale sarà la selettività.

Quali sono i governativi da acquistare per proteggere il portafoglio?

Tenderei a rimanere su scadenze intermedie 3-5 anni dei classici porti sicuri come Germania, Finlandia e Usa a cui si può aggiungere un po' di Messico e Turchia in dollari.

Vale la pena investire sui titoli inflation linked o è meglio attendere?

Vista l'ingente liquidità immessa nel sistema, il comparto degli inflation linked è un segmento molto interessante: se questo è vero a livello strategico, tatticamente ritengo sia ancora troppo presto per entrare in maniera decisa. Con l'economia globale in crescita moderata è prematuro immaginare pressioni inflazionistiche nel breve termine, come dimostrato anche dagli ultimi dati e dal movimento

nei prezzi delle commodity. Nel medio termine invece l'inflazione rimane un osservato speciale anche alla luce di rendimenti reali che già adesso risultano negativi in molti segmenti del mondo obbligazionario.

E sugli high yield?

Rimaniamo molto positivi, però occorre grande selettività e buona diversificazione. Preferiamo il segmento delle singole B con scadenze in area 5 anni.

Dove investirebbe oggi la liquidità?

Strumenti di mercato monetario delle periferie, senior bancari con scadenze entro i 18 mesi e scadenze brevissime di emittenti high yield nordamericani. Indipendentemente dalla scelta del singolo strumento, va considerato anche il profilo di liquidità del titolo per evitare di incorrere in costi di transazione non coerenti con la tipologia di investimento.

Condivide la politica espansiva delle banche centrali?

Difficile dare un giudizio sintetico: diciamo che inevitabilmente queste politiche avranno effetti indesiderati nel medio termine oltre alle evidenti distorsioni generate nel breve periodo. Solo la storia ci dirà se i benefici risulteranno maggiori rispetto al rischio che questo "esperimento" comporta. Del resto non sapremo mai cosa sarebbe successo all'economia mondiale e ai mercati finanziari senza la "droga" monetaria di questi anni. Rimane comunque l'amezzatura di assistere alla mancata trasmissione dell'euforia "monetaria" dei mercati al mondo dell'economia reale che stenta invece a ripartire. Quando i mercati non sono più espressione del

mondo reale si genera un problema di sostenibilità.

Per un investitore con una propensione al rischio media e un orizzonte di 5 anni quali emissioni suggerisce?

Nei prossimi mesi è verosimile ipotizzare un'abbondante offerta di nuove emissioni corporate nel già citato quadro di disintermediazione del credito: questo vuol dire che il sistema bancario continuerà una cura dimagrante dei propri attivi, riducendo gli impieghi per preservare e migliorare il proprio "ratio" di capitalizzazione. Accanto agli effetti inevitabilmente recessivi di un tale processo che ha generato nell'ultimo anno in Italia un vero e proprio *credit crunch*, un effetto positivo sarà invece quello di spingere le aziende a diversificare le fonti di finanziamento con un contestuale allungamento delle scadenze medie. Questo si tradurrà quindi in un mercato primario molto "affollato" che offrirà agli investitori numerose opportunità. Sarà fondamentale però essere estremamente selettivi, evitando di cadere nell'errore di confondere la notorietà del marchio con la solidità finanziaria di un emittente, errore che tanti danni ha generato in Italia nell'ultimo decennio. Nella costruzione di un portafoglio di corporate bond la "rivoluzione" che ha investito il mondo del reddito fisso impone anche un ripensamento delle classiche categorie utilizzate: il tradizionale ragionamento basato su una matrice settore/rating lascia spazio a un approccio che segue temi d'investimento coniugati per aree geografiche; così ad esempio in un possibile basket di corporate bond troviamo il tema della periferia giocata puntando sul Portogallo, sia governativo che "semigovernativo" con una utility come Edp; tra i finanziari la scelta cade su storie di ristrutturazione come il recente senior di Popolare Milano o una banca dalla vocazione internazionale come Bbva. C'è poi Bank of Ireland per la scelta continuare a puntare sull'Irlanda come esempio virtuoso di ristrutturazione. Un segmento



sotto i riflettori è quello dei corporate bond ibridi e qui abbiamo scelto due emittenti solidi come **Kpn** ed **Edf**. L'unico subordinato in portafoglio è il bond **Generali** e sottolinea la nostra preferenza per il settore assicurativo rispetto alle banche. Oltre oceano non si può non prendere in considerazione **General Electric**, qui coniugata su un tasso variabile con scadenza medio lunga. Nel mondo high yield più tradizionale la nostra preferenza va all'emissione senior di **Wind**, mix interessante di business stabile, rendimenti appetibili e struttura societaria in evoluzione.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

FLASH



Il target? Un polo sul wealth management

Nata nel 1999 Kairos è una delle poche realtà indipendenti nel settore del risparmio gestito italiano. La società, fondata e guidata da Paolo Basilico, recentemente ha firmato una partnership strategica con Julius Baer per la creazione di un polo di eccellenza nel settore del wealth management. Kairos con 116 dipendenti, 15 partner, sedi a Milano, Roma, Torino e nelle principali piazze finanziarie internazionali, gestisce 4,5 miliardi €. Il gruppo grazie all'accordo societario potrà offrire ai clienti un ampliamento dei servizi.

LA PANORAMICA

L'andamento

Differenziale di rendimento tra il BTp a 10 anni e il BTp a 2 anni



Fonte: Bloomberg

Spesso ci si focalizza sul livello assoluto dello spread BTp-Bund, mentre troppa poca attenzione viene dedicata alla vera cartina al tornasole dello stato di salute di un emittente: l'inclinazione della curva dei rendimenti. Il grafico mostra il differenziale tra i rendimenti del BTp a 10 anni meno il BTp a due anni: nei momenti di forte stress questo differenziale tende a ridursi fino ad azzerarsi come successo

nell'autunno del 2011, quando la curva italiana si è invertita (*bear flattening*). L'annuncio dei due Ltro prima e dell'Omt l'estate scorsa hanno ridato pendenza alla curva (*bull steepening*): dai livelli attuali di curva molto inclinata (270 punti base); è necessario vedere una rinnovata stabilità politica per poter scommettere su un *bull flattening* che possa riportare il 2-10 italiano in area 200 punti base.



Le emissioni

TITOLO	EMITTENTE	RENDIM.%	MOODY'S	SUB.	SETTORE
Assgen 7 3/4 12/12/42	Ass. Generali	6,92	Baa3	Y	Assicuraz.
Kpn 6 1/8 03/29/49	Koninklijke kpn Nv	5,89	Ba1	Y	Tlc
Edf 5 3/8 12/29/49	Electricite de France	5,13	A3	Y	Utility
Bbvasm 3 3/4 01/17/18	Bbva Senior Fin. Sa	3,02	Baa3	N	Banche
Pgb 4,35 10/16/17	Obrig. do Tesouro	4,41	Ba3	N	Govern.
Ge 0 05/17/21	Ge Capital E. Funding	1,12	A1	N	Serv. Finanz.
Pmiim 4 01/22/16	Bpm	3,38	Baa3/*-	N	Banche
Bkir 3 1/8 11/20/15	Bank of Ireland Mtge	1,81	Baa3	N	Banche
Windim 7 3/8 02/15/18	Wind Acq. Fin. Sa	5,94	Ba3	N	Tlc
Elepor 5 3/4 09/21/17	Edp. Finance Bv	3,36	Ba1	N	Utility

Generali: titolo subordinato con facoltà ma non obbligo dell'emittente di richiamarlo nel 2022. In caso di mancata call la cedola da fissa (7,75%) diventa variabile Euribor + 711 punti base. Kpn: bond ibrido emesso dall'azienda di tlc olandese. Prima call nel 2018. Edf: bond ibrido emesso dal gigante dell'energia francese. Prima call nel 2025. Bbva:

emissione senior di una delle due principale banche spagnole. Obrigacoes do Tesouro (Pgb): titolo governativo portoghese equivalente al nostro BTp. Ge, Wind, Elepor e Bpm: selezione di corporate bond rappresentativi di settori e aree geografiche diverse. Bank of Ireland: covered bond della principale banca irlandese

Spread Itraxx Xover*

In punti base



* L'indice identifica lo spread di un paniere di emittenti nel mondo high yield europeo calcolato utilizzando i Cds