

«Sì ai bond bancari, meglio se subordinati»

Ci sono aree dove è possibile ottenere rendimenti compresi tra il 3,5 e l'8%

Isabella Della Valle

■ Come potrebbe impattare l'esito del referendum britannico sul comparto obbligazionario?

L'eventuale uscita della Gran Bretagna dalla UE avrebbe limitati effetti sul comparto obbligazionario: le autorità monetarie competenti (Bce e Banca d'Inghilterra) presidiano il mercato costantemente e hanno promesso liquidità illimitata nel caso in cui si verificasse il temuto scenario di una Brexit. Ci aspettiamo volatilità sul mercato del credito, da cogliere come opportunità di acquisto. L'impatto più pesante sarebbe verosimilmente subito dalla sterlina: pur già indebolita, potrebbe soffrire di un ulteriore ribasso che il consenso degli analisti quantifica tra il 5 e il 10%.

La Yellen ha allontanato le aspettative su un rialzo dei tassi Usa. Lei cosa ne pensa?

Si tratta dell'ennesimo ritardo in un processo di normalizzazione lento e faticoso. Riteniamo comunque che i tassi Usa continueranno a salire: se non a luglio, comunque in autunno. Il mercato lo sa e la lentezza di questa manovra non provocherà nessuno scompiglio sui mercati, anzi: confermerebbe che gli Stati Uniti sono pronti a guidare l'economia globale fuori dalla crisi economica.

Su quali segmenti del comparto bond conviene investire oggi?

Dobbiamo tristemente rilevare che l'obbligazionario, come asset class, offre veramente poco. Il 40% dei titoli di stato dell'Eurozona ha rendimenti negativi, ovvero garantisce all'investitore una perdita (prima ancora di calcolare tasse e commissioni!). Ci sono però dei settori e delle piccole "perle" da cui è ancora possibile estrarre valore:

ci concentriamo sul settore high yield o sulle emissioni finanziarie subordinate, aree in cui si riescono a ottenere rendimenti tra il 3,5 e l'8% pur rimanendo su emittenti affidabili con un rischio di credito molto contenuto. Dopo la stabilizzazione del prezzo delle materie prime, non disdegniamo nemmeno qualche incursione sui mercati emergenti, dove la volatilità resta alta ma le opportunità abbondano. Il nostro metodo di lavoro è basato sull'analisi societaria bottom-up, condotta dai nostri analisti e gestori: compriamo i titoli perché ci piacciono, non perché stanno in un benchmark.

È un lavoro lungo, che richiede una piena comprensione del modello di business e un'attenta analisi delle credenziali del management. La nostra preferenza va di solito alle aziende con business stabili e flussi di cassa prevedibili.

E che cosa ne pensa del comparto bancario italiano e di quello europeo?

Si tratta di un settore sotto pressione per tre diversi motivi: stagnazione economica, tassi negativi (che costituiscono una tassa occulta sulle banche), stretta regolamentare. Pur sperando in un qualche miglioramento, i tre fattori continueranno a pesare sulle banche, richiedendo misure estreme: si deve migliorare in termini di efficienza (tagliando, ahimé, posti di lavoro) e, nei casi più difficili, in termini di rafforzamento del capitale. Lo stiamo vedendo in Italia, dove entrambi i temi sono di terribile attualità, ma lo vediamo anche all'estero (si pensi al recente aumento di capitale di Popular in Spagna, oltre alla speculazione sul rafforzamento di capitale di Deutsche Bank).

Ma ci sono opportunità?

Se dal punto di vista degli azionisti questo scenario continua a presentare molte incognite (riflesse nella pesante sottoperformance dell'indice banche), dal punto di vista del credito continuano a esserci delle opportunità molto interes-

santi: la stretta regolamentare sta rendendo le banche sempre più sicure (anche se non molto redditizie) riducendo la loro propensione al rischio e il loro livello di leva. Crediamo che la Bce non ripeterà gli esperimenti di bail-in effettuati in Italia e in Portogallo. Ci piacciono di conseguenza le obbligazioni bancarie, specialmente se subordinate: sui cosiddetti CoCo bond (la cui vendita ai privati è vietata) si trovano rendimenti medi dell'8% pur rimanendo su emittenti primari. Si tratta di un premio di oltre 2 punti rispetto al dividend yield azionario delle medesime banche.

Come valuta il fondo Atlante?

Atlante è un esperimento importantissimo che dimostra la forza del sistema bancario italiano: i sette anni di crescita zero (tra il 2008 e il 2014) hanno lasciato un segno pesante sulle nostre banche, con una moltiplicazione dei crediti deteriorati. Le difficoltà si sono purtroppo materializzate nel momento peggiore, proprio quando la nuova normativa europea (BRRD) ha impedito gli aiuti di stato. Una vera beffa: la Spagna nel 2012 ha goduto di aiuti europei per 100 miliardi (pari al 10% del PIL) per risanare il proprio sistema bancario. Con le regole correnti, invece, l'Italia non ha potuto investire praticamente nulla: vietati gli aiuti del Fondo Interbancario (che avrebbe potuto gestire diversamente la crisi di Banca Marche/Etruria/Carife), limitato a soli 500 milioni il supporto di Cdp. Ecco però che il mondo del credito, guidato dalle principali banche e dalle Fondazioni, ha saputo reagire, facendo quadrato a supporto delle istituzioni più piccole e fragili: un programma di aiuti auto-finanziato dal sistema stesso, evento unico al mondo.

Cosa pensa dell'acquisto di bond corporate da parte delle Bce? Cosa implica, quale sarà l'impatto sul mercato in generale e sull'Italia in particolare?

L'acquisto dei corporate bond è l'ennesimo tabù infranto dalla Bce guidata da Draghi: una banca cen-

trale pronta a tutto pur di tirare l'economia fuori dalle sabbie mobili della deflazione. È un'ottima notizia per l'economia, anche per quella italiana, ma è ormai stato stato ampiamente anticipato dal mercato, col rendimento medio dei corporate europei piombato sotto l'1%.

FLASH

Società specializzata in strategie value

Banor Capital Ltd è una società indipendente di diritto inglese, autorizzata dalla Fca, fondata nel 2011 da un gruppo di professionisti della finanza e partecipata da Banor Sim. La società guidata da Giacomo Mergoni, amministratore delegato, è specializzata in

strategie value e gestisce i comparti della Banor Sicav e della Aristeia Sicav, due famiglie di fondi di diritto lussemburghese che hanno ottenuto numerosi riconoscimenti a livello internazionale. I fondi coprono diverse strategie di investimento, mercati e classi patrimoniali e sono distribuiti in Italia e in altri paesi europei.

FRANCESCO CASTELLI BANOR CAPITAL

Responsabile fixed income



Francesco Castelli è sposato con due figli e vive a Londra. È il responsabile del fixed income in Banor Capital nonché il gestore dei fondi Banor Sicav Euro Bond Absolute Return e Aristeia Sicav Enhanced Cash.

Con oltre 15 anni di esperienza, Castelli ha lavorato precedentemente in gruppi come Zurich Investments, Sanpaolo Imi e Kairos Partners. È laureato in Economia presso l'Università Commerciale "Luigi Bocconi" ed

ha ottenuto la qualifica Chartered Financial Analyst (Cfa) nel 2003. Figura tra gli ospiti di riferimento per il canale Cnbc, dove negli ultimi mesi è intervenuto spesso in tema di banche italiane.

La fotografia

Andamento

Rendimento medio dei corporate bond europei



Il rendimento dei subordinati "Contingent Convertible" (CoCo) continua ad offrire un premio sensibile rispetto al rendimento dei titoli azionari bancari. Tale premio, pur motivato dalla complessità degli strumenti, rende gli strumenti molto attraenti: la maggioranza

degli emittenti è di primaria qualità e, come dimostrato recentemente da Deutsche Bank, pronta a tutto pur di continuare a pagare il coupon su tali titoli. Rendimenti elevati, senza le incertezze delle azioni (nella forma di taglio del dividendo o aumenti di capitale).

Titoli consigliati

EMITTENTE	SCADENZA	CEDOLA	RATING	ISIN	RENDIMENTO INDICATIVO
Italia BTP	10/2020	1,25	BBB	IT0005058919	0.10 + Infl.
Bayer Ag*	07/2075	3,0	BBB	DE000A11QR65	3.10
Banca Popolare di Milano Scarl**	03/2021	7,125	B+	XS0597182665	0,208333333
Amazon.com Inc***	02/2023	2,06	A	US023135AL05	0,178472222
Constellation Brands Inc.***	05/2023	4,25	BB+	US21036PAL22	0,16875

NOTA: * Perpetuo, call nel 2020; ** subordinato LT2; *** in dollari Usa

Resta poco valore nei BTP; per la gestione della liquidità preferiamo i BTP Italia, che offrono un premio interessante rispetto agli equivalenti tradizionali, privi della copertura da inflazione. I titoli ibridi industriali di emittenti solidi come Bayer e i subordinati LT2 come Popolare Milano sono ottime forme di diversificazione, se gestiti in maniera

professionale. Ci sono ottime opportunità anche negli USA, per chi può gestire il rischio di cambio: Amazon offre un rendimento decente con un livello di rischio ridottissimo. Nel settore high yield, Constellation Brands, leader nella commercializzazione di alcolici in Nord America, è un'azienda molto solida, a dispetto del rating.

Il confronto

Andamento dei Subordinati Tier 1 e delle Banche europee

