

Intervista. «Interessanti i bond in valuta diversa dall'euro»

**Intesa ha 2 emissioni in dollari e sterline
Da valutare anche Rabobank e Piraeus**

Isabella Della Valle

Sono ancora molte le incognite che accompagneranno il mercato obbligazionario nei prossimi mesi, dall'inflazione all'economia per passare al quadro geopolitico in costante evoluzione. Ce ne parla Anne-Sophie Chouillou, partner di Anthilia Capital Partners.

Cresce l'attenzione verso il comparto obbligazionario. Quali sono i driver di crescita?

La situazione macro è di difficile lettura ma i driver del comparto obbligazionario sono crescita e inflazione con situazioni completamente diverse negli Stati Uniti e in Europa. Negli Usa l'economia è lontana dal soft landing, ma un cigno nero potrebbe arrivare dal mercato degli immobili commerciali e quindi rallentare la Fed nel ciclo di ribassi dei tassi. In Europa, l'economia fatica a ripartire e quindi la Bce, se l'inflazione confermasse la tendenza alla discesa, dovrebbe a breve procedere con una serie di tagli, intervento che dovrebbe supportare il comparto obbligazionario e in particolare la parte breve delle curve visto che queste sono ancora invertite.

In questa fase conviene puntare di più sui titoli governativi oppure sui corporate?

I governativi potrebbero beneficiare di un flight-to-quality nel caso si verifici un ulteriore inasprimento delle incertezze del quadro geopolitico in Medio Oriente. Intanto, in termini di rendimento assoluto, preferiamo i titoli obbligazionari corporate e in particolare quelli finanziari, e per quanto riguarda i titoli non finanziari quelli con rating Investment Grade di standing più elevato. Per il non finanziario high yield esiste un rischio a causa della vulnerabilità del comparto se dovesse manifestarsi un deteriora-

mento del contesto macro.

Perché preferisce i bond corporate finanziari?

Perché rappresentano un'opportunità in quanto molto meno rischiosi rispetto ad un tempo. Le banche sono molto più capitalizzate essendo sottoposte ai rigidi controlli eseguiti nel quadro di regolamentazione e vigilanza del settore bancario europeo, introdotto dopo la crisi finanziaria del 2008. In particolare, il Ceti (Common Equity Tier 1) medio del settore era inferiore al 6% al livello europeo e ora siamo poco sopra il 15%. Il comparto è oggi meno rischioso anche rispetto a quello delle obbligazioni societarie industriali che incorporano molto di più il rischio di un rallentamento del ciclo economico e non è ancora chiaro l'impatto del soft landing. Il recente affermarsi di tensioni legate al-

l'esposizione di alcune banche regionali al settore degli immobili commerciali (Commercial Real Estate) Usa ha portato, in Europa, a una sottoperformance di alcuni emittenti esposti ma lo stress resta circoscritto in questi sottosectori di emittenti specializzati.

Quanto conta per voi il merito di credito di un emittente?

Studiamo a fondo l'emittente tramite un'analisi del credito che prevede uno studio dei fondamentali per poi evidenziare dove posizionarsi nella struttura di capitale. Si sceglie la parte più rischiosa per emittenti molto ben capitalizzati e invece, per emittenti potenzialmente più a rischio, la parte senior, in modo da evitare perdite in caso di difficoltà.

Che posizione avete sugli high yield?

L'asset class degli high yield è presente nel portafoglio del fondo Anthilia Yellow con due tipi di posizioni: gli additional tier 1 di banche molto ben capitalizzate e di cui l'equity è listato e con il debito Senior Preferred di emittenti regionali di Paesi core o periferici. Questi emittenti hanno spesso una storia di ristrutturazione, oltre a cessione di portafogli di Npl in modo da all-

nearsi agli standard europei.

Qual è ultimamente l'andamento dei tassi di default?

Sono saliti sia in Usa, sia in Europa ma su livelli ben lontani da quelli visti dopo la crisi del 2008.8.

Ci sono aree geografiche dove siete più esposti?

Abbiamo 15 Paesi presenti in portafoglio, con una prevalenza sull'Eurozona. Nessuna esposizione è predominante e possiamo gestire il rischio Paese con eventualmente una coperta tramite future su governativo.

Cosa ne pensa del mercato italiano?

Al momento è quello che offre un maggior rendimento aggiustato per il rischio. Le istituzioni hanno beneficiato del rialzo dei tassi d'interesse e non si è ancora verificato un peggioramento della qualità degli asset.

Emissioni interessanti?

In Grecia, Paese che ora cresce più di molti altri della zona euro, un esempio è Piraeus Bank che, dopo una forte ristrutturazione dei livelli di capitalizzazione e ratio in termini di asset quality, presenta indicatori di bilancio in linea con le principali banche europee. Spesso si possono acquistare emissioni in valuta diversa dall'euro a sconto e ad esempio Banca Intesa ha due emissioni in dollari e sterlina molto interessanti. Queste due emissioni hanno un rendimento ben più alto delle emissioni dello stesso ranking in euro. Il rischio cambio può essere gestito tramite copertura con strumenti derivati (future su valute). Un'altra emissione molto interessante, alla luce di una lettura approfondita del prospetto, è il Certificate Rabobank, Ceti della banca cooperativa olandese. Ma bisogna fare attenzione al rischio duration: la scadenza è perpetua senza call.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

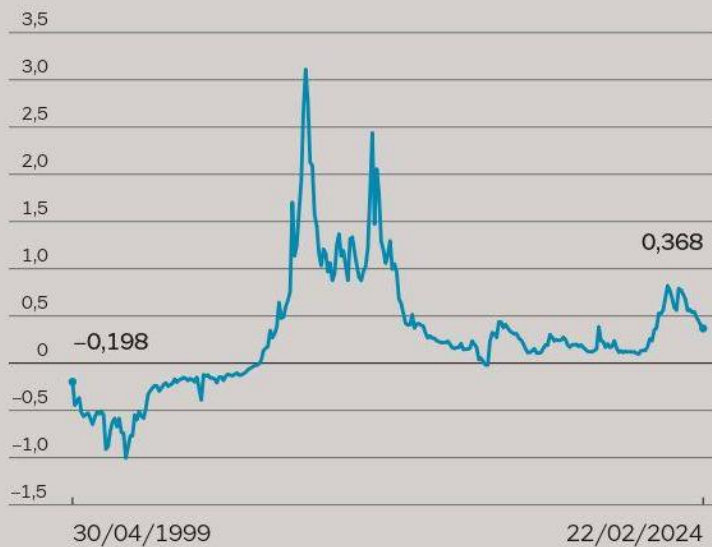


LA SOCIETÀ

REALTÀ ITALIANA INDIPENDENTE

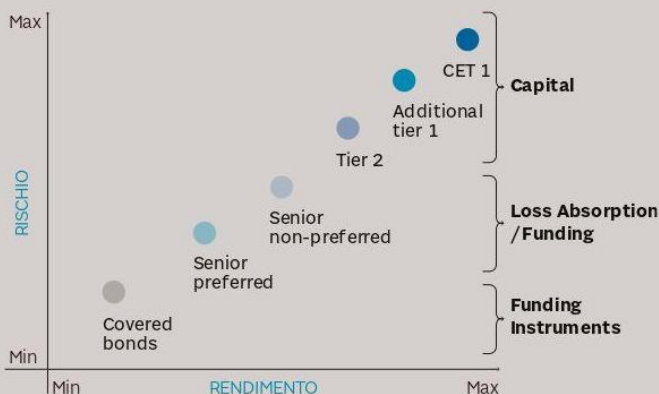
Anthilia Capital Partners Sgr è una società italiana indipendente per conto di clienti istituzionali e privati. La Sgr, grazie alla sua specializzazione si è focalizzata su specializzazione, trasparenza, ritorno assoluto. Anthilia ha raggiunto un patrimonio gestito di oltre 2,5 miliardi di euro con più di 1,3 miliardi investiti nel private capital ed una posizione di leadership nel segmento delle small cap italiane. Tra i principali investitori figurano Fei, Cassa Depositi e Prestiti, Fondo Italiano d'Investimento e grandi gruppi assicurativi e bancari europei.

L'andamento. Differenziale su un orizzonte temporale di 25 anni tra spread dei titoli corporate finanziari e spread dei titoli corporate industriali



LA FOTOGRAFIA. I nuovi strumenti e le emissioni

LE ALTERNATIVE SUL MERCATO



Le caratteristiche

La regolamentazione Basilea 3 ha imposto alle banche di emettere importi significativi di obbligazioni senior e subordinate e a un rischio preciso corrisponde un livello di rendimento. Con queste direttive vengono definite le caratteristiche innovative di questi nuovi strumenti: gli Additional Tier 1 sono strumenti

con un trigger sul capitale che possono essere utilizzati per ricapitalizzare le istituzioni in difficoltà e invece i senior Non Preferred sono passività assoggettabili a bail in nel quadro della Brrd (Bank Recovery Regulation Directive 2014/59/ Ue). L'obiettivo è di evitare che il salvataggio di banche e assicurazioni venga a pesare sui contribuenti.

LE EMISSIONI INDICATE DAL GESTORE

EMITTENTE	ISIN	CEDOLA	SCADENZA	SENIORITY
Amer. Int	XS0291642154	Eur3+17 3 bps	15/3/2037 ogni trim	Ex-T1 Leg
Bbva	ES0813211028	6,00%	Perp 15.1.26	Add. Tier1
Bnp Paribas	USF1067PAC08	7,75%	Pe 16.8.2029	Add. Tier1
BTP Italia	IT0005497000	1,60%	28.06.2030	Infl. linked
Bcc Cajama	XS2383811424	1,75%	03.09.2028	Senior Pre
Gold.S. Call	XS1561100519	frn	11.07.2027	Senior Pre
Intesa	XS2630420268	6,63%	31.05.2023	Senior Pre
Intesa	XS2559133363	8,25%	21.11.2033	Sen.no Pr.
Piraneus B.	XS2728486536	6,75%	05.12.2029	Senior Pre
Rabobank	XS1002121454	6,5%	Perpetual	Cet1 b.l.

La regolamentazione e il retail

Secondo l'esperta di Anthilia la regolamentazione bancaria limita l'accesso alla clientela retail imponendo spesso un taglio minimo di 100k. Bnp Paribas o Bbva, istituzioni molto solide e diversificate, sono dei validi candidati per investimenti nella parte più rischiosa del capitale (AT1). Con taglio retail, i BTPi (indicizzati all'inflazione)

presentano uno sconto versus sia Btp nominali che inflazione attesa. Esistono anche strutture "light" di emittenti molto robusti come Goldman Sachs, quotate su Mot/Tlx. Va però considerato il rischio valutario in quanto queste emissioni sono spesso in valuta diversa dall'Euro e l'investitore privato, a differenza del gestore professionale, difficilmente può coprire il rischio valutario.