



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

**BOND MANIA** Il rally dei mercati obbligazionari ha spinto lo spread tra Btp e Bund sotto i 200 punti base e i rendimenti del decennale sotto il 4%. Un livello che resta ancora attraente rispetto a parecchi altri governativi. Ma c'è chi offre molto di più

# Ecco chi paga il 6%

di Stefania Peveraro

Il 2014 è iniziato con il botto per i Btp e le obbligazioni societarie italiane, in particolare per quelle con rating medio-basso. E lo stesso è accaduto sul mercato spagnolo, ma anche sui mercati dei Paesi euro che hanno fatto ricorso agli aiuti internazionali come il Portogallo, che proprio nei giorni scorsi ha raccolto 11 miliardi di euro di ordini per il suo bond da 3,25 miliardi a scadenza 2019. E giusto poco prima l'Irlanda, che invece è uscita dal regime degli aiuti proprio lo scorso dicembre, aveva festeggiato l'evento tornando sul mercato con un bond decennale da 3,75 miliardi di euro che aveva raccolto 14 miliardi di ordini, spingendo i rendimenti sul mercato secondario ai minimi da otto anni.

Il tutto mentre, per contro, i rendimenti dei titoli di Stato tedeschi e americani sono via via saliti, a confermare che gli investitori si sentono più fiduciosi e quindi propensi a scommettere su asset più rischiosi e per questo più redditizi dei noiosi Bund e Treasury. Un atteggiamento che è stata la risposta alle politiche monetarie di supporto alla crescita adottate dalla Fed e dalla Banca Centrale Europea a partire da settembre.

Così lo spread di rendimento tra il Btp e il Bund tedesco a dieci anni si è ristretto nei giorni scorsi sotto 200 punti base dopo aver toccato quota 300 verso fine giugno, mentre i massimi dell'anno erano stati toccati a fine marzo a quota 350 punti. Contemporaneamente il rendimento del decennale italiano si è portato attorno al 3,9% dai picchi attorno al 4,9% segnati a fine giugno e a fine febbraio, anche se ancora si tratta di un livello superiore al minimo segnato a inizio maggio del 3,763%. Mentre le scadenze più brevi si sono portate sui livelli di inizio maggio: il Btp a 5 anni ora quota attorno

## RENDIMENTI DI ALCUNI BOND CORPORATE ITALIANI ED EUROPEI A CONFRONTO

Emittente	Isin	Rating	Scadenza	Cedola	Rendimento		
					10/01/2014	25/06/2013	2/05/2013
◆ Telecom Italia*	XS0906837645	Ba3/BB/BB+	20/03/2073 (1)	7,750%	6,45%	8,37%	7,72%
◆ Cerved Group	XS0876835595	B3/CCC+/nd	15/01/2021 (2)	8,000%	6,27%	9,08%	7,79%
◆ Generali**	XS0802638642	Baa3/BBB/BBB-	10/07/2042 (3)	10,125%	5,26%	7,26%	6,51%
◆ Piaggio & C.	XS0471946367	Ba3/BB-/nd	01/12/2016 (4)	7,000%	0,46%	5,76%	4,93%
◆ Fiat Fin&Trade	XS0906420574	B1/BB-/BB-	15/03/18	6,625%	4,19%	6,32%	4,76%
◆ Intesa Sanpaolo**	XS0360809577	Ba2/BB+/BB+	08/05/18	6,625%	4,16%	5,77%	5,03%
◆ Telecom Italia	XS0868458653	Baa3/BBB-/BBB	21/01/20	4,000%	3,96%	4,92%	3,41%
◆ Unicredit**	XS0367777884	Ba2/BB+/BB+	05/06/18	6,700%	3,94%	5,70%	5,14%
◆ Italcementi	XS0893201433	Ba3/BB+/nd	21/02/18	6,125%	3,71%	5,77%	4,33%
◆ Finmeccanica	XS0182242247	Baa3/BB+/BBB-	12/12/18	5,750%	3,64%	4,64%	3,58%
◆ Campari	XS0848458179	nd/nd/nd	25/10/19	4,500%	3,10%	3,66%	2,97%
◆ Enel	XS0827692269	Baa2/BBB+/BBB+	11/03/20	4,875%	2,68%	3,89%	2,72%
◆ Intesa Sanpaolo	XS0555977312	Baa2/BBB/BBB+	08/11/18	4,000%	2,48%	4,09%	3,02%
◆ Hera	XS0471071133	Baa3/BBB-/nd	03/12/19	4,500%	2,37%	2,91%	2,39%
◆ Unicredit	XS0863482336	Baa2/BBB/BBB+	11/01/18	3,375%	2,32%	3,73%	2,70%
◆ Atlantia	XS0744125302	Baa1/BBB+/A-	08/02/19	4,500%	2,16%	3,23%	2,26%
◆ Eni	XS0741137029	A3/A/A+	03/02/20	4,250%	2,14%	2,64%	1,84%

\* Ibrido \*\* Subordinato (1) call 20/03/2018; (2) call 15/01/2016; (3) call 10/07/2022; (4) call 01/12/2014

Fonte: Bloomberg

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

## RENDIMENTI DEI BOND GOVERNATIVI A CONFRONTO

Emittente	Rating	1 anno	3 anni	5 anni	7 anni	10 anni	30 anni
◆ Grecia	Caa3/B-/B-					7,626%	7,658%
◆ Turchia dollaro	Baa3/BB+/BBB-	2,054%	3,184%	4,258%	5,197%	5,574%	6,594%
◆ Portogallo	Baa3/BB-/BB+	0,878%	2,844%	4,027%	4,884%	5,362%	5,975%
◆ Brasile euro	Baa2/BBB/BBB	0,715%			3,601%	5,071%	5,962%
◆ Slovenia	Ba1/A-/A+	1,660%		3,844%	4,280%	4,805%	
◆ Russia dollaro	Baa1/BBB/BBB			2,686%	3,704%	4,594%	5,653%
◆ Messico dollaro	Baa1/BBB+/BBB+		0,873%		2,040%	4,202%	5,446%
◆ Italia	Baa2/BBB+/BBB+	0,670%	1,546%	2,470%	3,018%	3,923%	4,742%
◆ Spagna	Baa3/BBB-/BBB	0,672%	1,404%	2,288%	2,856%	3,797%	4,687%
◆ Cile dollaro	Aa3/AA-/A+					3,657%	4,971%
◆ Irlanda	Ba1/BBB+/BBB+	0,230%		1,849%	2,688%	3,534%	
◆ Messico euro	Baa1/BBB+/BBB+				2,518%	3,175%	
◆ Regno Unito sterlina	Aa1/AAA/AA+	0,361%	0,942%	1,841%	2,397%	2,982%	3,654%
◆ Usa	Aaa/AA+/AAA-	0,124%	0,884%	1,764%	2,420%	2,979%	3,882%
◆ Polonia euro	A2/A-/A-		0,530%	1,112%		2,749%	
◆ Slovacchia	A2/A/A+		0,674%	1,340%	2,020%	2,576%	
◆ Francia	Aa1/AA/AA+	0,164%	0,462%	1,220%	1,840%	2,570%	3,498%
◆ Germania	Aaa/AAA/AAA	0,126%	0,327%	0,901%	1,371%	1,914%	2,765%
◆ Turchia euro	Baa3/BB+/BBB-		2,798%	3,863%	4,265%		
◆ Croazia	Ba1/BB+/BB+	1,920%		3,756%			
◆ Cipro	Bcaa3/B-/B-	6,847%			7,741%		
◆ Brasile dollaro	Baa2/BBB/BBB		2,138%				

Dati aggiornati al 9 gennaio 2014

Fonte: Bloomberg

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

al 2,5%, dal picco del 3,8% di fine giugno e il Btp a due anni poco sotto l'1,02% dal massimo di giugno al 2,29%. E il Bot a 12 mesi collocato venerdì 10, pur in leggera salita, rende lo 0,735%.

**Detto questo**, si tratta di rendimenti che sono ancora al di sopra di quelli pagati da parecchi altri emittenti governativi con rating investment grade. Come evidenziato nella tabella in pagina, infatti, in questo momento il decennale italiano paga per esempio non solo più di quello spagnolo (3,797%), ma anche di quello irlandese (3,534%) e del titolo a 10 anni in euro emesso dal Messico (3,175%), per non parlare dei decennali in moneta unica di Polonia e Slovacchia, che rendono meno del 3%. Il che significa che la carta italiana resta molto attraente per gli investitori istituzionali. Prova chiara è stato l'ennesimo grande successo del Btp Italia lo scorso novembre, che ha raccolto ben 22 miliardi non solo dai risparmiatori, per i quali il titolo era stato pensato, ma anche dagli istituzionali. Tanto che nelle Linee Guida del Debito Pubblico per il 2014 si legge che, «visto l'interesse degli investitori istituzionali per il titolo, il Tesoro nel 2014 si riserva di svolgere una serie di approfondimenti, sia di mercato che tecnico-operativi, per valutare l'opportunità di proporre uno strumento indicizzato all'inflazione domestica in grado di rispondere alle esigenze di tali investitori».

Ma l'interesse per la carta italiana non si è limitata in questi mesi alle sole emissioni governative. La discesa dello spread ha infatti spinto verso l'alto anche le quotazioni dei bond corporate italiani e più in generale di tutti i prestiti societari dell'area euro. La tabella in pagina, che si concentra su emissioni a 5-7 anni, mostra infatti come sono cambiati i rendimenti di alcuni bond di emittenti italiani rispetto al

(continua a pag. 12)

## UNA SELEZIONE DI TITOLI PERIFERICI ELABORATA DA TENDERCAPITAL

		Codice Isin	Rating	Scadenza	Cedola	Prezzo	Rendimento a scadenza	Taglio minimo	Incremento	Tipologia
PORTOGALLO	◆ Refer-Rede Ferroviaria	XS0214446188	BB	16/03/2015	4% annuale	100,85 €	3,23%	50.000 €	50.000 €	Senior
	◆ Caixa Geral de Depositos	PTCGHAE0019	BBB-	15/01/2019	3% annuale	100,37 €	2,91%	100.000 €	100.000 €	Garantito
	◆ Obrigacoes do Tesouro	PTOTAE0021	BB	25/10/2023	4,950% annuale	97,11 €	5,33%	1.000 €	1.000 €	Senior
	◆ Bes Finance	XS0210172721	BB	7/02/2035	4,9% annuale*	95,00 €	5,15%	1.000 €	1.000 €	Senior
ITALIA	◆ Banca Popolare di Milano	XS0878091882	BB-	22/01/2016	4% annuale	101,72 €	3,11%	100.000 €	1.000 €	Senior
	◆ Banco Popolare	XS0880063994	BBB-	28/01/2016	3,75% annuale	101,25 €	3,10%	100.000 €	1.000 €	Senior
	◆ Buoni Poliennali del Tesoro	IT0004953417	BBB+	1/03/2024	4,5% semestrale	105,03 €	3,93%	1.000 €	1.000 €	Senior
	◆ Unicredit	XS0210710058	BBB	15/02/2035	5,184% annuale*	100,00 €	5,18%	40.000 €	1.000 €	Senior
IRLANDA	◆ Allied Irish Banks	XS0997144505	BBB	28/11/2016	2,875% annuale	99,87 €	2,92%	100.000 €	1.000 €	Senior
	◆ Smurfit Kappa Acquisito	XS0880132989	BB	30/01/2020	4,125% semestrale	104,49 €	3,29%	100.000 €	1.000 €	Garantito
	◆ Irish Treasury	IE00B6X95T99	BBB+	18/03/2024	3,4% annuale	99,07 €	3,51%	1.000 €	1.000 €	Senior
	◆ Bank of Ireland Mtge Bank	XS0991249623	Baa2	7/11/2025	3,51% annuale	98,68 €	3,65%	100.000 €	100.000 €	Garantito
SPAGNA	◆ Bankia Sa	ES0313307003	BBB	17/01/2019	3,5% annuale	99,69 €	3,57%	100.000 €	100.000 €	Senior
	◆ Iberdrola	XS094711947	BBB	11/11/2020	2,875% annuale	102,44 €	2,48%	100.000 €	100.000 €	Senior
	◆ Bonos Y Oblig. del Estado	ES00000121G2	BBB	31/01/2024	4,8% annuale	108,09 €	3,82%	1.000 €	1.000 €	Senior
	◆ Bankia Sa	ES0414950644	BBB	24/03/2036	4,125% annuale	88,45 €	5,00%	50.000 €	50.000 €	Garantito
ALTRI	◆ Bulgarian Energy	XS0989152573	BB+	07/11/2018	4,25% annuale	98,53 €	4,59%	100.000 €	1.000 €	Senior

\* Cms Steepener

Fonte: Tendercapital

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

(segue da pag. 10)

minimo toccato a inizio maggio e al massimo di fine giugno, in uno dei momenti più critici del mercato. In poco più di sei mesi parecchi bond hanno registrato un crollo dei rendimenti di circa 200 punti base. In particolare quelli più rischiosi, come il bond ibrido di Telecom Italia, che ora rende il 6,45% dall'8,4% di fine giugno; o come il subordinato di Generali con opzione call al 2022, che ora restituisce il 5,26% dal massimo al 7,26%.

E se la propensione al rischio degli investitori è aumentata, gli emittenti ne hanno approfittato. Il boom di nuove emissioni corporate e finanziarie di inizio anno non è che la prosecuzione di un trend iniziato lo scorso autunno. Bloomberg ha calcolato che soltanto dal 6 al 9 gennaio sono arrivati sull'euromercato ben 54 miliardi di euro di bond, a colpi di una quindicina di emissioni al giorno. In particolare le banche hanno fatto la parte del leone. Tra le italiane, Unicredit ha piazzato un titolo da 1,25 miliardi di euro a 7 anni raccogliendo ordini per 3,25 miliardi, mentre Intesa Sanpaolo è andata negli Usa con un'emissione da 2,5 miliardi di dollari in due tranche a 3 e 10 anni. E a proposito di emissioni in dollari, che ultimamente stanno attraendo molti emittenti europei (tra gli ultimi Edf e Total), si segnala un private placement da 35 milioni di dollari venerdì 10 gennaio da parte dell'italiana non quotata Gvs, uno dei maggiori produttori mondiali di filtri e componenti per applicazioni nel settore medicale, automobilistico, degli elettrodomestici ed edile. Il bond, che paga una cedola del 6,5% e ha una scadenza 10 anni, è stato collocato da Mediobanca nel ruolo di sole arranger ed è stato quotato sul mercato non regolamentato della borsa di Vienna. (riproduzione riservata)

Quotazioni, altre news e analisi su [www.milanofinanza.it/bond](http://www.milanofinanza.it/bond)

## PER CHI VUOLE DIVERSIFICARE SUI CORPORATE BOND DI AZIENDE USA IN DOLLARI

	Codice Isin	Rating	Scadenza	Cedola	Prezzo	Rendimento a scadenza	Taglio minimo	Incremento	Tipologia
◆ Dell	US24702RAJ05	B+	15/06/2019	5,875% semestrale	101,60 \$	5,53%	2.000 \$	1.000 \$	Senior
◆ Goldman Sachs	US38141GRD87	A-	22/01/2023	3,625% semestrale	96,28 \$	4,12%	2.000 \$	1.000 \$	Senior
◆ Citigroup	US172967HD63	A-	25/10/2023	3,875% semestrale	97,65 \$	4,17%	1.000 \$	1.000 \$	Senior
◆ Apple	US037833AL42	AA+	4/05/2043	3,85% semestrale	83,66 \$	4,91%	2.000 \$	1.000 \$	Senior

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

Fonte: Tendercapital

## E gli anglosassoni riscoprono i titoli del Mediterraneo

di Roberta Castellarin e Paola Valentini

Due anni fa gli investitori anglosassoni e tedeschi fuggivano dai Paesi periferici, lo spread saliva a livelli record e l'unico rifugio sicuro sembravano Bund e titoli del Tesoro Usa. Il 2014 si apre con uno scenario tutto diverso. I grandi gestori europei e Usa riscoprono le mete del Mediterraneo, di fatto gli unici porti che offrono rendimenti ancora interessanti in un contesto di tassi bassi a livello mondiale. Peraltro con la spada di Damocle di un progressivo rialzo dei rendimenti dei titoli di Stato Usa, i Tbond, che la Fed comprerà sempre meno sul mercato. Mentre la Bce va in un'altra direzione. «Mentre la Fed pensa alla progressiva riduzione dell'allentamento quantitativo, la Bce sta contemplando l'ipotesi di estendere le proprie misure di politica monetaria, probabilmente con l'obiettivo di eliminare la frammentazione dei mercati del credito nell'Eurozona», affermano Asoka Woehrmann e Randy Brown, co-responsabili degli investimenti di Deutsche Asset & Wealth Management (gruppo Deutsche Bank). Una divergenza di strategie che apre nuove opportunità per i titoli europei, ma non di tutti i Paesi. Favoriti sono gli Stati periferici come Italia, Spagna, Irlanda e Portogallo, mentre i titoli di Stato della Germania soffrono l'effetto-contagio degli Usa e quindi registrano un aumento dei rendimenti e una corrispondente discesa dei prezzi. «I titoli governativi spagnoli e italiani hanno resistito all'aumento dei rendimenti statunitensi innescato dal dibattito sul tapering», continuano i due esperti di Deutsche Bank. Che puntano anche sulle emissioni societarie: «Per le medie imprese dei Paesi periferici

l'accesso al credito continua a essere difficile e costoso. Di conseguenza, oltre ai titoli governativi, anche le obbligazioni corporate dei Paesi periferici offrono un premio di interesse rispetto alle obbligazioni dei Paesi core. Resta da vedere come la Bce affronterà la frammentazione del mercato del credito europeo. La discussione verte sulla possibilità che le banche raggruppino i prestiti alle piccole e medie imprese e la Bce li accetti quindi come collaterali. Questa soluzione potrebbe stimolare ulteriormente l'attività di investimento in Italia, Spagna e Grecia». Cresce quindi l'aspettativa che Mario Draghi, presidente della Bce, sia pronto a attuare nuove politiche monetarie non convenzionali. E i toni del suo intervento giovedì 9 gennaio sono stati accolti con favore dal mercato. Come sottolinea Scott Thile, deputy chief investment officer di BlackRock: «Restiamo sottopesati verso i Bund, mentre restiamo positivi verso Portogallo, Slovenia, Irlanda e Italia». Sulla stessa linea d'onda Morgan Stanley che ricorda come lo scenario economico attuale favorisca il credito dei Paesi periferici. Nicola Esposito, cio di Tendercapital, ricorda appunto che il rally dei titoli periferici di queste settimane è sostenuto da un miglioramento dei dati macroeconomici: «Da inizio anno i titoli governativi dei Paesi periferici, in primis Portogallo ma anche Spagna, Italia e Grecia, hanno ridotto il differenziale rispetto al titolo decennale tedesco grazie ai buoni dati macroeconomici, con il Pmi europeo che ha mostrato a macchia di leopardo la fine della recessione e una timida ripresa già a partire dal terzo trimestre 2013. Soprattutto la Spagna, con il Pmi manifatturiero e non manifatturiero sopra 50 nel mese di dicembre, ha mostrato un chiaro segnale di espansione economica». Un trend destina-

to a continuare. «Per il 2014 ci attendiamo una possibile revisione al rialzo della crescita del pil dei Paesi periferici, soprattutto se il dollaro si rafforzerà sull'euro, che nelle nostre previsioni potrebbe raggiungere l'area di 1,3-1,25 per fine 2014 creando le premesse per un'ulteriore espansione delle esportazioni e una contestuale stabilizzazione della disoccupazione che farebbe da preludio a un recupero della domanda interna europea», dice Esposito. Ma come si può cavalcare lo spread in discesa? «I corporate bond dei Paesi periferici rimangono ancora molto interessanti e in particolare quelli del Portogallo, in quanto investire sulla Refer rede ferroviaria, garantita dallo Stato portoghese, a un anno dalla scadenza rende il 3,23%, quasi il doppio rispetto all'omonima scadenza del titolo governativo», risponde Vitaliano Paridi, financial analyst Tendercapital. «Inoltre anche i titoli covered portoghesi, come quelli della Caixa, risultano interessanti in quanto hanno una 'overcollateralization' del 137% e il loan to value dei prestiti a garanzia non supera l'80%. Infine la Bes, la cui cedola steepener, ricalcolata annualmente, sfrutta questo contesto di rialzo dei tassi core decennali rispetto a quelli biennali, senza contare che è un ottimo emittente, in quanto prima banca portoghese per capitalizzazione e seconda per asset, e ha un risk weighted asset del 64% rispetto al totale degli attivi, ossia una ponderazione ben al di sopra delle banche dei Paesi core, non avendo inoltre mai chiesto aiuti di Stato ma accedendo solamente alle Ltro della Bce, che sta peraltro rimborsando sistematicamente». Per quanto riguarda Italia, Irlanda e Spagna, secondo Tendercapital ci sono anche in questi Paesi ottime opportunità di investimento sui corporate finanziari. (riproduzione riservata)