

BANCHE La conseguenza del calo dello spread è che le nuove emissioni di bond bancari rendono sempre meno. Ma le incertezze legate alla nuova normativa europea offrono ancora occasioni

di **Roberta Castellarin**
e **Paola Valentini**

L'annuncio dell'aumento di capitale del Banco Popolare ha ricordato agli investitori che sarà un anno in cui una parte degli istituti di credito dovrà chiedere più capitale al mercato, in modo da prepararsi all'esame della Bce. Ma oltre all'equity, anche dal punto di vista dei bond andranno in scadenza molti titoli emessi in passato e che chiedono quindi di essere rinnovati. «Il 2014 sarà un anno molto impegnativo per il settore bancario italiano, che sarà alle prese con gli stress test e gli asset quality review. Ormai da molti mesi Banca d'Italia sta seguendo strettamente i bilanci delle banche e, operando una moral suasion per emergere ad ogni trimestrale accantonamenti e svalutazioni di crediti e di assets in portafoglio», dice **Moreno Zani**, presidente di **Tendercapital**. Per rafforzarsi l'opzione più tradizionale e diretta è l'aumento di capitale, ma si possono anche realizzare vendite di filiali, cessione di crediti o di assets, o fusioni o acquisizioni. In alternativa, un mix di tutti questi rimedi.

L'appuntamento cruciale è per novembre, quando usciranno i risultati degli esami. La Bce ha annunciato che i criteri saranno severi. Da questo punto di vista la partita si gioca ovviamente sui Risk weighted assets (Rwa), ossia gli attivi di bilancio ponderati per il rischio. «Su tale parametro i vari Paesi europei hanno discipline diverse. I regolamenti della tedesca Bundesbank sono più permissivi rispetto ai regolamenti della Banca d'Italia», prosegue Zani. Tale asimmetria sarà colmata dalla Bce che emanerà uno standard unico, «ma la discriminante sarà a favore dei sistemi regolatori core oppure di quelli periferici?», si chiede Zani. «In ogni caso, a nostro avviso, le banche italiane rimangono solide anche in scenari di forte stress poiché i regolamenti di Banca d'Italia sono in media più restrittivi. Inoltre le banche italiane sono piuttosto tradizionali e con una leva finanziaria inferiore rispetto alle altre banche europee e un copertura dei Rwa sul totale attivi mediamente superiore», prosegue Zani. Gli istituti di credito nazionali hanno un'esposizione al debito pubblico italiano alquanto importante, «ma la vera forza del sistema bancario italiano è costituita dalle fonti di finanziamento: in media per circa il 70% provengono dal retail, ossia da conti correnti e conti deposito, che sono il vero motore e cuore delle banche tricolori e che hanno sorretto il sistema anche nei momenti più stressanti della crisi finanziaria», sottolinea Zani. Che avverte: «Investire in corporate bancari italiani presenta un buon rischio/ren-

Giocate la carta giusta

BOND BANCARI ITALIANI SELEZIONATI DA TENDERCAPITAL							
Nome	Codice isin	Scadenza	Prezzo in €	Cedola	Rend. lordo a scadenza	Taglio minimo (€)	Rating
◆ Monte Paschi Siena	XS0210918123	02/02/2015	101,35	3,875%	2,32%	1.000	BBB
◆ Veneto Banca	XS1016053537	20/01/2017	100,42	4%	3,77%	100.000	BB
◆ Banca Carige	IT0004967698	24/10/2018	101,04	3,875%	3,56%	100.000	BBB+
◆ Popolare di Milano	XS1024830819	30/01/2019	100,75	4,25%	4,05%	100.000	BB+
◆ Intesa Sanpaolo	XS1018032950	17/01/2022	99,93	3,5%	3,51%	100.000	BBB+
◆ Unicredit	XS0210710058	15/02/2035	99	5,184%*	5,24%	40.000	BBB

* Cms Steepener
Titoli senior non garantiti, tranne l'emissione di Banca Carige che non è garantita

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

dimento, specialmente nei titoli covered, in quanto la garanzia dei mutui residenziali in Italia ha tipicamente un valore del prestito rispetto all'importo della casa non superiore al 70%». «Tutto questo senza contare che i detentori di titoli covered, nella nuova normativa per il fallimento ordinato delle banche, vengono assimilati ai correntisti e quindi esclusi dalle ristrutturazioni», aggiunge Zani. Infine, gli aumenti di capitale, necessari a molte banche europee per raggiungere un Core Tier 1 superiore al 10% e consentire di passare i test, consentono agli obbligazionisti di essere più tutelati. «Si potrebbero così ottenere tassi inferiori pagati dalle banche e, contemporaneamente, un miglioramento delle quotazioni dei bond bancari a seguito della diminuzione del rischio conseguente all'aumento di capitale della banca», conclude il presidente di Tendercapital che ha selezionato una serie di

CHI HA PIÙ BOND RETAIL IN SCADENZA			
% dei bond retail sul totale dei bond emessi - Stime			
Banca	2014	2015	2016
◆ Ubi Banca	80%	81%	80%
◆ Banca Mps	76%	67%	58%
◆ Intesa Sanpaolo	74%	67%	67%
◆ Mediobanca	69%	63%	24%
◆ Banco Popolare	48%	50%	35%
◆ Banca Popolare di Milano	33%	40%	33%
◆ Unicredit	31%	35%	36%

Fonte: Stime Morgan Stanley Research

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

emissioni con un rischio/rendimento interessante sulla base delle considerazioni fatte (grafico in pagina). Peraltro, visto il calo del rischio Italia, i nuovi bond saranno emessi con rendimenti ben inferiori rispetto a quelli durante la crisi finanziaria iniziata nel 2008. È il momento quindi per gli

investitori di fare i conti con cosa offre il mercato e verso quale carta è bene rivolgere l'attenzione. Anche perché nel mondo dell'obbligazionario finanziario è in arrivo una vera rivoluzione. Con l'introduzione dal gennaio 2016 del bail in (ossia il coinvolgimento degli obbligazionisti

senior in caso di grave difficoltà della banca) cambierà anche il premio per il rischio che dovrà essere richiesto. «In un mercato del reddito fisso caratterizzato da rendimenti sempre più risicati, le obbligazioni bancarie rappresentano oggi una delle poche opportunità appetibili rimaste in circolazione. A nostro avviso, l'investimento in titoli bancari è ancora oggi penalizzato da paure emerse nel 2008, con il fallimento di Lehman. Tali paure», dice Francesco Castelli, gestore del fondo Lemanik selected bond, «verranno progressivamente superate dagli eventi del 2014: l'economia europea continuerà il suo percorso di stabilizzazione e il sistema bancario europeo emergerà rafforzato, sotto le spinte della Bce. Il processo non sarà indolore: ci aspettiamo numerosi aumenti di capitale».

In questo scenario qualche sorpresa negativa potrebbe giungere dai subordinati bancari, dove l'Ue potrà chiedere sacrifici monetari per risanare i bilanci. Nel complesso, tuttavia, questa volatilità e questa incertezza generano ottime opportunità. «Raccomandiamo portafogli diversificati, con elevata esposizione alle banche della periferia europea», conclude Castelli. «Crediamo che la Bce difenderà la solvibilità dei titoli senior bancari, che possono essere inseriti nei portafogli con maggiore serenità. Vediamo un'opportunità maggiore nei titoli subordinati: in questo caso l'occhio di un esperto è necessario per orientarsi in un panorama di una complessità crescente tra CoCo, additional Tier 1, Lower Tier 2». Sottolinea Jacob Topp, gestore del Nordea 1 Euro bank debt fund: «Negli ultimi anni gli investitori si sono tenuti lontani dal debito del settore finanziario. Ora riforme normative più rigide come Basilea III hanno obbligato le banche a ristrutturazioni a livelli mai registrati prima. È possibile ottenere rendimenti molto interessanti se si è in grado di valutare il business, i bilanci e la struttura del debito delle banche». Anche perché «è verosimile che l'impatto della norma di bail in sul costo delle emissioni obbligazionarie non sia uguale per tutte le banche perché rifletterà anche la diversa composizione del passivo», sostiene Prometeia. Quanto le riforme normative in corso incideranno sul valore dei titoli? «Avranno un impatto enorme. Positivo per le obbligazioni, meno per le azioni», risponde Topp. (riproduzione riservata)

Read (Invesco): si scova così l'affare

Dopo mesi passati a domandarsi quando e a quale ritmo la Fed avrebbe chiuso i rubinetti del Quantitative easing, i mercati ora conoscono la direzione della politica monetaria Usa e sanno che i tassi sono destinati a risalire. «Se analizziamo il rendimento di liquidità, corporate bond e titoli di Stato, in Usa, Uk e Eurozona, vediamo che a fine 2007 si poteva stimare un rendimento disponibile complessivo di 1,4 mila miliardi di dollari, mentre oggi gli stessi asset producono 550 miliardi di interessi annui, con una perdita di quasi 900 miliardi», spiega Paul Read, responsabile investimenti obbligazionari di Invesco. In questa situazione, secondo Read, guadagnare con le obbligazioni non solo è difficile, ma impone di assumere qualche rischio: la sfida sta nel selezionare i rischi che sono pagati meglio. «Per paragonare l'inflazione, oggi bisogna acquistare Gilt e Treasury superiori ai cinque anni e Bund superiori ai sette anni e non sono comunque titoli di grande appeal, visto che il Treasury a cinque anni ha reso il -2,9% dalla fine di aprile 2013», aggiunge il gestore. Per contro, la domanda di rendimento spinge verso asset di qualità infe-

riore. Il mercato dei corporate bond investment grade in sterline offre uno spread dell'1,4% sui Gilt, il più basso dal 2007. Lo stesso vale per il mercato high yield europeo, che offre il 3,6% sulle obbligazioni governative. «Il tasso di default rimane basso, eppure la qualità delle emissioni si va deteriorando e quando i rendimenti scendono, bisogna capire se riflettono un miglioramento dei fondamentali o soltanto il sentiment congiunturale», avverte Read. In quest'ottica, secondo il money manager di Invesco, i titoli più interessanti per il 2014 sono quelli bancari e in particolare i bond subordinati. «Le banche hanno migliorato i bilanci, hanno accesso ai piani di liquidità pubblici e trarranno beneficio da Basilea III e dall'unione bancaria, quindi il basso livello dei rendimenti e degli spread ha una sua ragion d'essere. Tuttavia le emissioni in corso, necessarie a centrare i nuovi requisiti di capitale, sono molto diversificate e vanno valutate una per una, per evitare i titoli che comportano un rischio di un deprezzamento del capitale o di una conversione in azioni a condizioni sfavorevoli», conclude Read.