



PORTAFOGLIO LE OBBLIGAZIONI DA PRENDERE AL VOLO PRIMA CHE ARRIVI IL TAGLIO DEI TASSI

Bond, ultime occasioni?

INVESTIMENTI Il boom di domanda per le emissioni societarie di inizio anno dimostra che l'appetito per le obbligazioni è ancora tanto. Ecco i fondi e i titoli ad alto rendimento in cui conviene ancora investire anche se le banche centrali inizieranno a tagliare i tassi

Bond, ultime occasioni?

di Marco Capponi
e Alberto Mapelli

Il gran ballo del reddito fisso è ripartito al ritmo di un rock'n'roll scatenato. Le prime settimane di gennaio hanno visto andare - o tornare - sul mercato del credito una pletera di società quotate e non. Da Eni a Mediobanca, da Unicredit a Bper, dalle Generali a Terna per finire con Mundys (l'ex Atlantia), la società finanziaria e industriali sono corse a emettere carta sperando di captare l'interesse degli investitori istituzionali a cui questi collocamenti erano rivolti. Non che ci sia stato bisogno di gareggiare, anzi: tutti i bond hanno registrato un exploit di domanda di molto superiore all'offerta, a dimostrazione del fatto che l'appetito verso le obbligazioni resta forte.

Combinazione perfetta. In questo inizio di 2024 gli astri del reddito fisso si sono allineati alla perfezione e la corsa alle emissioni ne è la logica conseguenza. Tutto parte da lontano, e precisamente dall'autunno del 2023, come spiega Marco Spano, co-head of Dcm and Financing Group di Mediobanca. «C'è stata una tendenza al ribasso dei tassi a partire da inizio novembre, spinti dalle prime indicazioni della Federal Reserve relative al raggiungimento del picco. Inoltre i dati sull'inflazione migliori delle attese hanno ulteriormente alimentato questo abbassamento dei tassi che si è protratto fino a dicembre». Durante il mese di novembre, argomenta l'esperto, «gli investitori hanno mostrato un considerevole dinamismo a livello di acquisti, anticipando l'aumento dei prezzi e la conseguente riduzione dei rendimenti». Nel frattempo «in un contesto di mercato azionario piuttosto caro si è verificato un flusso di liquidità dall'equity al reddito fisso. Si è innescato così un circolo virtuoso

fatto di tassi più bassi, maggiore liquidità e un'accentuata propensione agli acquisti da parte degli investitori». Verrebbe allora da chiedersi: perché le società si sono scatenate solo ora? «A gennaio, a differenza di dicembre, gli emittenti hanno iniziato i loro programmi di *fundraising* con un incontro perfetto tra domanda e offerta. Per gli emittenti lo spread rimane a livelli bassi, mentre per gli investitori la combinazione di rendimento e spread è ancora interessante, anche se si prevede una diminuzione futura».

Una settimana da ricordare. Ma non finisce qui: come in tutti gli incastri perfetti, anche in quello dei bond di inizio 2024 ci sono stati fattori all'apparenza minori ma altrettanto decisivi, come ad esempio il calendario. Con il Capodanno di lunedì, hanno spiegato alcune fonti che hanno seguito da vicino i collocamenti, i desk di emittenti e collocatori si sono ripopolati già dal giorno successivo e di fatto la prima settimana dell'anno - per molti l'ultima di festività - è stata già pienamente operativa. Risultato: chi aveva in programma di emettere ha emesso, chi stava preparando l'approdo sul mercato ha accelerato i suoi programmi.

Un importante flusso di emissioni a inizio anno «è un grande classico», commenta Nicolò Bocchin, global head of fixed income del gruppo Azimut. «Nelle prime settimane dell'anno abbiamo assistito a emissioni societarie, in particolare del mondo bancario e assicurativo», sottolinea. Ma quello che stupisce Bocchin è che «la domanda è ancora molto forte nonostante le performance storiche di novembre e dicembre. Basti pensare al fatto che l'Italia ha raccolto ordini per quasi 160 miliardi di euro di titoli governativi in un solo giorno, senza considerare la raccolta con-

comitante anche di Belgio e Spagna». Questo, continua l'esperto di Azimut, significa «che l'ambiente ritiene ci sia ancora un rendimento interessante da cogliere nel mondo obbligazionario».

Dal primario al secondario. Nelle prossime settimane, con la stagione degli utili alle porte, è ipotizzabile che gli emittenti prendano un po' di fiato e che nel mare del mercato primario torni la bonaccia. Ma l'attivismo nel mercato obbligazionario, secondo gli esperti del settore, non dovrebbe venir meno almeno per tutto il primo trimestre. Una volta che gli investitori, i quali finora si sono concentrati soprattutto sulle nuove emissioni, data l'ingente mole di operazioni da seguire, si saranno lasciati alle spalle le nuove emissioni, è possibile che tornino a concentrarsi sul secondario, dove gli operatori del settore prevedono che nel corso del trimestre la carta giri bene e con performance. Certo, non vanno dimenticate le potenziali insidie: «In termini di rischi il fattore geopolitico non può essere trascurato, anche perché alcuni eventi come la chiusura del Canale di Suez possono avere ripercussioni importanti. Inoltre ci sono i temi macroeconomici, come l'inflazione, che potrebbero innescare fasi di volatilità», spiega ancora Spano.

Se la Bce taglia. Per ora le emissioni italiane di inizio anno - che, va ribadito, non sono pensate per gli investitori retail - sono state dei tipi più svariati: dal covered-bond di Mediobanca al 2028, il tipo di bond più sicuro in assoluto, con cedola 3,25% e rendimento Midswap più 65 punti base, che ha ricevuto ordini per 1,4 miliardi a fronte di 750 milioni offerti, fino all'additional tier 1 di Bper con durata perpetua, lo strumento più subordinato della struttura del credito (per alcuni ha caratteristiche vicine

all'equity) che a fronte di 500 milioni offerti ha registrato richieste totali per oltre 3,2 miliardi. Domanda elevata anche per il decennale di Eni: 5 miliardi di euro di ordini, book coperto cinque volte e rendimento di conseguenza più compresso. Insomma, finora alzarne il livello di rischio per convincere gli investitori non è stata una necessità degli emittenti. Viene quindi da chiedersi: perché gli emittenti non aspettano che la Bce inizi a tagliare i tassi in modo da pagare meno gli interessi sulle loro obbligazioni? Secondo gli esperti, il fattore Bce non è l'unico cui fare attenzione quando si parla di titoli societari: a fronte di tassi che si abbassano gli spread possono infatti anche allargarsi, se ad esempio l'economia va peggio oppure se ci sono meno flussi sul reddito fisso a causa di maggiore affluenza di liquidità sull'azionario. Esempio: se oggi un bond viene collocato con cedola al 5,375% ma poi la domanda è così alta che si può restringere il prezzo di 50 punti base (quindi la cedola finale è al 4,875%), magari tra qualche mese si uscirà al 5,25% - grazie ai tassi più bassi - ma si riuscirà a scontare di soli 25 punti base. La cedola finale sarà del 5%, più alta di quella attuale.

Ultimo treno? Anche secondo Bocchin non è ancora il momento di parlare di ultimo treno e in questo momento sarebbe più conveniente orientarsi su titoli a medio-lungo termine per evitare di affrontare il rischio di reinvestimento una volta portati a scadenza i bond in portafoglio. «Il rischio di investire sul breve nel mondo obbligazionario in questo momento», riflette Bocchin, «è dovuto al fatto che, una volta rimborsati i titoli, sarà molto più complicato trovare come reinvestire i capitali con rendimenti altrettanto buoni. Più lunga è la duration e meglio sarà per l'investitore in questo panorama». Anche perché, spiega il

money manager, lo scenario attuale sta regalando un vantaggio: l'abbondanza di liquidità. «Le banche centrali stavano e stanno tuttora portando avanti un riassorbimento della liquidità iniettata sui mercati in occasione delle crisi recenti. Ma la Fed che annuncia il rallentamento di questo processo e la riduzione graduale e tutto sommato molto contenuta del Pepp deciso della Bce si tradurranno in una liquidità che rimarrà sui mercati».

L'opzione fondi. Ma come possono gli investitori retail investire nelle obbligazioni societarie appena emesse? Un'opzione è rappresentata dai fondi obbligazionari. Fida ha elaborato per *Milano Finanza* una tabella che propone una serie di fondi obbligazionari che comprendono bond sovrani e corporate. Tra questi c'è il fondo AZ F.1 Bd Negative Duration A-AZ Fund che a un anno ha realizzato una performance del 6,03%. Il fondo negative duration «è un unicum», spiega Bocchin. «Da mandato possiamo lavorare su una duration compresa tra 0 e -10 anni. Il 100% del portafoglio è composto da obbligazioni corporate a breve scadenza; in questo modo siamo riusciti a dare ritorni interessanti anche con il tracollo dei rendimenti di novembre e dicembre».

Opportunità subordinati. Il gestore di Azimut riflette sulle attuali opportunità nel comparto obbligazionario. «Personalmente voglio andare a catturare e inserire in portafoglio i rendimenti alti per due motivi differenti. Il primo è che ho la sicurezza che mi coprano anche dall'erosione del potere d'acquisto in caso di risveglio dell'inflazione», dice Bocchin. «Il secondo è che questi rendimenti genereranno un'extra-performance in futuro e mi consentono di assorbire la volatilità dei titoli governativi nel breve termine». Per catturare i rendimenti alti in questo momento le opportunità sono tre: high yield, bond di Paesi emergenti e subordinati. «Personalmente le obbligazioni high yield non mi entusiasmano in questo momento», spiega Bocchin, «perché sul mercato si possono trovare alcuni subordinati con rendimenti paragonabili ma con un rischio di credito decisamente inferiore rispetto ai bond high yield. Anche perché», evidenzia l'esperto, «malgrado le agenzie di rating prevedano un tasso di default basso nel corso dell'anno mi

aspetto sorprese negative in questo senso». L'alternativa ai subordinati è rappresentata dai Paesi emergenti. «Dopo tre anni di difficoltà, dovuti soprattutto a problemi di singoli Stati che hanno ridotto l'appeal di tutto il comparto, in questo momento ha senso investire sugli emergenti», evidenzia il gestore di Azimut. I fattori che possono rendere interessanti queste emissioni sono tre: «Tassi americani in potenziale discesa; dollaro che potrebbe di conseguenza indebolirsi rispetto alle altre monete; prezzi delle materie prime, loro punto di forza in quanto in molti casi esportatori, che rimarranno relativamente alti».

E i governativi? «Le previsioni di tagli dei tassi delle banche centrali impattano molto sulle curve delle scadenze brevi», riflette Bocchin. Andando alla ricerca dell'alto rendimento inoltre le obbligazioni governative di Paesi europei non rientrano nel mirino del gestore di Azimut. Con una eccezione: l'Italia. «Oggettivamente il Btp, malgrado il rientro dei rendimenti sulle scadenze più brevi, continua a offrire ritorni interessanti sulle durate molto più lunghe, come 20, 30 e 50 anni». Questo perché, sottolinea Bocchin, l'Italia continua a «pagare un premio per esporsi alle durate finanziarie più lunghe dati i livelli elevati di debito pubblico e deficit».

Azimut gestisce un fondo (Az F.1 Bd Patriot A-Az Fund) che punta «per il 60% su titoli di Stato italiani a lunghissima scadenza, dove di solito l'utente medio non va» e si pone l'obiettivo di massimizzare l'opportunità rappresentata dai titoli di Stato del Paese ma con un paracadute rispetto al rischio-Italia» rappresentato da protezioni tramite derivati sulle scadenze brevi a dalla scelta di titoli a basso prezzo. La restante parte è composta principalmente «dalle eccellenze italiane del mondo del credito».

Affari da retail. Entrando nel dettaglio, Skipper Informatica ha elaborato per *Milano Finanza* un elenco di obbligazioni a tasso fisso, sia governative sia societarie, denominate in euro e quotate sui mercati Mot-EuroMot-Eurotlx che hanno un rendimento annuo lordo a scadenza superiore al 5%. Togliendo l'eccezione Argentina, che con due bond in scadenza nel 2029 e nel 2030 frutta rispettivamente un rendimento del 44% e del 39%, e le obbligazioni ormai prossime alla sca-

denza, spicca il bond di Carrao novembre 2028 che propone un rendimento effettivo lordo annuo del 6,07%. Molte occasioni si presentano con obbligazioni della Romania, quasi tutte in scadenza tra almeno 10 anni e con un rendimento medio di oltre il 5% lordo. Per chi vuole puntare su un'obbligazione a breve scadenza emessa da un grande nome della finanza mondiale, c'è il bond di Goldman Sachs, che verrà rimborsato tra poco più di un anno e che offre un rendimento del 5,7%. Tra i societari italiani, invece, nell'elenco compaiono un'obbligazione di Telecom in scadenza nel 2033 che offre un rendimento effettivo lordo del 5,4% e un bond di Maire in scadenza nel 2028 con un rendimento del 5,15%. (riproduzione riservata)

UNA SERIE DI BOND RETAIL ACQUISTABILI SUL MERCATO SECONDARIO CON RENDIMENTO LORDO ALMENO DEL 5%

Isin	Descrizione	Scadenza	Prezzo 16/01	Rend. Effettivo* lordo (%)	Rend. Effettivo* netto (%)
XS2200244072	ARGENTINA 09-07-29 0.5% call	09/07/29	36,01	44,04	43,88
XS2177363665	ARGENTINA LG-30 0.125% call	09/07/30	36,23	39,46	39,42
IT0005365819	BCC.PREALPI MZ-24 1.4%	15/03/24	98,86	8,76	8,4
XS1060350326	CEB 24-04-24 1.75%	24/04/24	98,762	6,4	6,19
IT0006756438	CARRARO 06-11-28 7.75% call	06/11/28	107,23	6,07	4,1
XS2364200514	ROMANIA 13-04-42 2.875%	13/04/42	65,6	6,03	5,55
IT0006756438	CARRARO 06-11-28 7.75% call	06/11/28	107,45	6,02	4,05
XS2330514899	ROMANIA 14-04-41 2.75%	14/04/41	65,86	5,97	5,52
XS1968706876	ROMANIA 03-04-49 4.625%	03/04/49	83,31	5,91	5,25
XS2109813142	ROMANIA 28-01-50 3.375%	28/01/50	66,96	5,88	5,32
XS1892127470	ROMANIA 11-03-39 4.125%	11/03/39	82,85	5,86	5,27
XS2258400162	ROMANIA 02-12-40 2.625%	02/12/40	65,87	5,86	5,43
XS1768074319	ROMANIA 08-02-38 3.375%	08/02/38	77,2	5,78	5,29
XS1313004928	ROMANIA 29-10-35 3.875%	29/10/35	84,05	5,77	5,23
IT0005365355	CR.FOSSANO 11-03-24 1.4%	11/03/24	99,37	5,77	5,4
XS2689948078	ROMANIA 18-09-33 6.375%	18/09/33	104,57	5,73	4,95
XS2567552034	GOLDMAN 22-02-25 2.9%	22/02/25	97,03	5,72	4,95
XS2717294487	ALERION 12-12-29 6.75% call green	12/12/29	105,24	5,67	3,98
XS2717294487	ALERION 12-12-29 6.75% call green	12/12/29	105,3	5,66	3,96
XS2330503694	ROMANIA 14-04-33 2%	14/04/33	74,3	5,64	5,33
XS2434895806	ROMANIA 07-02-34 3.75%	07/02/34	85,92	5,62	5,1
XS1970549561	ROMANIA 03-04-34 3.5%	03/04/34	84,31	5,55	5,06
XS2109812508	ROMANIA 28-01-32 2%	28/01/32	77,62	5,52	5,23
XS2027596530	ROMANIA 16-07-31 2.124%	16/07/31	79,97	5,45	5,14
XS0161100515	TELECOMFIN GE-33 7.75%	24/01/33	116,36	5,4	3,57
XS2364199757	ROMANIA 13-07-30 1.75%	13/07/30	80,77	5,33	5,08
XS2538441598	ROMANIA 27-09-29 6.625%	27/09/29	106,54	5,25	4,45
XS2178857954	ROMANIA 26-05-30 3.624%	26/05/30	91,68	5,19	4,71
XS2668070662	MAIRETEC 05-10-28 6.5% call opt linked	05/10/28	105,84	5,15	3,48
XS1768067297	ROMANIA 08-02-30 2.5%	08/02/30	86,7	5,1	4,76
IT0005449878	BCC.PIANFEI GN-25 0.5%	10/06/25	94	5,07	4,93
XS2668070662	MAIRETEC 05-10-28 6.5% call opt linked	05/10/28	106,25	5,05	3,39
DE000A2TEDB8	THYSSEN 22-02-24 2.875% call	22/02/24	99,78	5,05	4,34

*Rendimento Effettivo a scadenza

Sono state considerate le obbligazioni a tasso fisso denominate in euro quotate sui mercati Mot-EuroMot-Eurotlx che hanno una quantità media trattata degli ultimi 10 giorni maggiore o uguale a 1.000 e un taglio minimo non superiore a 1.000 euro.

Il rendimento netto non considera la tassazione sul capital gain, che è al 12,5% per i titoli di Stato e al 26% per i titoli corporate.

Fonte: Elaborazione MF-Milano Finanza su dati Skipper Informatica

Withub

TREASURY E BTP: CURVE DEI RENDIMENTI A CONFRONTO



Fonte: Ufficio Studi Gruppo Tecnocasa

Withub

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.



UNA SELEZIONE DI FONDI OBBLIGAZIONARI PER ESPORSI AI BOND SOVRANI E CORPORATE INVESTMENT GRADE

Nome	Isin	Nome società	Perf. a 1 anno	Perf. a 3 anni	Perf. a 5 anni	Commissione (%)
CompAM Active Liquid Strategy B	LU0178938311	Waystone Manag. Comp.	12,07%	5,62%	18,03%	1,1
AZ F.1 Bd Negative Duration A-AZ FUND	LU2168561392	Azimut Investments	6,03%	-	-	1,2
Loomis Sayles Euro Credit R/A	IE00BMDGVF08	Natixis Investment Managers	5,61%	-	-	1
SISF Sust. Gl. Credit Income Short Dur. A	LU1910164679	Schroders	5,52%	-3,30%	-	1
Invesco Environ. Climate Opps Bond E	LU0115143918	Invesco Management	5,23%	4,91%	16,21%	0,9
Lemanik Sicav Active ST Credit Retail A	LU0117369479	Lemanik Asset Management	4,53%	6,20%	8,71%	1,25
DWS Invest Short Duration Income LC	LU2220514363	DWS Investment	4,47%	-1,09%	-	0,74
BNP Paribas Social Bond Clas	LU2355551313	BNP Paribas AM	4,35%	-	-	0,65
GAM Star Credit Opportunities (EUR) Ord	IE00B567SW70	GAM Fund Management	4,20%	-7,79%	3,55%	1,35
Euromobiliare Green 4 Planet A	IT0001366225	Euromobiliare AM Sgr	3,89%	-6,13%	-3,22%	1

PRIMO PIANO

Tutti i fondi considerati fanno parte della categoria Fida Obbligazionari Globali - Corporate e Governativi Investment Grade Performance calcolate sui dati disponibili il 17/01/2024. Classi retail in euro a capitalizzazione dei proventi

Fonte: Fida

Withub

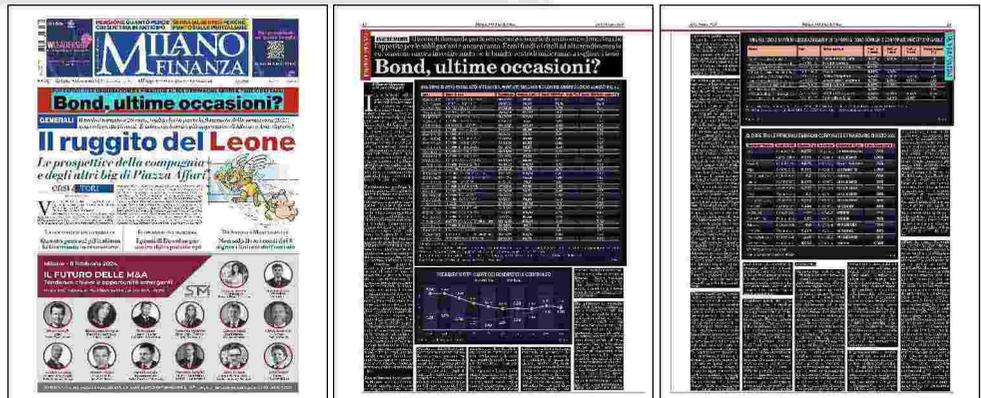
ALCUNE TRA LE PRINCIPALI EMISSIONI CORPORATE E FINANZIARIE DI INIZIO 2024

Nome emittente	Codice ISIN	Cedola (%)	Scadenza	Collateral Type	Amm. Emesso (mln €)
Bper	IT0005579492	8,375	Perpetuo	JR SUBORDINATED	500
Eni	XS2739132897	3,875	01/15/2034	SR UNSECURED	1.000
Banco Bpm	IT0005580136	4,875	01/17/2030	SR NON-PREFERRED	750
Unicredit	IT0005580102	5,375	04/16/2034	SUBORDINATED	1.000
Credit Agricole Italia	IT0005579997	3,5	07/15/2033	COVERED	500
Campari	XS2740429589	2,375	01/17/2029	SR UNSECURED	550
Assicurazioni Generali	XS2747596315	3,547	01/15/2034	SR UNSECURED	750
Terna	XS2748847204	3,5	01/17/2031	SR UNSECURED	850
Assicurazioni Generali	XS2747590896	3,212	01/15/2029	SR UNSECURED	500
Fiber Bidco	XS2748964850	7,894	01/15/2030	SR SECURED	665
Mediobanca	IT0005579807	3,25	11/30/2028	COVERED	750
Credito Emiliano	IT0005579294	3,25	04/18/2029	COVERED	500
Unicredit	IT0005579534	6,5	01/10/2034	SR PREFERRED	100
Fiber Bidco	XS2748965154	7,918	01/15/2030	SR SECURED	665
Credit Agricole Italia	IT0005579328	3,75	01/31/2026	SR UNSECURED	200
Credito Emiliano	IT0005579286	4,635	04/24/2029	COVERED	1.000

Tutti i bond considerati sono in euro

Fonte: Elaborazione MF-Milano Finanza

Withub



Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.