

I bond «etici» fanno bene ai portafogli

Scegliamo società virtuose in tema di Esg che sovraperformano il mercato

Marzia Redaelli

La Fed ha spiazzato gli investitori, Powell ha detto che il taglio di interesse non è il primo di una lunga serie, ma dipende dai dati. Però il mercato ha continuato a comprare bond, a parte la brevissima scadenza. Qual è il vostro scenario macro?

La Fed sta facendo il proprio mestiere: la guerra dei dazi rischia di tagliare le gambe alla crescita e Powell non vuole correre rischi. In uno scenario di incertezza, determinata da un braccio di ferro politico di difficile previsione, meglio accomodare senza però prendere impegni di lungo periodo.

C'è il rischio di una bolla sul mercato obbligazionario?

I mercati obbligazionari in generale sono poco attraenti: a parte gli Stati Uniti (dove i rendimenti sono bassi, ma positivi), in Europa e Giappone ci sono oltre 13 mila miliardi di obbligazioni con rendimenti negativi. Buona parte delle curve dei tassi di interesse viaggia al di sotto dello zero. Una situazione paradossale, figlia di un fenomeno che molti chiamano "repressione finanziaria". In un mondo normale, nessuno presterebbe i soldi a tassi negativi. Ma oggi viviamo in un mondo in cui gli attori pubblici (le banche centrali) hanno optato per i tassi negativi mentre gli attori privati (fondi pensione, assicurazioni, banche commerciali) non sono in grado di fare scelte totalmente razionali: molti acquisti di titoli di Stato sono dettati dalle normative vigenti e non da una pura decisione di investimento.

Ci sono settori più appetibili e meno vulnerabili al rallentamento economico per le emissioni dell'area euro?

In generale, il mercato del credito tende ad andare sotto pressione quando l'economia rallenta, e il rischio di fallimento aumenta e gli spread del credito si allargano: è il momento di preferire i settori meno ciclici e i rating più elevati. Andando in contro-tendenza, abbiamo l'impressione che le banche e le assicurazioni (l'epicentro della crisi del 2008) sopporteranno un rallentamento meglio di quanto credano

gli investitori. Dopo un decennio di aumenti di capitale, di restrizione regolamentare e di ristrutturazione dei bilanci, torneranno a essere un settore relativamente difensivo, come avvenne tra il 2001 e il 2003.

Pensate che la Bce avvierà una nuova manovra espansiva, un Qe2? Quali titoli favorirebbe?

La Bce ha chiaramente registrato i segnali di debolezza dell'economia europea (non solo in Italia ma anche in Germania) e farà il possibile. Il Qe, però, ha dei limiti: è come un farmaco che induce assuefazione e dipendenza, non se ne può fare a meno e si è costretti a somministrarne dosi sempre più elevate. I tassi del Bund già oggi incorporano un moderato ribasso dei tassi ufficiali (che potrebbero scendere da -0,40% a -0,6%) e una ripresa del Qe. Non crediamo che abbiano molte potenzialità di rialzo. Meglio puntare quindi sulle obbligazioni della periferia o sulle emissioni corporate, sulle quali è possibile ottenere uno spread ancora dignitoso. In un contesto di rallentamento economico, varrà comunque la pena di rimanere su emittenti solidi, evitando i rating più bassi.

L'Italia è il Paese che ha il maggior peso nel portafoglio del vostro fondo Euro bond absolute return: il premio ripaga il rischio?

Se escludiamo i titoli di Stato sotto i 3 mesi, utilizzati come investimento di liquidità, l'Italia ha un peso poco superiore al 20% nella no-

stra strategia. Rilevante sì, ma non prioritario. I nomi italiani che abbiamo in portafoglio sono realtà solide, in grado di superare indenni i momenti di tensione legati alla politica o al rallentamento economico: Saipem, Ferrari, Enel e Telecom Italia, oltre ai principali emittenti finanziari come Unicredit, Intesa e Generali.

Qual è l'effetto del giudizio delle agenzie di rating sulle emissioni italiane?

Le agenzie di rating (soprattutto per emittenti di Stato ben conosciuti, come l'Italia) hanno un ruolo eminentemente di garanzia. Nel senso che i rating non sono una previsione, ma riflettono in maniera freddamente contabile la solvibilità del Paese. Siamo assillati dalle agenzie di rating perché da decenni le finanze del nostro Paese sono vicine al voto di insufficienza: un piccolo taglio al ribasso e l'Italia rischia di finire dietro la lavagna, sotto la tripla BBB, insieme ai bond-spazzatura. A quel punto, per il Tesoro diventerebbe molto difficile collocare il debito, perché molti investitori smetterebbero di comprare Btp, o addirittura dovrebbero venderli e la Bce non potrebbe più intervenire in nostro aiuto. Un Paese come il nostro, che colloca tra i 10 e i 20 miliardi di nuovo debito al mese, non può permettersi alcuna bocciatura.

Quali obbligazioni hanno un rendimento atteso più interessante?

Il nostro stile di investimento è bottom-up: studiamo attentamente i singoli emittenti e le singole emissioni. L'analisi che conduciamo è su più livelli; il nostro metodo di lavoro prevede un'attenta analisi delle prospettive di credito (la probabilità che le nostre obbligazioni vengano ripagate), ma anche un'indagine sul profilo Esg degli emittenti (cioè la sostenibilità dell'azienda in tema ambientale, sociale e di buona governance). L'analisi Esg non è solo una moda; in un recente studio condotto in collaborazione con il Politecnico di Milano, abbiamo rilevato che i fattori Esg hanno un impatto anche sulle obbligazioni. Abbiamo appreso su basi scientifiche che le emissioni delle società più virtuose tendono a sovraperformare il mercato e per questo motivo le inseriamo in portafoglio. Esempi di questa metodologia sono l'investimento in Volkswagen (tra le società più convincenti in tema di elettrificazione) o in Intesa Sanpaolo (una delle banche europee a più alto rating Esg).

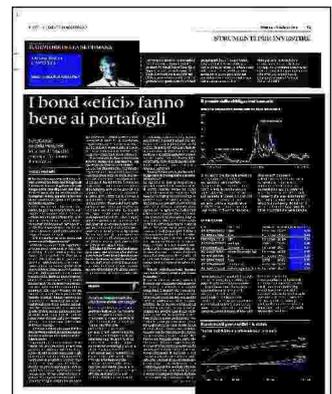
© RIPRODUZIONE RISERVATA

FLASH



Analisi fondamentale alla base delle strategie

Banor Capital è una società di gestione indipendente, fondata da professionisti della finanza che operano in team da oltre 18 anni. È specializzata in strategie "value" (su titoli che promettono una costante generazione di valore) e adotta un approccio fondamentale di selezione degli investimenti. La scelta delle attività finanziarie da inserire in portafoglio avviene attraverso la ricerca e la meticolosa gestione del rischio. La società ha sottoscritto i Pri (Principle for Responsible Investments) e rispetta i temi Esg (Environmental, Social and Governance) per contribuire alla diffusione di una cultura di sostenibilità degli investimenti.



IL GESTORE DELLA SETTIMANA

**FRANCESCO
CASTELLI**

Banor - responsabile reddito fisso



Francesco Castelli è responsabile Fixed Income a Banor Capital e gestore dei fondi Banor Sicav Euro Bond e Aristeia Sicav Enhanced Cash. È entrato nella società nel 2015 e, precedentemente, è stato gestore obbligazionario in primari

gruppi quali Zurich Investments, Sanpaolo IMI e Kairos Partners. Vanta un'esperienza ultradecennale nell'analisi di emittenti bancari e assicurativi, principalmente sui mercati europei, ed è specializzato nell'investimento in titoli

obbligazionari subordinati e capital securities. Castelli ha conseguito una laurea e un master in economia all'Università Bocconi e ha ottenuto la qualifica di Chartered Financial Analyst (Cfa) nel 2003.

Il premio delle obbligazioni bancarie

SPREAD EMISSIONE BANCARIE VS NON BANCARIE



Gli spread di credito delle emissioni obbligazionarie di banche e assicurazioni hanno sofferto in maniera particolarmente acuta nel 2008. Allora, le banche erano al centro della Grande Crisi Finanziaria e gli spread si impennarono oltre i 600 punti base. In situazioni meno estreme (come la recessione del 2001/2003), il comportamento degli emittenti finanziari è invece

diverso: soffrono per il rallentamento economico ma si comportano in maniera relativamente difensiva, con aumenti di spread più contenuti rispetto agli emittenti industriali. Riteniamo che le emissioni senior bancarie possano tornare ad essere un porto sicuro per gli investitori. Il rischio fallimento, oggi, è più alto per i titoli industriali che per le banche.

LE EMISSIONI

ISIN	EMITTENTE	SCADENZA	RICHIAMO	RENDIMENTO (%)
XS1693822634	Abn	Perpetuo	2027	4,20
XS1619422865	Bbva	Perpetuo	2022	4,66
FR0013367612	Edf	Perpetuo	2024	2,04
XS2000719992	Enel Spa	2080	2025	2,25
FR0011896513	Groupama	Perpetuo	2024	2,37
XS1346815787	Intesa Sanpaolo Spa	Perpetuo	2021	4,39
XS1640667116	Rbi	Perpetuo	2022	4,35
XS1219499032	Rwe	2075	2025	2,05
XS1795406658	Telefonica	Perpetuo	2026	2,88
XS1629774230	Volkswagen Intl Fin Nv	Perpetuo	2027	3,09

In un contesto di tassi ultra-bassi o addirittura negativi, le obbligazioni subordinate rappresentano una delle poche nicchie dove ancora si possono trovare rendimenti interessanti. Si tratta di obbligazioni relativamente complesse (meglio quindi affidarsi a un professionista); le scadenze sono lunghe o perpetue ma i titoli vengono generalmente rimborsati

in via anticipata, in corrispondenza delle date di richiamo (call option). L'extra-rendimento percepito dagli investitori è funzione della subordinazione dei titoli e della complessità legale di queste strutture; d'altro canto, gli emittenti sono spesso grandi e ben conosciuti, semplificando il lavoro dell'analista.

Rendimenti governativi - le curve

Tassi dei titoli di Stato alle varie scadenze. In percentuale

