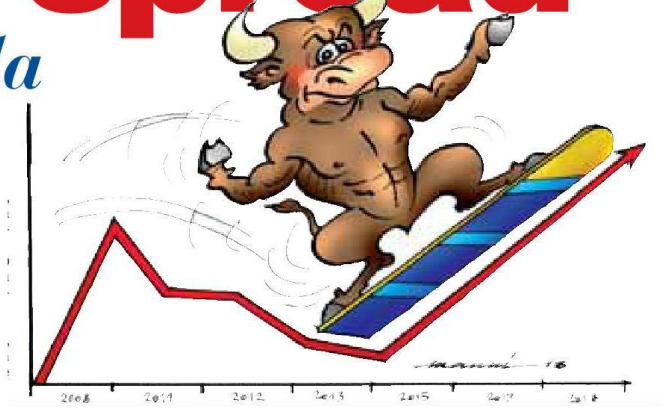
MF MILANO FINANZA

diffusione:48124
tiratura:98033

RIBASSI *Sui mercati torna la diffidenza sulla tenuta dei conti pubblici. Prime vittime i titoli degli istituti bancari. Ma tra bond e azioni ci sono già opportunità da prendere al volo*

Affari da spread

Come approfittare della psicosi da Italexit



MERCATI & POLITICA/2 A Piazza Affari l'aumento del rischio-Italia finora ha colpito soprattutto banche e utility, i cui prezzi in qualche caso ora appaiono interessanti. E la lista delle opportunità non finisce qui

Quanti affari da spread

di **Massimo Brambilla**

L'esito della seconda settimana di passione sulle attività finanziarie italiane, in scia alla soluzione di governo più sgradita agli investitori internazionali perché foriera di grande incertezza su conti pubblici e politica estera, è stato impietoso: il Ftse Mib ha chiuso l'ottava in arretramento, al netto degli stacchi dividendi di lunedì 21, del 2,82% rispetto al -1,07% e al -1,28% registrati rispettivamente dal Dax di Francoforte e dal Cac di Parigi, con le banche di Piazza Affari in discesa di quasi il doppio rispetto all'3,94% accusato dall'indice settoriale dell'Eurozona. La causa si ritrova anche nelle vendite subite dai titoli di Stato, dai Btp ai Cct, il cui prezzo del decennale è arretrato dell'1,95% rispetto al +1,66% di cui ha beneficiato il Bund tedesco, spedendo il differenziale di rendimento fino a 215 punti dai 160 di venerdì 18. Ad agitare le acque sono i pesci voraci a caccia di rendimenti, ovvero gli hedge fund che hanno incrementato la scommessa sull'innalzamento del costo del debito pubblico italiano traendo profitto dalla vendita delle relative obbligazioni fino a livelli mai visti dalla crisi finanziaria.

A questo punto sono in molti a domandarsi quale potrebbe essere il punto di arrivo dell'ondata di vendite sull'Italia. La domanda vale a proposito sia della ricerca di un punto di minimo di ampio respiro, che possa costituire un valido punto di acquisto in un'ottica di investimento, sia di un possibile minimo di breve termine, capace di offrire un buon capital gain nel giro di pochi giorni in caso di rimbalzo, senza poi guardare oltre. In riferimento al breve termine ciò potrebbe avvenire nel caso in cui la lista dei ministri che giureranno al Quirinale, in particolare quello dell'Economia, non fosse particolarmente sgradita agli investitori internazionali e alle istituzioni dell'Eurozona: lo smussamento dell'incertezza farebbe rientrare, attraverso una discesa dello spread Btp-Bund verso 175, una parte dell'avversione al rischio che nelle ultime due settimane ha condotto il differenziale di rendimento fin sopra la soglia di 200 centesimi. In caso contrario sarebbe verosimile aspettarsi un ulteriore allargamento dello spread Btp-Bund, che potrebbe incamminarsi verso quota 250 spingendo nuovamente al ribasso in primo luogo le azioni del comparto finanziario e in seconda battuta le utility, sensibili alla politica e ai tassi di finanziamento. Mentre il lusso, la farmaceutica, la chimica e alcuni valori industriali continuerebbero ad avere le carte in regola per dribblarla più agevolmente.

Banche. L'indice Ftse Banks Italia è stato progressivamente spinto nella settimana appena conclusa sul minimo registrato da luglio 2017 a oggi, segnato il 3 gennaio a quota 10.803 nell'ambito di un andamento sostanzialmente laterale mantenuto in questi ultimi 13 mesi. Lo stesso movimento risulta molto più netto nel caso di **Unicredit**, in questa fase il titolo bancario più interessante da cavalcare, evidenziando una base tra 16 e 15,5 euro. Nel primo pomeriggio di venerdì 25 si sono potuti osservare i primi acquisti di ordine speculativo che puntano su una nuova tenuta di questo importante livello di sostegno dei prezzi, dal quale nell'ultimo anno è sempre partito un vigoroso rimbalzo del comparto fino alla soglia di 12.000 punti dell'indice settoriale, ovvero una reazione nell'ordine del 10% registrata nell'arco di una manciata di sedute o al massimo di un paio di settimane. Per Unicredit il rimbalzo porterebbe le quotazioni

CONFRONTO DECENNALI
Per Paese - Rendimento %

Svizzera (Chf)	-0,002
Giappone (Jpy)	0,035
Germania (Eur)	0,509
Olanda (Eur)	0,668
Austria (Eur)	0,759
Francia (Eur)	0,802
Bulgaria (Bgn)	0,843
Belgio (Eur)	0,857
Lituania (Eur)	0,997
Irlanda (Eur)	0,998
Taiwan (Twd)	1,014
Slovenia (Eur)	1,068
Spagna (Eur)	1,418
Regno Unito (Gbp)	1,450
Portogallo (Eur)	1,920
Hong Kong (Hkd)	2,221
Italia (Eur)	2,386
Singapore (Sgd)	2,605
Thailandia (Thb)	2,693
Sud Corea (Krw)	2,741
Stati Uniti (Usd)	3,025
Ungheria (Huf)	3,102
Polonia (Pln)	3,200
Cina (Cny)	3,640
Malesia (Myr)	4,189
Grecia (Eur)	4,313
Cile (Clp)	4,788
Filippine (Php)	6,283
Colombia (Cop)	6,616
Russia (Rub)	7,310

Fonte: Marzotto sim

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

La proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato

MF MILANO FINANZA

diffusione:48124
tiratura:98033

prima sull'ostacolo tra 16,5 e 16,7 euro che, se varcato, ne spingerebbe ulteriormente il prezzo fino alla successiva resistenza in area 17-17,3 euro. Questo potenziale rimbalzo di breve termine eventualmente attribuibile alle banche è oggi pesantemente bilanciato da un analogo spazio ribassista che prenderebbe vita nel caso in cui il Ftse Banks Italia abbandonasse la base di sostegno a quota 10.800, che corrisponde al livello di 15,5 euro di Unicredit, aprendo spazi di discesa anche rapida fino a 10.300 punti (-4,5%) o perfino 9.900 punti dell'indice (-8%). Per Unicredit la conferma della volontà di estensione della discesa arriverebbe sotto 15 euro, con obiettivo la chiusura del gap a 13 euro risalente al 24 aprile 2017. Il fatto che il Ftse Banks Italia sia sceso sotto quota 9.900 nelle due settimane centrali dell'aprile 2017, quando lo spread è salito sopra il livello di 200, indica come sia concreto lo scenario di ulteriore ribasso delle banche, anche se nel frattempo il sistema bancario italiano è diventato un po' più solido in termini di npl e di esposizione ai titoli di Stato domestici. Tuttavia non si può fare a meno di notare che l'indice Eurtostoxx Banks è già approdato sui minimi di aprile 2017, spianando la strada a un movimento analogo da parte dell'indice settoriale italiano.

Utility. Questi titoli soffrono gli allargamenti dello spread Btp-Bund e l'incertezza politica, tant'è che in questo mese hanno nuovamente lasciato sul terreno, come a inizio anno, quasi il 50% dei lauti guadagni spuntati nel 2017. In realtà le prese di beneficio erano già partite nella prima parte di maggio e le vendite più recenti possono aver creato una prima occasione di acquisto su **Enel**: nella seduta di venerdì 25 il prezzo è caduto sui minimi dell'anno a quota 4,65-4,60, attivando istantaneamente gli acquisti che lo hanno riportato a 4,748 euro. In questo caso la speculazione avrebbe come primo obiettivo rialzista l'area attorno a quota 4,9 e poi un successivo obiettivo che sfiora 5 euro, mentre il target più ambizioso si estende tra 5,11 e 5,20 euro. Anche in questo caso è però doveroso ricordare che Enel valeva 4,3 euro con lo spread Btp-Bund sopra quota 200 nell'aprile del 2017, perciò non si può escludere, nello scenario peggiore, una puntata verso il basso fino all'area 4,5-4,4 euro.

Petrolio. Nonostante il barile mantenga intatto il trend rialzista, i colloqui avvenuti in settimana tra Arabia Saudita e Russia in vista del vertice Opec del 22 giugno circa un possibile ritiro progressivo dei tagli alla produzione sono in grado di innescare una pausa nell'avanzamento dei prezzi, nonostante la minor produzione venezuelana e il rischio di sanzioni produttive all'Iran. In quest'ottica **Eni** sarebbe interessante in due passaggi: la prima a quota 15 euro, dove è attesa dalla speculazione, e la seconda tra 14,8 e 14,6 euro.

Gli outsider. Appartengono a questa categoria i titoli di Piazza Affari che anche in questa settimana hanno saputo attrarre la domanda in netta controtendenza. Al primo posto **Moncler**, avanzata venerdì 25 del 3,78%. **Luxottica** è l'altro titolo del lusso in evidente progressione controcorrente e prossima al test con i massimi del 2017 a quota 55,5 euro. Anche **Recordati** ha saputo mettersi recentemente in evidenza, confermando la riconquista dell'importante ostacolo a 32 euro. **Campari**, e poi **StM** e **Buzzi Unicem**, sono i restanti titoli del Ftse Mib da seguire con attenzione, poiché la forza relativa del periodo li rende capaci di esprimersi anche in controtendenza. Al di fuori del paniere principale **Diasorin** ha inaugurato nuovi record storici proprio nella seduta di venerdì 25, mentre la correzione di **Amplifon** potrebbe essere sfruttata in caso di ulteriori scivolate fino a quota 14,7-14,5 euro. (riproduzione riservata)

(segue da pag. 8)

tinuerebbe a scendere», si legge nello studio. Per il 2019 bisogna tener conto del fatto che non ci sarà più il Qe della Bce e ci potrà essere anche un rialzo dei tassi da metà anno. Il costo del funding è quindi destinato a salire.

Certo gli investitori devono fare i conti con una crescente volatilità. «Gli investitori continueranno a seguire attentamente gli sviluppi del governo, pronti a rivedere le proprie posizioni qualora ci siano segnali anti-europeisti», sottolinea Luca Rescigno dell'ufficio studi di Marzotto Sim. «Pertanto è probabile che nei prossimi mesi il mercato dei titoli di Stato italiani resti molto volatile, non consentendo a investitori conservativi di prendere posizione. Il livello dei tassi d'interesse italiani resta comunque interessante e potrebbe costituire un'opportunità d'ingresso graduale per investitori più propensi al rischio che necessitano di investire la liquidità». Un'occasione di trandig che può essere sfruttata, considerando anche che «il Btp è in genere il più liquido rispetto agli altri titoli periferici», osserva Pascali, Il quale tutto sommato ritiene che «la reazione degli investitori a questo nuovo governo e ai rischi del suo piano economico non siano stati così allarmanti. L'Italia offre alcuni dei più alti rendimenti dei titoli di Stato europei nella sfera investment-grade, il 2,4% nelle scadenze a 10 anni. Ciò si confronta con il debito portoghese e spagnolo che sono intorno all'1,7% e all'1,3%. Le ragioni per cui non abbiamo visto il panico», nota Pascali, «sono da ricercare nel programma di acquisti della Bce e nella proprietà straniera relativamente bassa della carta sovrana italiana. Il terzo motivo riguarda la scadenza media, insolitamente lunga dei titoli di Stato italiani. Inoltre i rendimenti del Btp sono relativamente elevati in un mondo ancora ampiamente a tasso zero. Infine si pensa che questo nuovo governo non cerchi un confronto aspro con l'Ue sulle regole fiscali, e che la retorica alle udienze o persino durante i colloqui di coalizione possa essere attenuata dall'influente presidente della Repubblica italiano», conclude Pascali.

Dal canto suo Tendercapital suggerisce agli investitori più cauti di «conservare un'esposizione al rischio tasso limitata preferendo nel segmento governativo strumenti con duration contenuta e non superiore a 4-6 anni, per evitare la potenziale erosione del valore in conto capitale in uno scenario di risalita delle curve dei tassi di interesse», spiega Andrea Rossetti, senior financial analyst di Tendercapital. In alternativa «è possibile optare per strumenti difensivi quali titoli governativi indicizzati al tasso di inflazione. Nonostante un rendimento prospettico inferiore al momento dell'acquisto l'indicizzazione delle cedole e del conto capitale a un determinato tasso di inflazione protegge l'investitore dal rischio di perdita di potere d'acquisto dell'investimento effettuato. Sia le cedole sia l'ammontare in conto capitale che verrà rimborsato a scadenza vengono infatti, aggiustati per il fattore inflazione». Ad esem-

La proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato

MF MILANO FINANZA

diffusione:48124
tiratura:98033

pio, il rendimento dello 0,3% del Btp indicizzato all'inflazione italiana con scadenza maggio 2023 che Tenedercapital ha inserito nel basket elaborato per *MF-Milano Finanza* (*si veda tabella*) va paragonato al rendimento del titolo di pari scadenza non indicizzato all'inflazione, pari a circa 1,20%.

«L'investitore avrà un beneficio dall'investimento se il tasso di inflazione che intercorrerà fino al momento del rimborso sarà superiore rispetto al differenziale dei rendimenti dei due strumenti, lo 0,90% circa», sottolinea ancora l'analista.

Intanto le tensioni sui titoli di Stato hanno anche un impatto sull'obbligazionario corporate. «Sul mercato dei corporate bond domestici praticamente tutti i settori sono stati impattati da un consistente allargamento dei credit spread», sottolinea il Monitor sul reddito fisso di Equita. «In particolare, nell'ambito dei titoli finanziari tutti i principali emittenti hanno registrato spread in rialzo, sia sui senior che sui subordinati». Il report ricorda che a essere maggiormente coinvolti sono stati naturalmente gli emittenti sub investment grade e not rated. Equita aggiunge: «Sul fronte dei corporate non-financial l'allargamento dei credit spread è stata meno importante, anche in considerazione del fatto che i titoli investment grade continuano a beneficiare del programma di acquisti della Bce almeno fino a settembre di quest'anno».
In tema di bond societari Tendercapital ha selezionato le obbligazioni Tecnimont, Cellnex, Rexel e Petroleos Mexicanos che «presentano rapporti rischio-rendimento interessanti; pur presentando cedole a tasso fisso si caratterizzano per duration comprese tra 4-6 anni. Il rafforzamento di tali realtà potrebbe portare a un miglioramento del merito di credito con una contestuale diminuzione del premio al rischio richiesto dagli investitori. In un'ottica di ampia diversificazione di portafoglio e di generazione di flusso cedolare», aggiunge Rossetti, «può risultare propizio l'inserimento di strumenti a tasso misto come Bayer 2075 e Evonik 2077. Questo poiché la realtà macroeconomica sottostante continua a mostrare segnali moderatamente positivi indicando una continuazione di crescita economica sostenuta, seppur in rallentamento rispetto al 2017».
Questi titoli presentano una cedola fissa in un orizzonte temporale predeterminato oltre il quale essa diviene variabile in funzione dell'andamento del tasso swap a 5 o 7 anni. «Le caratteristiche di breve duration e di cedola prospettica variabile ad oggi risultano appetibili alternative a una sfera corporate e governativa dell'area euro rappresentata da rendimenti estremamente compressi. La caratteristica di subordinazione e di perpetuità nella quasi totalità dei casi li rende però adatti per investitori con un profilo di rischio medio-elevato», conclude Rossetti.

Anche tra molti gestori internazionali sembra prevalere un approccio attendista. «Nel nostro posizionamento obbligazionario sull'Italia rimaniamo neutrali», dice Adrian Hilton, responsabile tassi e valute di Columbia Threadneedle Investments. «Il recente aumento dello spread è comprensibile e probabilmente proseguirà finché la politica diventerà più ortodossa e prevedibile. Ma l'Italia beneficia di una migliore situazione finanziaria corrente e di una molto minore partecipazione estera al proprio debito pubblico, il che la rende meno vulnerabile alla fuga di capitali rispetto alla crisi del 2012. Rimaniamo comunque meno convinti, per il momento, che esista un rischio esistenziale per l'Eurozona stessa, soprattutto nel momento in cui i controlli costituzionali impedirebbero un'uscita italiana dall'euro anche se l'opinione pubblica ne fosse favorevole».
(riproduzione riservata)

UNA SELEZIONE DI OBBLIGAZIONI A PORTATA DI INVESTITORE RETAIL

Nome	Codice isin	Paese	Scadenza	Call	Cedola	Ultimo prezzo	Rendim. a scadenza	Taglio minimo (€)	Tipo di cedola
Maire Tecnimont Spa	XS1800025022 corp	Italia	30/04/2024	30/04/2021	2,625%	99,754	2,60%	1.000	Fissa
Rexel Sa	xs1716833352 corp	Francia	15/06/2025	15/12/2020	2,125%	96,322	2,56%	100.000	Fissa
Petroleos Mexicanos	XS1824425349 corp	Messico	24/11/2022	-	2,500%	99,765	2,53%	100.000	Fissa
Cellnex Telecom Sa	XS1468525057 corp	Spagna	16/01/2024	16/10/2023	2,375%	100,373	2,25%	100.000	Fissa
Bayer Ag	DE000A14J611 corp	Germania	02/04/2075	02/10/2022	2,375%	101,517	1,93%	1.000	Variabile
Evonik Industries Ag	DE000A2GSFF1 corp	Germania	07/07/2077	07/11/2022	2,125%	100,707	1,87%	1.000	Variabile
UnipolSai Spa	XS0173649798 corp	Italia	28/07/2023	28/07/2018	2,172%	99,765	0,72%	1.000	Variabile
Deutsche Telekom	XS1382792197 corp	Germania	03/04/2023	-	0,625%	99,664	0,67%	1.000	Fissa
Volkswagen Fin. Ser.	xs1216647716 corp	Germania	14/10/2021	-	0,750%	101,192	0,37%	1.000	Fissa
Btp	IT0005253676 corp	Italia	22/05/2023	-	0,450%	100,279	0,35%	1.000	Legata all'inflazione

Fonte: Tendercapital

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

La proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato

MF MILANO FINANZA

diffusione:48124
tiratura:98033

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

La proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato