



**Barack
Obama**
STATI UNITI

PRESIDENTE ELETTO



**Henry
Paulson**
STATI UNITI

RESPONSABILE DEL TESORO
USCENTE, AUTORE DEL PIANO
DI SALVATAGGIO DELLE BANCHE

E' IL MOMENTO DI INVESTIRE NELLE BANCHE

Penalizzate per la crisi dei mutui e del credito, le emissioni bancarie oggi offrono rendimenti molto più interessanti dei titoli di Stato. Si può scegliere tra emittenti americane ed europee. Considerando diversificazione e rischio

■ di Angelo Drusiani

Se esistesse veramente la macchina del tempo e potesse riportarci a qualche mese fa, a fine giugno scorso o prima ancora, l'ipotesi che il settore pubblico sarebbe intervenuto sul mercato finanziario con l'obiettivo di supportare una parte importante del settore bancario ci sarebbe sembrata una boutade, una proposta indecente, neppure lontanamente percorribile. Basta avanzare le lancette del tempo stesso e posizionarsi ad ottobre scorso, perché quell'ipotesi incredibile trovi riscontro nella realtà. Il Tesoro del Regno Unito, prima di ogni altro, sperimentò la situazione, nel corso dell'anno passato, quando intervenne in aiuto di Northern Rock, banca palesemente a corto di liquidità. A seguire, il Tesoro degli Stati Uniti, quello tedesco, nuovamente quello d'oltre Manica e quelli del Benelux, accomunati da

un'unica strategia: l'entrata nei capitali di banche in difficoltà. Non si è giunti ad alcuna forma di nazionalizzazione, ma un contributo importante alla salvaguardia di importanti banche è arrivato dal comparto pubblico.

GARANZIE PUBBLICHE

L'offerta di garanzia di solvibilità delle banche internazionali ha portato serenità tra gli investitori, anche se il livello di fiducia non è tornato ai valori tradizionali. Le vicende del settore bancario hanno colpito non solo i risparmiatori classici, i Bot people, ma gli stessi investitori più sofisticati, oltre che gli operatori dei mercati finanziari. L'ampiezza della crisi non era facilmente prevedibile e, forse, era pure difficile ipotizzare che tanti istituti di credito sarebbero stati coinvolti da venditori abili e convincenti: la presenza nei portafogli di proprietà di strumenti molto complessi ne è la testimonianza più diretta. Nello scorso autunno, i mercati hanno temuto il peggio, dopo il fallimento della banca d'affari americana Lehman Brothers, perché altre realtà si trovavano in condizioni particolarmente a rischio. Il Tesoro degli Stati Uniti, di concerto con la Banca Centrale, la Federal Reserve, era già intervenuta direttamente sulle due maggiori aziende stipularie di mutui, la Fannie Mae e la Freddie Mac, e sulla più grande assicurazione del globo, la AIG. Tutte le realtà erano a corto di liquidità e necessitavano di finanziamenti in tempi brevissimi. La Banca Centrale e il Tesoro americano, come quelli degli altri Paesi che hanno adottato una simile politica d'intervento, si sono riproposti di

vendere fra pochi anni le quote di capitale acquistate, a prezzi sensibilmente superiori a quelli attuali, poiché ambedue ritengono che l'economia tornerà a sorridere. In quest'ottica, tornerà a sorridere anche il mercato obbligazionario, in particolare il comparto dedicato alle emissioni bancarie, le più numerose e, al tempo stesso, fra le più penalizzate, nel corso di questo difficile anno. Le proposte di banche italiane non si trovano in abbondanza sul mercato secondario, perché molti prestiti sono stati collocati per importi modesti, destinati alla clientela interna, e, di conseguenza, poco adatti all'attività di scambio. Una parte consistente delle obbligazioni presenti comunque sul mercato sono accomunate da una caratteristica particolare, la presenza di un flusso cedolare indicizzato al tasso Euribor trimestrale, soluzione molto interessante quando i rendimenti appaiono destinati a salire, ma sicuramente meno, nel caso opposto. Le proposte delle banche internazionali sono largamente presenti sul mercato secondario, in virtù di una maggiore capitalizzazione delle banche stesse e, soprattutto, di una più capillare penetrazione presso i grandi investitori internazionali. Lo sbilancio a favore delle banche internazionali, nei confronti di quelle interne, è molto forte e difficilmente si assisterà ad un riequilibrio, nel corso dei prossimi anni.

ALTI RENDIMENTI

È abbastanza probabile che la difficoltà con cui le banche offrono credito, anche nei confronti di società dello stesso settore, le porterà a saggia- re con una frequenza crescente il mercato primario delle obbligazioni, con proposte a rendimenti di livello medio alto. Giocoforza, molte banche si troveranno a dover offrire rendimenti alti, ben superiori a quelli proposti dagli emittenti pubblici, per poter attrarre i capitali degli investitori. Questi ultimi, in particolare i risparmiatori tradizionali, non potranno non dedicare una quota del loro portafoglio a questa tipologia di strumenti. La redditività teorica che propongono è interessante, anche

Ma quanto rendono le banche Usa!

ISIN	TITOLI	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING	PREZZO 21-11-2008	REND. LORDO
XS0358344942	MORGAN STANLEY *	6,50	15-04-11	A+	90,41	11,28
XS0359384947	INTESA SAN PAOLO *	5,00	28-04-11	AA-	100,38	4,82
DE000DB5S501	DEUTSCHE BANK *	4,875	24-09-12	AA-	101,55	4,42
XS0327156138	BANCA MONTE PASCHI SIENA *	5,00	25-10-12	A	100,48	4,86
XS0159590610	BNP PARIBAS	5,25	17-12-12	AA	101,52	4,83
XS0345983638	UNICREDIT *	4,875	12-02-13	A+	100,81	4,66
XS0354858564	CITIGROUP *	6,40	27-03-13	AA-	92,21	8,61
XS0381268068	CREDIT SUISSE *	6,125	05-08-13	AA-	102,40	5,52
XS0177573937	MERRILL LYNCH	4,625	02-10-13	A	83,37	9,00
XS0184927761	GOLDMAN SACHS	4,75	28-01-14	AA-	83,24	8,93
XS0230182338	ABN AMRO *	3,25	21-09-15	AAA	92,95	4,47

Una selezione delle obbligazioni di emittenti bancarie più solide e remunerative.

La scala del Rating

S&P			MOODY'S			QUALITÀ DELL'EMITTENTE		
Investment Grade Superiore								
AAA	AAA	EMITTENTE CON GRADO DI AFFIDABILITÀ MASSIMA						
AA+	AA1	EMITTENTE CON GRADO DI AFFIDABILITÀ ELEVATO						
AA	AA2							
AA-	AA3							
A+	A1	EMITTENTE CON BUONA CAPACITÀ COMPLESSIVA						
A	A2	DI FAR FRONTE AGLI IMPEGNI CONTRATTI						
A-	A3							
Investment Grade Inferiore								
BBB+	BAA1	EMITTENTE CON ADEGUATA CAPACITÀ DI ADEMPIERE						
BBB	BAA2	AI PROPRI IMPEGNI DEBITORI						
BBB-	BAA3							
Non Investment Grade								
BB+	BA1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE						
BB	BA2	AI PROPRI IMPEGNI È MINORE DEGLI INVESTMENT GRADE						
BB-	BA3							
Non Investment Grade Inferiore								
B+	B1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE						
B	B2	AI PROPRI IMPEGNI È GIUDICATA INFERIORE						
B-	B3							
CCC+	CAA	EMITTENTE CON ELEVATA PROBABILITÀ						
CCC	CAA	DI MANCATO RIMBORSO DELLE OBBLIGAZIONI						
CCC-								
CC	CA	NESSUN INTERESSE O CEDOLA VIENE PAGATO						
C	C	EMITTENTE IN STATO DI FALLIMENTO						

//
... le
**emissioni
bancarie,
le più
numerose
e fra le più
penalizzate
nel corso
di questo
difficile
anno** //

Capire lettere e numeri

NELLA TABELLA: LA SCALA DEL RATING, OVVERO LE VALUTAZIONI CON LE QUALI LE AGENZIE SPECIALIZZATE MISURANO L'AFFIDABILITÀ DI CHI EMETTE OBBLIGAZIONI, E UNA SERIE DI TITOLI DI DIVERSI RATING E SCADENZE CONSIGLIATI PER QUESTO MESE. QUI SOTTO, LE NOTE ESPLICATIVE

- | | |
|---------------------------------------|-----------------------------------|
| ■1) ENTE SOVRANAZIONALE | TELECOMUNICAZIONI FRANCESE |
| ■2) BANCA COMMERCIALE AUSTRIACA | ■14) SOCIETÀ TELEFONICA DANESE |
| ■3) SOCIETÀ PETROLIFERA FRANCESE | QUOTA MINIMA 50MILA EURO |
| ■4) SOCIETÀ PETROLIFERA ITALIANA | CEDOLA INDICIZZATA EURIBOR |
| QUOTA MINIMA 50MILA EURO | 3 MESI + 5,50. |
| ■5) SOCIETÀ AUTOMOBILISTICA TEDESCA | POSSIBILITÀ CONTINUA DI RIMBORSO, |
| ■6) SOCIETÀ ALIMENTARE FRANCESE | ESERCITABILE CON PREAVVISO |
| ■7) SOCIETÀ AUTOMOBILISTICA TEDESCA | 30 GIORNI |
| ■8) SOCIETÀ TELEFONICA TEDESCA | ■15) SOCIETÀ FINANZIARIA AZIENDA |
| ■9) SOCIETÀ PETROLIFERA SPAGNOLA | AUTOMOBILISTICA AMERICANA |
| ■10) SOCIETÀ AUTOMOBILISTICA ITALIANA | QUOTA MINIMA 50MILA EURO |
| ■11) EMITTENTE PUBBLICO | ■16) SOCIETÀ FINANZIARIA AZIENDA |
| ■12) SOCIETÀ MEDICALE AMERICANA | AUTOMOBILISTICA AMERICANA |
| ■13) SOCIETÀ PRODUTTRICE IMPIANTI | |

DICEMBRE: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 21-11-2008	REND LORDO	ANNOTAZIONI
XS0249816579	BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIM.	3,625	15-10-11	AAA	101,53	3,08	1
XS0124750471	BANK AUSTRIA	5,75	22-02-13	AA+	103,56	4,80	2
XS0267045291	TOTAL CAPITAL	3,875	06-09-11	AA	101,09	3,45	3
XS0331141332	ENI	4,75	14-11-17	AA-	96,17	5,30	4
XS0282510170	BMW FINANCE	4,25	22-01-14	A+	86,54	7,49	5
XS0167864544	CARREFOUR	4,375	15-06-11	A	99,33	4,65	6
XS0202043039	DAIMLER NORTH AMERICA	4,25	04-10-11	A-	94,15	6,56	7
XS0210318795	DEUTSCHE TELEKOM	4,00	19-01-15	BBB +	92,55	5,46	8
XS0202649934	REPSOL FINANCE	4,625	08-10-14	BBB	88,18	7,16	9
XS0253995368	FIAT FINANCE & TRADE	5,625	15-11-11	BBB-	74,86	16,70	10
XS0147466501	ROMANIA	8,50	08-05-12	BB+	90,55	11,96	11
XS0134398188	FRESENIUS MEDICAL	7,375	15-06-11	BB	99,04	7,79	12
FR0010070805	ALCATEL	6,375	07-04-14	BB-	68,80	15,20	13
XS0252440010	NORDIC TELECOM	10,463	01-05-16	B+	75,14	11,16	14
XS0299967413	FORD CREDIT EUROPE	7,125	15-01-13	B	61,00	22,55	15
XS0177329603	GENERAL MOTORS ACCAPTANCE	5,75	27-09-10	B-	44,00	67,12	16

NB

Quota minima sottoscrivibile 50mila euro: titoli adatti a portafogli con importo di almeno 2milioni di euro

Alessandro Profumo

UNICREDIT

AMMINISTRATORE DELEGATO



Corrado Passera

INTESA SANPAOLO

AMMINISTRATORE DELEGATO

se lontana da quanto si potrebbe ottenere, acquistando obbligazioni del comparto automobilistico. Assegnando una percentuale del portafoglio a questi prodotti, si può costituire una base di rendimento che possa contribuire ad innalzare quello molto modesto proposto dalle emissioni pubbliche, che, a fronte di un'offerta tanto contenuta, in termini di redditività, si candidano quale porto sicuro nel quale ormeggiare i propri risparmi. Fra le emissioni presenti sul mercato obbligazionario che offrono una cedola fissa, la maggior parte è di estrazione non italiana e s'adatta ad una clientela che disponga di capitali importanti, perché la quota minima sottoscrivibile è pari a 50mila euro. Questa limitazione, che solitamente tende ad escludere una quota importante di investitori, rappresenta, in una situazione di forte incertezza, un'indicazione di attenzione che non deve essere trascurata.

Anche se la presenza del settore pubblico potrebbe offrire ottime garanzie a chi acquista obbligazioni bancarie, un richiamo ad essere comunque prudenti è un invito da seguire. A prescindere dalla durata dei prestiti bancari, la maggiorazione di rendimento nei confronti degli analoghi titoli pubblici arriva ad essere di livello abbastanza alto, nel caso di banche considerate più in difficoltà. Al momento, sono le banche con sede negli Stati Uniti ad offrire i rendimenti più alti, perché, naturalmente, è in quel paese che la crisi del settore bancario ha preso l'avvio. I nominativi sono tra i più noti, quali Morgan Stanley, Goldman Sachs, Merrill Lynch, Citigroup, ma anche in Europa la presenza è di rilievo, ABN Amro, BNP Paribas, Credit Suisse, Deutsche Bank, mentre quella italiana potrebbe essere più ampia, ma è opportuno scegliere emissioni collocate per importi rilevanti, al fine di poter contare su scambi abbastanza intensi sul mercato secondario. È per questa ragione che sono presenti solo Intesa SanPaolo, Banca Monte dei Paschi di Siena e Unicredit, ma il mondo delle Banche Popolari è largamente attivo sul mercato obbligazionario, anche se, spesso, le quantità in circolazione non è rilevante. La

politica di gestione da porre in atto dovrebbe dar corpo ad una diversificazione che consenta di immettere in portafoglio più debitori, ma anche scadenze tra di loro differenti. La maggior durata si ferma a sette anni circa, ma si può optare anche per rimborsi più ravvicinati, a soli tre anni circa. In questo arco temporale, il mercato obbligazionario propone un discreto numero di prestiti, con quotazioni quasi tutte inferiori al valore nominale, 100.

QUANTE IN PORTAFOGLIO

Se il risparmiatore dispone di una propensione al rischio elevata, il peso da destinare a questa tipologia di strumenti potrebbe attestarsi al 20% del portafoglio, considerando questo valore come limite massimo. La durata da preferire è la quinquennale, perché espone al rischio tassi in misura relativamente contenuta. Se la propensione al rischio è media, la percentuale dovrebbe quasi dimezzarsi, attestandosi al 12,50%, mentre se è bassa la quota massima non dovrebbe superare il 5%. Immettere solo titoli italiani potrebbe risultare controproducente, sia perché il rendimento che offrono è abbastanza modesto, sia perché si concentrerebbe il rischio su un solo paese, mentre deve essere la diversificazione a guidare le scelte degli investitori. All'interno del portafoglio sarebbe opportuno evitare, per la stessa ragione, la presenza di soli titoli americani, perché propongono rendimenti teorici molto alti. La scelta più ragionevole e meno aggressiva sarebbe la suddivisione per aree, attribuendo la quota più elevata alle emissioni che più s'adattano al DNA dell'investitore. Naturalmente, prevarranno i titoli americani, per propensione al rischio alta, e quelli italiani, nel caso opposto.

All'investitore spetterà il compito di monitorare con molta attenzione non solo l'andamento dei prezzi di mercato, ma, soprattutto, come evolve la situazione del comparto bancario, non dimenticando che le quotazioni dei prestiti sono più condizionate dalle difficoltà dei singoli emittenti che dalle attese sul futuro dei tassi d'interesse. ■

E ORA CON WEBANK È ONLINE IL MERCATO OTC



Andrea Cardamone
WEBANK
AMMINISTRATORE DELEGATO



Due schermate tratte dal sito di Webank e relative alla compravendita di obbligazioni OTC. Il cliente è in grado di effettuare una ricerca dettagliata per individuare i titoli con le caratteristiche desiderate.

Disponibili per gli investitori 1.800 obbligazioni scambiate tra le banche al di fuori dei mercati di Borsa. Vengono selezionate in base al grado di affidabilità, alle valute di emissione e alla liquidità

Dopo essere state evitate per anni dagli investitori nella fase Toro dei mercati azionari e immobiliari, le obbligazioni stanno finalmente tornando alla ribalta ora che le economie di tutto il mondo vacillano e gli investitori tendono ad evitare gli asset più rischiosi. Sui titoli di Stato e sui corporate bond con un buon grado di affidabilità la visione degli analisti internazionali è nuovamente positiva per i prossimi mesi. In alcuni casi estremamente positiva. Per esempio M&G, storica e autorevole casa di investimento britannica, è fortemente rialzista (vedere riquadro a pagina 027). L'alleggerirsi dell'inflazione e i tagli dei tassi di interesse fanno prevedere rendimenti elevati per le obbligazioni corporate investment grade

nei prossimi 18 mesi. Proprio all'inizio della fase di ripresa del mercato obbligazionario Webank, la banca online del gruppo Banca Popolare di Milano, ha offerto ai propri clienti - prima sul mercato - la possibilità di comprare e vendere obbligazioni OTC.

FUORI MERCATO

La sigla sta per Over the Counter, espressione anglosassone che definisce gli scambi di titoli che avvengono al di fuori dei mercati regolamentati, quelli gestiti e organizzati da singole istituzioni pubbliche o private come è il caso delle Borse. Letteralmente "over the counter" significa "sul bancone", e all'origine si riferiva agli scambi di titoli non quotati che avvenivano nei bar in-

I criteri di selezione

- Il paniere è selezionato sulla base di criteri oggettivi



- Al paniere vanno aggiunte:
 - le obbligazioni BPM già emesse
 - le nuove emissioni sul primario collocate da Webank

Solo valuta CHF, EUR, GBP, USD

Rating Moody's "Investment Grade"

Liquidità circolante ≥ 500 milioni

Taglio minimo ≤ 1000

No collocamento privato

Quotazione a corso secco

Art. 100-bis legge 262

No con warrant

No convertibili

No perpetual

No "callable" o "putable"

No a rimborso ammortato

Nello schema i criteri oggettivi in base ai quali viene fatta la selezione delle obbligazioni proposte sul mercato OTC online di Webank.

“ I prezzi sono determinati dalla negoziazione diretta tra gli operatori, non esistono quotazioni ufficiali ma solo indicative, i tempi di esecuzione non sono paragonabili per velocità a quelli di una Borsa, ma si tratta di un mercato liquidissimo e interessante ”

torno alle Borse, sui banconi appunto. Quelle compravendite, agli albori dei mercati finanziari, erano comprensibilmente molto rischiose. Oggi OTC significa contrattazioni che avvengono direttamente, per via telefonica o telematica, tra diversi operatori che prendono il nome di market maker, proprio perché fanno il mercato.

COME FUNZIONA

Questi market maker sono le principali banche mondiali: attraverso di loro passano le compravendite della stragrande maggioranza dei titoli obbligazionari scambiati ogni ora nel mondo. I prezzi sono determinati dalla negoziazione diretta tra gli operatori, non esistono quotazioni ufficiali ma solo indicative, i tempi di esecuzione non sono paragonabili per velocità a quelli di una Borsa, ma si tratta di un mercato liquidissimo e interessante. «Sino a ieri i nostri clienti», ha detto a *Investire* **Andrea Cardamone**, amministratore delegato di Webank e direttore marketing strategico di BPM, «potevano operare solo su obbligazioni quotate in Borsa su

Mot ed Euromot. Ora hanno a disposizione una selezione di 1.800 obbligazioni OTC con un servizio che si differenzia per qualità informativa e per qualità della compravendita online».

I clienti Webank possono contare sulla best execution, cioè sulla possibilità di acquistare o vendere un titolo al miglior prezzo in quel momento disponibile sul mercato, cioè il miglior prezzo offerto tra le oltre 20 sedi di esecuzione degli ordini previste dal servizio Webank. Dispongono di un motore di ricerca dedicato, possono consultare schede dettagliate e grafici storici per ogni singola obbligazione, possono conoscere in tempo reale i prezzi indicativi. I bond che si possono negoziare, a tasso fisso e variabile e con diverse scadenze, hanno però delle caratteristiche ben precise.

INVESTMENT GRADE

Innanzitutto rientrano nella categoria dei titoli cosiddetti investment grade, che comprende le obbligazioni che vantano un rating (grado di affidabilità del debitore) pari a BBB- o superiore per Standard &

Tutte le informazioni per investire

Prezzi in tempo reale

Scheda titolo completa

Grafico storico



Di ciascun titolo obbligazionario gli investitori possono disporre, oltre ai prezzi in tempo reale, della scheda completa e di un grafico storico.

Corporate meglio delle governative

La casa di investimenti M&G si aspetta che la BCE tagli i tassi in maniera aggressiva poiché l'economia continua a rallentare e l'inflazione ad alleggerirsi. Tuttavia, questo non è stato ancora prezzato dal mercato e lo scenario relativo alla duration dei rendimenti obbligazionari è estremamente interessante.

Rispetto alle aspettative del mercato, M&G prevede che i tassi scendano più decisamente e restino bassi più a lungo. Di conseguenza, i titoli di Stato e le obbligazioni corporate investment grade dovrebbero dare rendimenti superiori al cash (liquidità) su un orizzonte di uno o due anni. Il rischio del credito, il se-

condo fattore da cui dipendono i rendimenti delle obbligazioni, sembra essere molto migliorato. Immediatamente prima del credit crunch, il premio di rischio per chi acquistava obbligazioni corporate era molto basso, e questi titoli erano quindi molto vulnerabili ad un rallentamento economico.

Il rendimento extra che è ora disponibile acquistando delle obbligazioni corporate si attesta ai massimi storici dai tempi della Grande Depressione degli anni Trenta.

Il rendimento medio per le obbligazioni corporate europee con rating BBB supera le obbligazioni governative del 4,7% ed è troppo elevato: al di fuori

del settore finanziario, il rischio del credito è attualmente molto attraente. Inoltre in base alla visione di M&G su duration e rischio del credito, i titoli di Stato dovrebbero continuare ad avere buone performance, ma le obbligazioni corporate investment grade sono nella posizione per fare ancora meglio.

Nonostante le aziende stiano attraversando un momento difficile nella stretta della recessione, i casi di insolvenza dovrebbero rivelarsi inferiori alle aspettative prezzate dal mercato. I corporate bond investment grade dovrebbero, quindi, superare la performance delle obbligazioni governative.

Poor's o Baa3 o superiore per Moody's. Si tratta di titoli emessi da primari emittenti (enti, società, banche) per i quali il rischio è giudicato molto contenuto. Dal mercato OTC di Webank sono esclusi quindi le obbligazioni speculative e in generale quelle che ad un alto rendimento offerto associano un altrettanto alto grado di rischio.

LIQUIDABILITÀ VERIFICATA

I titoli vengono selezionati da Webank anche in base ad altri criteri che garantiscono l'investitore (vedere tabella in alto). In particolare la liquidità, che significa facilità di trovare un compratore in qualunque momento senza sacrifici di prezzo. Le valute prese in considerazione da Webank sono soltanto le maggiori: franco svizzero, euro, dollaro, sterlina inglese. Tra le caratteristiche indispensabili c'è la possibilità per gli investitori di trattare anche importi bassi. Il minimo scambiabile non deve essere superiore a 1.000 euro. La commissione applicata alle transazioni è del 2,5%, con un minimo di 10 euro. ■