

# Emissioni di bond da record Anche gli high yield sottozero

## PARADOSSI DEI MERCATI

A luglio quasi raggiunte le emissioni dell'intero 2018: attesi 465 miliardi totali

La svolta delle banche centrali ha tagliato i tassi di mercato fino al paradosso

Morya Longo

C'erano una volta i bond high yield. Ad «alto rendimento». Quelli con rating bassi, dunque rischiosi, costretti ad offrire agli investitori rendimenti elevati. Ma nel mondo capovolto dalle banche centrali esistono oggi 14 obbligazioni «high yield» con rendimenti negativi. Sono ancora chiamati «yigh yield», perché hanno un rating inferiore alla «BBB», ma non sono più né «high» né «yield». Certo, sono eccezioni. Ma questi 14 bond per un ammontare di 3 miliardi (tra i quali Nokia) sono l'ultimo simbolo di un mondo finanziario alla rovescia che sembra entrato in una nuova era: quella dei paradossi. Come se esistessero grattacieli senza neppure un piano, anzi solo con cantine sotterranee, e fossero considerati ugualmente grattacieli.

Questa notizia, data da Bank of America e riportata ieri dal Wall Street Journal, segnala un fenomeno che non va sottovalutato. Da quando Fed e Bce hanno fatto capire che potrebbero sfoderare nuovi bazooka monetari per far fronte all'incertezza economica globale (la Bce potrebbe far partire un nuovo quantitative easing e dunque tornare a comprare titoli sul mercato) i rendimenti in tutto il mondo sono scesi velocemente. Ormai ci sono 12.214 miliardi di titoli con ren-

## Boom di bond aziendali in Europa

Emissioni in euro di imprese. Per il 2019 dato da gennaio all'11 luglio, in grigio la previsione per l'intero anno. Dati in miliardi di euro



Note: \*previsione. Fonte: Bloomberg, Markit, Commerzbank

dimenti negativi secondo i dati di Bloomberg. Hanno iniziato i titoli di Stato. Poi sono arrivati alcuni bond aziendali. Ora quelli che nel nome dovrebbero avere alti rendimenti, gli «high yield» appunto.

Questo fenomeno ha vari risvolti della medaglia. Alcuni positivi. Per esempio le aziende (medio grandi) hanno sempre maggiori opportunità per raccogliere fondi a basso costo. E ne stanno approfittando: da inizio anno in Europa le imprese hanno emesso 163 miliardi di obbligazioni, molto vicino ai 190 emessi nell'intero 2018. E siamo solo a luglio. Idem per le banche: in Europa hanno emesso 135 miliardi ad oggi, non lontani ai 150 miliardi dell'intero anno scorso. Gli analisti di Commerzbank hanno aggiornato al rialzo le previsioni sulle emissioni totali del 2019, portandole a 465 miliardi: cifra che rappresenterebbe il record storico. Questo fenomeno è certamente positivo. Ma potrebbe anche portare ad eccessi.

La fame di rendimenti sta infatti dirottando gli investitori verso rischi sempre più elevati, remunerati sempre meno. Senza arrivare al paradosso di obbligazioni che si definiscono «ad alto rendimento» che hanno tassi sottozero, anche altri settori del mercato stanno vivendo una crescita preoccupante. Per esempio quello dei «leveraged loans», cioè dei prestiti negoziabili quasi come bond - concessi da fondi ad imprese già molto indebitate: a inizio 2019 questo mercato valeva 1.200 miliardi negli Usa (raddoppiando rispetto al 2010) e 267 miliardi in Europa. Qui la fame degli investitori ha ridotto i loro rendimenti, spingendo gli investitori a rischiare sempre di più comprando «loans» senza garanzie contrattuali: se una volta quasi tutti i «leveraged loans» ne avevano, oggi l'86% ne è privo. Non solo: oggi si arriva quasi sistematicamente a «truccare» (con la pratica degli «add-back» sull'Ebitda) il calcolo della leva finanziaria delle

aziende che vengono finanziate, per farle apparire più solide. Di fatto quando un'impresa emette un «leveraged loan», per calcolare il rapporto tra debiti ed Ebitda non si usa l'attuale Ebitda, ma quello futuro tenendo conto delle iniziative che la società adotterà nei successivi 18 mesi. Gli investitori fanno finta di niente. E comprano altissimi rischi a sempre più bassi rendimenti. Perché hanno sempre meno alternative.

Alle opportunità per le imprese fa insomma da contraltare il crescente rischio sui mercati finanziari. Prima o poi le politiche monetarie espansive verranno meno. Prima o poi tutte queste imprese dovranno rifinanziare i debiti a tassi meno convenienti. Prima o poi le garanzie contrattuali potrebbero servire. Ma chissà: forse quel giorno le banche centrali prepareranno un nuovo giro di giostra, e tutto ripartirà.

@MoryaLongo  
© RIPRODUZIONE RISERVATA

## CORPORATE BOND COMPRATI DALL'EUROTOWER

# Aziende francesi più gettonate dalla Bce

Comprati bond soprattutto in Francia (30%) e Germania (25%): solo Eni nella top ten

Maximilian Cellino

Settore utility, rating «A», possibilmente francese. Se si dovesse tracciare un identikit dell'emittente obbligazionario tipicamente acquistato dalla Bce nell'ambito del suo quantitative easing fino allo scorso anno uscirebbe molto simile a questo. E ora che, in base alle attese più correnti del mercato e pure alle dichiarazioni di diversi banchieri centrali, l'Eurotower potrebbe anche riprendere il Corporate sector purchase programme sarebbero probabilmente ancora questi i maggiori beneficiari del piano, a meno di un rimescolamento delle carte.

Cercare di prevedere le azioni Bce è infatti sempre un'impresa complicata, e le sorprese sono sempre dietro l'angolo. «Nel marzo 2016 la maggior parte degli attori di mercato non aveva previsto che titoli con merito di credito più debole come quelli

con rating BBB sarebbero stati idonei per il piano di riacquisto», osserva Wolfgang Bauer, gestore di M&G Investments, sottolineando come la novità potrebbe essere questa volta rappresentata dal settore finanziario. «L'aggiunta di obbligazioni bancarie alla lista della spesa - nota infatti Bauer - estenderebbe notevolmente l'universo investibile della Bce, visto che le banche rappresentano quasi il 30% del più ampio universo investment grade in euro».

Una mossa simile potrebbe in effetti essere giustificata dalla necessità di ridurre i costi di finanziamento per le stesse banche europee e per aiutarle ad attenuare gli effetti negativi determinati sulla loro redditività da ulteriori tagli dei tassi che il mercato già sconta. Non sarebbe però priva di insidie: «Potrebbero sorgere conflitti d'interesse per la stessa Bce, che si troverebbe di fatto a finanziare proprio le stesse istituzioni che dovrebbe regolamentare e controllare», obietta Bauer.

In attesa di conoscere le eventuali future mosse da parte di Francoforte, resta la certezza di un portafoglio che al 5 luglio scorso comprendeva titoli

## I dieci emittenti corporate più presenti nel portafoglio Bce

Dati al 5 luglio.

PAESE	SOCIETÀ	N. EMISSIONI	AMMONTARE* (MLD €)
Germania	Daimler	30	6,08
Belgio	Anheuser-Busch InBev	20	5,99
Francia	Sanofi	20	4,42
Spagna	Telefónica	13	4,36
Germania	Bmw	23	4,32
Francia	Electricité de France	14	4,25
Germania	Deutsche Telekom	19	3,72
Germania	Volkswagen	11	3,04
Francia	Orange	16	3,04
Italia	Eni	15	2,98

\*) Stima. Fonte: elaborazione Il Sole 24 Ore su dati Bce

corporate per 177,7 miliardi di euro, suddivisi a livello settoriale appunto per lo più fra utility (42%), auto (15%) e infrastrutture e trasporti (11%); al livello geografico soprattutto in Francia (30%) e Germania (25%); come rating «A» (46%), «AA» (11%), ma anche «BBB» (43%). Sui singoli emittenti, visto che la Bce non rivela l'ammontare acquistato di ogni singola emissione, si possono invece fare soltanto congetture. Se le operazioni fossero

state condotte in misura proporzionale all'importo a suo tempo emesso da ciascuna società, sarebbe la tedesca Daimler a capeggiare la classifica con poco più di 6 miliardi rastrellati dal mercato, davanti al colosso della birra belga Anheuser-Busch InBev e alla francese Sanofi. Eni l'unica big italiana fra le top ten con una cifra che sfiorerebbe i 3 miliardi: aspettando le banche, forse.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## ATTIVITÀ FINANZIARIE

# Liquidità, l'oro vince sui titoli di Stato

Studio della London Bullion Market Association in vista della stretta di Basilea 3

Sissi Bellomo

L'oro in quanto asset finanziario è molto più liquido dei titoli di Stato e delle obbligazioni in genere. A molti operatori sembrerà la scoperta dell'acqua calda, ma adesso se ne hanno le prove. A dimostrarlo è stata la London Bullion Market Association (Lbma), che spera in questo modo di convincere l'Autorità bancaria europea (Eba) ad escludere il metallo prezioso dalle regole draconiane di Basilea 3, che im-

porranno alle banche requisiti di capitale più stringenti a fronte degli asset più illiquidi - e dunque più rischiosi.

L'oro, a differenza di altre materie prime, non deve far parte di quest'ultima categoria, sostiene l'Lbma, associazione che presiede al più grande mercato aurifero del mondo, quello londinese, in cui le transazioni avvengono over-the-counter. I volumi di scambio sulla piazza britannica (un dato che viene pubblicato solo da novembre 2018) insieme a quelli registrati a Zurigo ammontano in media a 42 miliardi di dollari al giorno, afferma l'Lbma, che ha anche calcolato l'indice di liquidità dell'oro e degli altri metalli preziosi, usando gli stessi parametri e la stessa metodologia appli-

catai nel 2013 dall'Eba per valutare altri asset. Ebbene, è emerso che nel caso dell'oro l'indice è pari a 0,000018: un punteggio che - essendo più vicino allo zero - è superiore a quello ottenuto dagli «Asset liquidi di alta qualità» (Hqla). Tra questi ci sono i corporate bond (0,188) - che probabilmente nel 2013 erano più facilmente liquidabili - ma anche dei titoli di Stato, che con 0,058 l'Autorità bancaria aveva addirittura inserito in una categoria speciale, di asset «estremamente» liquidi. Anche argento, platino e palladio hanno un indice di liquidità superiore a quello dei titoli obbligazionari, compreso fra 0,0002 e 0,0017. Il punteggio assegnato dall'Eba alle azioni è 0,406. «Grazie a questi nuovi dati - ha

commentato Ruth Crowell, ceo del Lbma - i regolatori e gli investitori potranno vedere con occhi diversi il mercato Otc dei metalli preziosi».

A preoccupare in modo particolare l'associazione londinese è il Net stable funding ratio (Nsfir), riferito alla copertura dal rischio liquidità nel lungo periodo: le banche dal 2021 dovranno finanziare le attività dei dodici mesi successivi con un pari volume di risorse stabili. Se anche l'oro fosse trattato alla stregua delle altre commodities, secondo l'Lbma molte banche sceglierebbero di interrompere le transazioni con gravi ricadute sul mercato aurifero.

@SissiBellomo  
© RIPRODUZIONE RISERVATA

## IN BREVE

### PHARMA L'accordo Novartis fa correre Recordati

Recordati premiata dopo l'acquisto da Novartis dei diritti per Signifor e Signifor LAR, farmaci per il trattamento di alcune sindromi rare (la malattia di Cushing e dell'acromegalia): il titolo ha chiuso in rialzo del 2,09% attestandosi a 39,3 euro. Le vendite del farmaco a livello mondiale per l'anno 2018 sono di 72 milioni di dollari; l'accordo prevede anche l'acquisizione dei diritti a livello mondiale di osilodrostat (LCl699), un innovativo trattamento sperimentale per la Sindrome di Cushing endogena in fase di registrazione nell'Unione europea e negli Stati Uniti d'America.

## FINANZIAMENTI ONLINE

### October cresce e sbarca in Germania

October, piattaforma per il finanziamento online alle imprese alternativa al canale bancario, sbarca sul mercato tedesco. La nuova apertura permetterà a October di essere attiva in 5 Paesi (Francia, Italia, Spagna, Paesi Bassi e Germania), coprendo l'80% del Pil dell'Eurozona e confermando così la propria leadership con un erogato pari a 318 milioni a favore di oltre 640 progetti imprenditoriali (50 milioni e 88 progetti in Italia).

## CREDITO

### Pmi, nasce il primo rating «Fintech»

Arriva il primo rating «FinTech» certificato a livello globale e dedicato alle Pmi europee. L'iniziativa nasce dalla partnership fra modelfinance, la prima agenzia di rating FinTech d'Europa, e Wiserfunding, fintech londinese specializzata nella valutazione del rischio di credito delle Pmi e fondata da Edward Altman, l'inventore, nel 1968, del modello Z-score. Il nuovo strumento si propone di rendere accessibile, sia in termini di costi sia in termini di tempi, il rating creditizio a un target di 25 milioni di Pmi in tutta Europa grazie all'innovativo approccio FinTech basato su AI, Big Data analysis e machine learning.

## LU-VE

### Fatturato a +21,9% nel primo semestre

Lu-Ve, multinazionale varesina quotata su MTA e terzo operatore mondiale nel settore degli apparecchi ventilati, ha comunicato i dati preliminari al 30 giugno 2019, che vedono un fatturato prodotti in crescita del 21,9% rispetto all'anno precedente a 183,8 milioni di euro e un portafoglio ordini che raggiunge i 173,4 milioni (+80,4%).

## LVMH

### Entra nel capitale di Stella McCartney

Lvmh è entrato nel capitale della maison Stella McCartney, fondata dalla omonima stilista, figlia dell'ex Beatles Paul McCartney. Dal 2001 al 2018, partner di Stella McCartney era stato l'altro gruppo francese del lusso, Kering.

## NECROLOGI

Il Presidente Antonio Patuelli, i Vice-presidenti, il Consiglio, il Comitato esecutivo, il Collegio sindacale e il Direttore Generale dell'Associazione Bancaria Italiana partecipano con profondo cordoglio alla scomparsa del

PROF. AVV. AUGUSTO FANTOZZI componente del Comitato esecutivo dell'ABI dal 2005 al 2008 Roma, 16 luglio 2019

# Nella cordata Carige Cassa centrale valuta una quota oltre il 10%

## BANCHE/1

Lo Schema volontario del Fondo convoca i soci per la convertire il bond

Carlo Festa  
MILANO

Giornate cruciali per Carige. La road map è stata decisa ieri. L'assemblea dello Schema volontario del Fidt si terrà infatti il 23 luglio per la conversione del bond da 320 milioni dell'istituto genovese.

Lo ha confermato il presidente del Fondo interbancario, Salvatore Maccarone, al termine della riunione del consiglio a Milano. La conversione, spiega, rientra «nell'ambito di un progetto che è in corso di definizione. Ci sono tanti elementi in movimento, il progetto sta andando avanti, noi siamo ottimisti».

Tra le opzioni allo studio per la definizione del piano di salvataggio a cui lavora il Fidt c'è anche quella che Cassa Centrale Banca (Ccb) possa incrementare il suo impegno finanziario e prendere una quota superiore al 10% dell'istituto genovese, ma in uno schema che includa anche il Credito sportivo e il Mediocredito Centrale.

Il piano complessivo allo studio prevede dunque, assieme all'intervento di Ccb, la conversione del bond subordinato da parte dello schema volontario del Fidt, un contributo ulteriore da parte del Fidt, nella sua parte obbligatoria, e l'intervento di Mediocredito Centrale e Credito Sportivo, a copertura di un fabbisogno che si aggirerebbe sui 900 milioni di euro, una cifra quindi superiore ai 780 milioni prevista dal piano dei commissari a fine febbraio. I

pesi dei vari attori nell'operazione sono tuttavia ancora in corso di definizione.

I numeri finora circolati dovranno quindi avere ulteriori ritocchi. Tuttavia è plausibile pensare che l'aumento di capitale sarà di circa 700 milioni, mentre altri 200 milioni deriverebbero dalla sottoscrizione di un bond subordinato Tier 2.

Dei 700 milioni, 320 milioni arriverebbero dalla conversione del bond subordinato in mano allo schema volontario. È invece ancora tutto da definire chi sottoscriverà i restanti 380 milioni.

In prima fila c'è il Fondo interbancario per la tutela dei depositi, che rappresenta la totalità delle banche italiane, e che è l'unico soggetto pronto a iniettare risorse.

C'è poi appunto Cassa Centrale Banca (Ccb) che potrebbe prendere una quota superiore al 10%. Per il prossimo 18 luglio è convocato un Cda di Ccb, che ha come tema di discussione proprio il dossier. In ogni caso Cassa Centrale Banca potrebbe mettere sul piatto oltre 100 milioni.

Da definire anche l'intervento della famiglia Malacalza, il soggetto privato di riferimento (con quasi il 28% delle azioni) che potrebbe seguire l'aumento per restare nella compagine dopo aver dato il benestare al nuovo piano dell'istituto genovese.

I riflettori sono infine sul Credito sportivo e il Mediocredito Centrale. Le due banche a controllo pubblico devono attendere una via libera ufficiale del Ministero dell'Economia per partecipare all'operazione. In teoria, dovrebbero sottoscrivere il bond per un importo di 175 milioni: cioè 150 milioni da parte del Credito Sportivo e 25 milioni da parte di Mediocredito Centrale.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

# Citi oltre le stime del trimestre ma i margini calano

## BANCHE/2

Risultati trainati anche dall'Ipo della piattaforma di trading online Tradeweb

Riccardo Barlaam

Dal nostro corrispondente  
NEW YORK

Citigroup ha battuto le stime per utili e ricavi nel secondo trimestre, spinta dai guadagni della Ipo della sua piattaforma di trading online sui bond Tradeweb. Ma nel periodo ha riportato un calo dei margini di interesse che ha appesantito le quotazioni di tutto il settore bancario ieri a Wall Street. Un segnale seguito con preoccupazione dagli analisti, in vista dei conti delle altre big bank Usa di questa settimana, con un possibile taglio dei tassi monetari in arrivo da parte della Fed il 30 e 31 luglio che potrebbe penalizzare ulteriormente la redditività del settore.

Citi ha aperto la stagione delle trimestrali americane. Ha riportato utili per azione di 1,95 dollari (+7%), contro le stime degli analisti del panel Refinitiv che parlavano di 1,80 dollari. Nel complesso gli utili sono stati di 4,8 miliardi, in aumento dai 4,5 miliardi del secondo trimestre 2018. I ricavi sono stati di 18,7 miliardi di dollari (+2%), anch'essi sopra le previsioni di 18,5 miliardi, grazie ai 350 milioni di guadagni fiscali (pretax) della Ipo di Tradeweb. Tutto questo nonostante la volatilità dei mercati finanziari e il taglio dei tassi in arrivo. Risultato affatto scontato.

Il fatturato del trading è salito del 4% a 4,1 miliardi di dollari, sempre favorito dagli introiti della fortunata Ipo di Tradeweb, senza la quale i ricavi sarebbero diminuiti del 5% rispetto a un anno fa, in ra-

gione della maggiore cautela da parte degli investitori.

Più in generale, i ricavi della divisione corporate sono rimasti stabili nel trimestre a 9,72 miliardi. Mentre gli investimenti sono scesi del 10%, con una forte diminuzione dei ricavi in consulenza e M&A (-36%). Andamento positivo invece per il ramo consumer della banca che nel periodo ha riportato un giro di affari di 8,5 miliardi (+3%).

Soddisfatto dei risultati il ceo Michael Corbat: «Abbiamo navigato con successo in un ambiente pieno di incertezze seguendo una attenta strategia di controllo delle spese, gestione del credito e del rischio».

La banca ha continuato le efficienze sui costi scesi del 2% a 10,5 miliardi. Sulla scia dell'aumento dei volumi però il costo del credito è aumentato del 16% a 2,1 miliardi. I prestiti sono stati pari a 689 miliardi (+3%), mentre i depositi sono a 1.000 miliardi (+5%). Il book value per azione sono di 79,4 e 67,64 dollari, entrambi in aumento del 10% rispetto all'anno scorso, mentre il rapporto capitale Ceti è rimasto invariato all'11,9%.

Nel mirino dei vertici di Citi ci sono gli obiettivi finanziari del 2020, attentamente monitorati dagli investitori. I risultati di quest'anno finora sembrano promettere bene. Considerando che nel trimestre l'istituto di credito ha riportato un return on equity del 11,9%, a fronte di un Roe stimato del 12% a fine anno.

Aggiungo la Fed, tra l'altro, ha dato il via libera al pagamento agli azionisti di Citi di altri 21,5 miliardi di dollari tra dividendi e buyback nei prossimi dodici mesi. Le azioni Citigroup guidano i rialzi delle big bank Usa nel 2019 e sono salite del 38% da gennaio, nonostante ieri non abbiano reagito come atteso.

© RIPRODUZIONE RISERVATA