

Atlantia, Telecom, Generali e Ferrovie la Bce fa il pieno di bond delle blue chip La Bce ha la cassaforte piena di bond delle blue chip italiane

IL "SECONDO QE", GLI ACQUISTI DI OBBLIGAZIONI SOCIETARIE A FIANCO DEI TITOLI DI STATO, FAVORISCE IL BOOM DEL MERCATO CON TASSI BASSI, EMISSIONI DA RECORD E INVESTIMENTI MOLTIPLICATI

I RISULTATI POSITIVI DELLA QUOTA DEL QE DEDICATA ALL'ACQUISTO DI OBBLIGAZIONI AZIENDALI: SOLO IN ITALIA COMPRATI 24 MILLIARDI DI TITOLI CON EFFETTI VIRTUOSI A CATENA A PARTIRE DAL CALO DEI TASSI CHE HA PROVOCATO IL RECORD DELLE EMISSIONI

Eugenio Occorsio

Le raffinerie dell'Eni. Le centrali Ldell'Enel. Le autostrade e gli aeroporti di Atlantia, la banda larga di Telecom, l'alta velocità delle Fs, i nuovi servizi di Poste Italiane, le polizze di Generali, le reti di Terna. E via dicendo. Investimenti massicci, somme importanti che ora hanno trovato un'inedita e insperata via di finanziamento: nientemeno che la Bce, la quale nell'ambito del quantitative easing, la massiccia iniezione di capitali nel sistema finanziario europeo, ormai da più di un anno compra anche, oltre ai titoli di Stato, anche le obbligazioni emesse dalle maggiori società industriali. Dalla tedesca Siemens alla francese Sanofi, passando per una trentina di gruppi italiani, sono quasi 700 le aziende che si finanziano così in tutta l'Eurozona.

segue dalla prima

Con una preferenza, soprattutto in Italia, oltre che per le maggiori aziende, per le *utilities*, tradizionalmente il settore che più si finanzia con le obbligazioni: ecco così che nella lista troviamo Acea, Snam, Iren, Italgas, 21 Rete Gas, A2A e altre. Una quota variabile fra il 10 e il 12% degli acquisti del Qe, che da questo mese scendono da 30 a 60 miliardi (ma erano arrivati fino a 80 miliardi fra marzo 2016 e aprile 2017), è rivolta al settore *corporate bond*. Dato che anche una piccola percentuale di una grande cifra è una grande cifra, finora si sono accumulati nei forzieri delle banche centrali nazionali, che come da regola del Qe custodiscono i titoli acquistati di qualsiasi natura, obbligazioni *corporate* per 131,6 miliardi. Derivano da 1060 emissioni di 678 società europee. Intanto i titoli di Stato, i cui acquisti erano cominciati nel marzo 2015, hanno raggiunto i 2.300 miliardi.

Primario e secondario

Sul sito della Bce, aggiornato al 31 dicembre 2017, c'è la distinzione fra

titoli comprati all'emissione (19,9 miliardi) e invece acquistati sul mercato secondario (11,7 miliardi, l'84,7% del totale). La Bce comunica poi i nomi delle società acquistate, e la lista aggiornata delle obbligazioni emesse con un rating *investment grade* (fino alla tripla B) e quindi "eleggibili", di tutte le società dove va a "pescare" per i suoi acquisti. L'unica cosa che non c'è è l'ammontare di ogni singola operazione. Per quanto riguarda la quota-Paese, vale la stessa simmetria per ogni *asset class* coinvolta nel Qe, il 17,4% (la *capital key*) per l'Italia. Quasi 24 miliardi di obbligazioni aziendali italiane sono stati comprati finora dalla Bce, una torta cospicua in continuo allargamento.

L'altro volto del Qe

Quello dei *corporate bond* è l'aspetto meno conosciuto del Qe, ma forse quello che ha avuto gli effetti più rivoluzionari. «In tutta Europa - commenta Wolfgang Bauer, gestore di M&G Investments - il 2017 è stato un ottimo anno per il mercato dei *corporate bond* e le ondate di entusiasmo che hanno coinciso con la sconfitta dei populisti in Olanda e in Francia, insieme ai forti dati economici, hanno incoraggiato il *sentiment* degli investitori». Per motivi più tecnici, è soprattutto in Italia, che soffre più degli altri l'eccessiva dipendenza del comparto industriale dalle banche, che gli acquisti dei bond hanno provocato un cambio di paradigma. La presenza di un compratore forte come la Bce ha galvanizzato tutti gli "emettitori" di obbligazioni sul mercato. «I valori si sono impennati e spread e interessi sono crollati per la presenza di una domanda così copiosa e garantita - spiega Angelo Baglioni, economi-

sta internazionale della Cattolica di Milano - e quest'effetto si è propagato dalle emissioni direttamente coinvolte nel Qe fino a tutte le altre aziende grandi e piccole, che hanno beneficiato dell'effetto-valanga soprattutto con riferimento ai bassi tassi che oggi sono di almeno 40 punti base inferiori a quelli di un anno e mezzo fa. Le aziende ricorrono più facilmente a questo strumento di autofinanziamento, e in alcuni casi è verosimile che la scoperta di canali non bancari porti qualche piccola impresa a cambiare finalmente mentalità e accedere alla Borsa». L'entusiasmo sui bond è contagioso: nuove emissioni arrivano continuamente come il maxi-bond di Esselunga, e il boom coinvolge sia i minibond delle aziende più piccole che il neonato comparto delle obbligazioni green dove sono scesi in pista pezzi da novanta quali Cdp, Intesa Sanpaolo, Fs. Risultato: i bond aziendali propriamente detti (esclusi cioè quelli delle banche) hanno raggiunto nel 2017 (i primi dati li ha stilati Bloomberg) il record di 44,2 miliardi (erano stati 21,9 nel 2016). Molti ne ha comprati la Bce ma altri sono stati venduti sul mercato libero. Secondo gli analisti l'effetto virtuoso a catena è destinato a incrementarsi: gli acquisti Bce vanno avanti almeno fino a settembre e lo stesso Draghi, nella sua conferenza stampa di fine anno, ha confermato che «la parte del program-



ma che riguarda i corporate bond proseguirà in modo massiccio».

L'incognita elettorale

Come se non bastasse, per l'Italia, si inserisce un elemento contingente: l'imminenza delle elezioni, con tutte le incertezze connesse, porterà verosimilmente a qualche scossone al rialzo degli spread e di tutta la curva dei tassi a ridosso del voto del 4 marzo. Le imprese tenderanno ad accelerare le emissioni in queste prime settimane dell'anno per risparmiare sugli interessi, migliorando ulteriormente il trend già eccezionale. Che la tendenza sia di lungo termine, elezioni o no, è indicato per esempio dall'esperienza inglese: «Il Qe in Gran Bretagna - spiega Barnaby Martin, analista di BofA ML della sede di Londra - è terminato mentre si era nel pieno del tumulto e delle incertezze connesse con la Brexit. Bene, contro qualsiasi previsione, il flusso di acquisto sui corporate bond è continuato e i tassi hanno proseguito a restare bassi. L'effetto insomma è stato di lungo termine, forse semplicemente perché i gestori di fondi avevano da smaltire la grande liquidità accumulata durante gli anni del Qe». Un'ulteriore motivazione la fornisce, sempre da Londra, Ugo Lancioni di Neuberger Berman: «Visti i rendimenti ormai sottozero di molti bond statali, intere fasce di investitori accettano qualche rischio in più pur di migliorare i rendimenti. Iniziano con i buoni aziendali, ma poi si stanno spostando anche su altre categorie ancora come i junk-bond». Il fattore da tener presente nel bilancio dei rendimenti, puntualizza Lancioni, sarà l'inflazione, «e le previsioni di mercato parlano di non più dell'1,5 da qui a cinque anni».

L'input dei tedeschi

Erano stati il ministro della Finanza tedesco Wolfgang Schäuble e il presidente della Bundesbank Jans Weidmann, proprio i più fermi op-

positori al Qe (è dell'ottobre 2017 l'ennesima ricasazione del ricorso alla corte costituzionale di Karlsruhe), a dire al presidente della Bce due anni fa: se vuoi andare avanti con il programma, tieni presente che noi e gli altri Paesi a basso indebitamento non potremo fornirti indefinitamente buoni del Tesoro (oltretutto il rapporto con il debito pubblico è contingente dalle regole del Qe). Ergo, devi ampliare il programma ai titoli aziendali. E così, a metà del 2016, si era partiti, dapprima in sordina rivolgendosi alle sole obbligazioni delle aziende e delle agenzie pubbliche, dopodiché ampliando progressivamente i titoli "eleggibili". A costo di qualche inciampo: l'anno scorso ci fu una sollevazione quando emerse che nel calderone dei titoli acquistati era finita la Novomatic, un'azienda austriaca di *gambling*, e più recentemente Draghi è stato accusato di aver puntellato la Steinhoff, un gruppo tedesco-sudafricano travolto da un pasticcio di alti debiti e falsi in bilancio. In tutti e due i casi, il capo dell'Eurotower ha spiegato che i danni per il bilancio Bce sono stati trascurabili, e che ovviamente quegli acquisti erano stati immediatamente tagliati.

L'assenza delle banche

Le regole di questo segmento del Qe escludono dall'acquisto i bond bancari (che pure in Italia hanno vissuto un 2017 da record arrivando a 22 miliardi con la prospettiva di migliorare ancora nel 2018 quando le banche venderanno i senior-non-preferred, nuova categoria introdotta dall'ultima legge di bilancio). Il motivo dell'esclusione ce lo spiega Francesco Caputo Nasseti, docente di Diritto bancario a Ferrara e Ceo della Swiss Merchant a Lugano: «A parte che l'intera manovra monetaria della Bce ruota già intorno alle banche, agli istituti l'Eurotower ora ha riservato un'ulteriore via privilegiata di finanziamento: finora

una banca, se aveva esaurito le riserve per fare prestiti e anche la possibilità di finanziarsi presso la Bce, doveva cartolarizzare un pacchetto mettiamo di crediti immobiliari, vendere il pacchetto a una società appositamente costituita che le rilasciava un titolo e poi andare con questo titolo alla Bce ponendolo a garanzia e incassando infine l'ammontare di denaro. Ora l'istituto di Francoforte rende possibile presentarsi ad esso direttamente con il pacchetto cartolarizzato, senza cioè il "giro" attraverso una nuova società, con i risparmi prevedibili. Questa è la possibilità offerta per riservare la quota di Qe destinata ai bond esclusivamente ai gruppi industriali per facilitarne la crescita e gli investimenti».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

(GLI INVESTIMENTI)

Dalle infrastrutture alla banda larga

Nei grafici qui a fianco, altri dettagli sull'operazione Bce, fra cui la "capital key", cioè la ripartizione fra i Paesi dell'euro degli investimenti (che riproduce le quote di capitale della banca).

Attenzione: le quote reali sono un po' aumentate perché c'è da redistribuire le quote della Grecia e di Cipro che non sono stati ammessi al Qe. Per l'Italia si arriva così a poco più del 18%. Nell'altro grafico, il dettaglio sui titoli comprati e sui settori dei beneficiari. Come si vede, è stata comprata anche una quota di titoli fuori dell'area euro, per ovviare a temporanee carenze. L'acquisto dei corporate bond è partito nel giugno 2016, ma solo negli ultimi mesi è esploso il suo potenziale virtuoso sull'intera struttura dei tassi, molto più diretto sugli investimenti che non il "trasferimento" del denaro dalla Bce alle banche e da queste alle imprese. Semmai ora si teme qualche volatilità quando il Qe finirà. In basso, la posa della banda "ultralarga": il gruppo Telecom-Tim, tradizionalmente un forte emettitore di obbligazioni, è fra i principali beneficiari in Italia degli acquisti della Bce.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

[I DETTAGLI]

Quattro categorie di titoli "eleggibili" la parte del leone la fanno sempre i "Treasuries"

Come si legge nel grafico qui sotto, una quota di circa il 10% degli acquisti della Bce è riservato alle obbligazioni emesse dalle aziende, che verranno tenute anche dopo la fine del Qe, stando agli impegni della Bce, fino a naturale scadenza. Come si vede, il grosso degli acquisti è concentrato nei titoli di Stato. Ci sono poi con quote molto piccole, altre due categorie di titoli, emessi di solito dagli intermediari finanziari: le asset backed securities e i third covered bond. Nel grafico a fianco i principali "pool" di obbligazioni da cui la Bce "attinge" per i suoi acquisti (sono in tutto una trentina le aziende italiane interessate). Il Qe è cominciato nel marzo 2015 con 60 miliardi al mese. Dall'aprile 2016 al marzo 2017 i miliardi sono diventati 80, poi di nuovo 60 fino a dicembre. Ora scendono a 30.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

131,6

MILIARDI DI EURO
I corporate bond comprati finora dalla Bce nel Qe in tutta Europa: privilegiati i grandi gruppi e le utilities

24

MILIARDI DI EURO
I bond di società italiane acquistati. I tassi in un anno sono scesi in media dall'1,20 allo 0,80%

2700

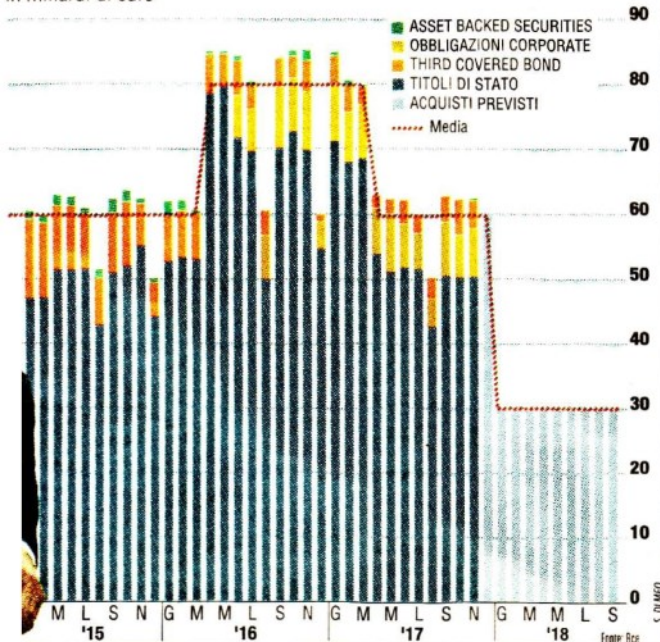
MILIARDI DI EURO
I buoni del Tesoro statali comprati finora dalla Bce nell'ambito del quantitative easing

INVESTMENT GRADE

Condizione necessaria posta dalla Bce alle aziende per essere "eleggibili" è di avere un rating "investment grade", dalla tripla B in su. Ma l'ondata di entusiasmo e di acquisti in tutta Europa sta contagiando perfino i junk-bond

COME È RIPARTITO IL QE

In miliardi di euro



LE PRINCIPALI OBBLIGAZIONI "ELEGGIBILI"

Dati in milioni di euro

Società	Rating*	Importo	(*) Moody's
eni	BBB1	17.800	
enel	BBB2	13.300	
TIM	BB1	10.564	
Snam	BBB1	8.650	
GENERALI	BBB1	5.125	
Terna	BBB1	4.875	
FCA	BB3	4.850	
aceq	BBB2	4.500	
LUXOTTICA	A3	3.625	
a2a	BBB3	3.625	
TRENITALIA	BBB3	3.500	
LEONARDO	BB1	2.894	
Atlantia	BBB1	2.875	

S. DI MEO

Fonte: Bce

IL "CAPITAL KEY" DELLA BCE

Valori in %



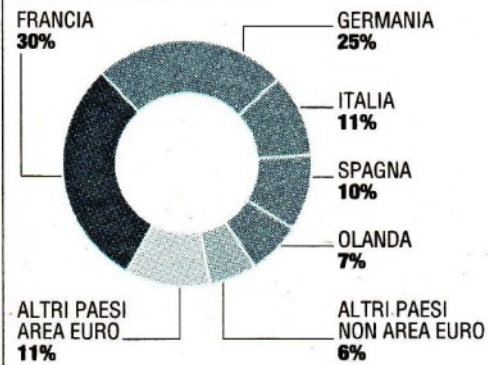
Fonte: Bce

S. DI MEO

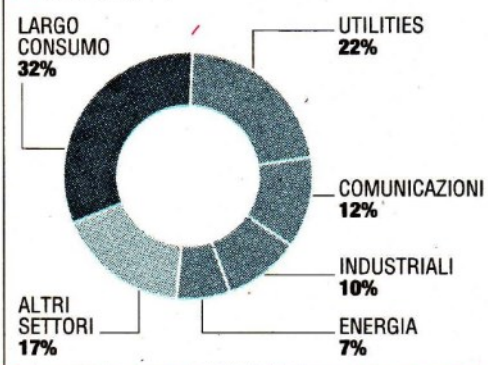
LE OBBLIGAZIONI COMPRATE NEL QE

Titoli corporate, in %

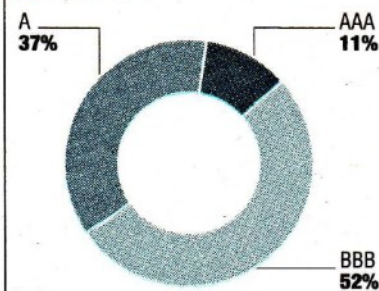
I PAESI DI INTERVENTO



I SETTORI



I RATING



Fonte: Bce

S. DI MEO