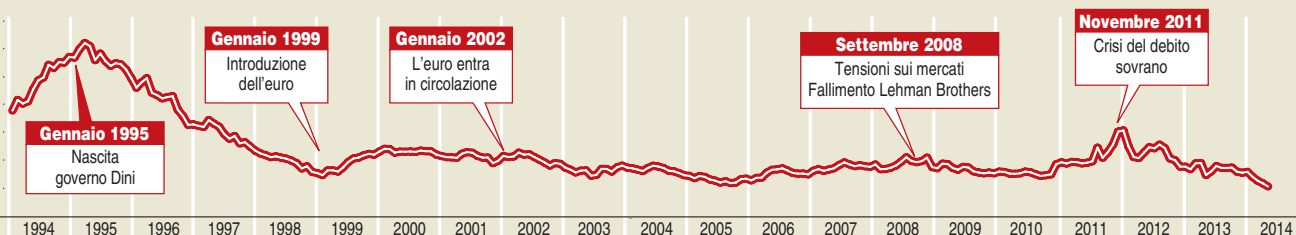


IL RENDIMENTO DEL BTP DECENNALE NON È MAI STATO COSÌ BASSO



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

MERCATI L'80% delle obbligazioni disponibili nel mondo offre meno del 4%. E l'Italia non fa eccezione, con il Btp decennale che rende il 2,9%. Un tasso ai minimi storici. Ecco tutte le alternative per chi non accetta di guadagnare meno. Ma vuole tenere i rischi sotto controllo

A caccia in periferia

di Roberta Castellarin e Paola Valentini

Il Btp decennale oggi rende il 2,92%, lo Stato italiano non ha mai pagato così poco chi investe nelle sue emissioni decennali. E l'Italia non è l'unica. Nonostante lo spread sia ancora alto rispetto ai livelli pre-crisi, il Tesoro ha potuto beneficiare dell'effetto Draghi. Il mercato si aspetta infatti che a giugno venga annunciato dal presidente della Bce Mario Draghi un quantitative easing all'europea. Le parole del presidente della Bce giovedì 8 maggio hanno alimentato le speranze del mercato, facendo precipitare il rendimento del Btp decennale al 2,92%, nuovo minimo storico, con lo spread rispetto al Bund sceso a 148 punti. In mancanza di nuovi spunti, l'obbligazionario continuerà a essere trainato dall'effetto Draghi

e gli investitori devono essere disposti a prendere più rischi per ottenere qualche punto in più di rendimento. E l'Italia non è un caso isolato. «In un contesto in cui l'80% delle obbligazioni disponibili nel mondo rende meno del 4%, anche le tradizionali strategie buy and hold daranno rendimenti modesti per gli investitori del reddito fisso. La buona notizia», dice Tim Haywood, gestore del JB Absolute Return Bond Fund di Swiss & global, «è che i gestori attivi che perseguono strategie absolute return, come noi, hanno accesso a un più ampio numero di strumenti. Alcuni dei rendimenti migliori degli ultimi anni sono giunti da obbligazioni che avevano registrato perdite significative nei due anni precedenti. Dopo la torrida estate del 2013, un numero significativo di mercati emergenti potrebbe ora inserirsi in questo trend di recupero». Non

è un caso che gli investitori istituzionali, come enti e fondazioni, tornino nei prodotti specializzati sui bond dei Paesi emergenti. D'altra parte, la tentazione di investire sugli emergenti è forte, anche perché ad aprire i fondi obbligazionari Emerging Markets hanno monopolizzato la classifica dei rendimenti con performance fino al 3% in un mese, pari al 7% da inizio anno. Si spiega così il boom della raccolta che questi fondi hanno registrato nelle ultime sei settimane. Ma gli istituzionali vanno anche e sempre più sulle strategie alternative. «Rendiamo disponibili a questi investitori tutta una serie di nuove opportunità di investimento anche nel comparto del reddito fisso», dice Luca De Biasi, responsabile dell'area Investments di Mercer Italia. Ma in questa ricerca farnetica di rendimenti, gli investitori retail o accettano di guadagnare meno,

oppure, se si spingono verso asset meno sicuri, devono calcolare bene i rischi perché possono incappare in trappole da cui può essere difficile uscire se il vento sui mercati girerà. «Manteniamo le asset class rischiose, ma con attenzione. Quindi confermiamo gli investimenti in asset poco correlati tra loro e il trading di breve, pronti a sfruttare le fasi di turbolenza», avverte il responsabile della consulenza agli investimenti di Invest Banca, Gabriele Roghi. Il quale, pur ricordando che «la Grecia è tornata sul mercato obbligazionario e lo spread dei Paesi periferici è sui minimi» avverte che «alle elezioni europee mancano meno di 20 giorni. Dal 26 maggio cosa accadrà?». Nella selezione di obbligazioni scelte per *MF-Milano Finanza* da **Tendercapital** ci sono emissioni che non scendono al di sotto della B+. Sottolinea **Nicola Esposito**, Chief Investment Officer di

Tendercapital: «Da inizio anno oggi il mercato obbligazionario europeo ha dato belle soddisfazioni agli investitori grazie alla bassa inflazione, e alla politica accomodante della Bce e delle altre principali banche centrali del mondo», continua Esposito: «Queste ultime, in particolare, hanno contribuito a mantenere i rendimenti reali dei bond di Paesi core come la Germania su livelli estremamente bassi, favorendo indirettamente i Paesi periferici come Italia, Spagna, Irlanda, Grecia e Portogallo». Ad aiutare il rally dei titoli di Stato è stata anche la correzione delle borse. «Inoltre, l'euro forte e la crisi russo-ucraina stanno penalizzando il mercato azionario, contribuendo in misura significativa anche alla riduzione degli spread dei titoli high yield rispetto a quelli delle società più solide», afferma Esposito. In questo scenario, in cui il Bot a

UNA SELEZIONE DI TITOLI OBBLIGAZIONARI ELABORATA DA **TENDERCAPITAL**

Emittente	Codice Isin	Scadenza	Rating	Prezzo	Cedola	Rendimento	Taglio minimo/Incremento	Note
◆ Banca Pop Di Vicenza	XS0751937698	27/02/2015	BB+	103,476	6,75%	2,25%	100.000/1.000	Non garantito
◆ Refer-Rede Ferroviaria	XS0214446188	16/03/2015	B+	101,512	4%	2,15%	50.000/50.000	Non garantito
◆ Nyrstar	BE6000680668	09/04/2015	n.d.	100,934	5,5%	4,40%	1.000/1.000	Non garantito
◆ Co-operative Bank	XS0846550746	23/10/2015	BB	96,97	2,375%	4,58%	100.000/1.000	Non garantito
◆ Veneto Banca	XS1016053537	20/01/2017	BB	101,868	4%	3,26%	100.000/1.000	Non garantito
◆ Banco Comerc Portugues	PTBITIOM0057	27/02/2017	BBB	102,36	3,375%	2,49%	100.000/100.000	Non garantito
◆ Sanoma Oyj	XS0759680860	20/03/2017	n.d.	103,44	5%	3,70%	100.000/1.000	Non garantito
◆ Zagrebacki Holding Doo	XS0309688918	10/07/2017	BB	94,44	5,5%	7,53%	50.000/50.000	Non garantito
◆ Pne Wind	DE000A1R0741	01/06/2018	n.d.	104,225	8%	6,79%	1.000/1.000	Non garantito
◆ Banco Do Brasil	XS095552178	25/07/2018	BBB	104,2344	3,75%	2,67%	100.000/1.000	Non garantito
◆ Gazprombk (Gpb Finance)	XS0987109658	30/10/2018	BBB-	98,833	3,984%	4,27%	100.000/1.000	Non garantito
◆ Bulgarian Energy Hld	XS0989152573	07/11/2018	BB+	98,932	4,25%	4,51%	100.000/1.000	Non garantito
◆ Romania Government Bond	RO1419DBE013	21/01/2019	BBB	102,815	3,4%	2,75%	5.000/5.000	Non garantito
◆ Ternienergia	IT0004991573	06/02/2019	n.d.	103,25	6,875%	6,06%	100.000/100.000	Non garantito
◆ Icap Group Holdings	XS1041793123	06/03/2019	BBB	101,114	3,125%	2,87%	100.000/1.000	Non garantito
◆ Banco Popolare	XS1044894944	14/03/2019	BBB	102,994	3,5%	2,83%	100.000/1.000	Non garantito
◆ Banca Monte Paschi Siena	XS1051696398	01/04/2019	BBB	102,638	3,625%	3,03%	100.000/1.000	Non garantito
◆ Ssab Ab	XS1055515412	10/04/2019	BB	100,507	3,875%	3,76%	100.000/1.000	Non garantito
◆ Intesa Sanpaolo	XS0213101230	02/03/2020	BBB	99,797	3,75%	1,63%	50.000/50.000	Subord. LT2 Callable 02/03/2015
◆ Ziggo	XS0909788613	27/03/2020	BBB-	101,776	3,625%	3,29%	100.000/1.000	Garantito
◆ Votorantim Cimentos	XS1061029614	25/04/2021	BBB	100,131	3,25%	3,23%	100.000/1.000	Non garantito

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

INTERVISTA Secondo Fermon (Société Générale) si possono ottenere alti rendimenti puntando sugli indici Ibex, Omx e Ftse. Oppure sui settori tlc, media e petrolifero. Senza trascurare i corporate Usa

Quelli che battono il 4%

di Ester Corvi

Con i tassi di interesse reali a breve negativi nella maggioranza dei Paesi sviluppati e quelli a lungo termine vicini allo zero, in quali mercati l'investitore retail può trovare livelli di rendimento attraenti? Daniel Fermon, responsabile dell'asset allocation per Société Générale, spiega dove scovare le migliori occasioni.

Domanda. In uno scenario di tassi in calo e di ripresa economica debole il tema della ricerca del dividend yield, cioè dei rendimenti, è tornato di moda. Cosa ne pensa?

Risposta. È inevitabile che in uno scenario di crescita anemica e bassa inflazione l'interesse degli investitori sia tornato su questo argomento, anche perché il trend dei tassi resta al ribasso, almeno in Eurolandia, come hanno suggerito le dichiarazioni di Draghi.

D. L'aspetto importante è però individuare un buon trade-off rischio rendimento.

R. Il rischio di portafoglio va sempre monitorato con continuità e molto dipende dalla propensione del singolo investitore. In Europa ci sono tuttavia asset che offrono un yield superiore al 4% con un livello di rischio decisamente accettabile.

D. Può fare qualche esempio?

R. Fra gli asset che a mio avviso rendono più del 4% ci sono l'indice spagnolo Ibex, lo svedese Omx, l'inglese Ftse e i settori telecomunicazioni, media e petrolifero.

D. È quindi ottimista sul listino di Madrid?

R. Le mie considerazioni prescindono dalla performance dell'indice di mercato. Sono incentrate sul dividend yield. Detto questo credo che il listino di Madrid abbia buone potenzialità, perché in Spagna la ripresa, seppure in maniera molto lenta, si sta rafforzando, con un impatto positivo sulle aziende e quindi sulla loro redditività. L'Ibex ha un rendimento medio del 4-5%, ma fra i titoli che lo compongono ci sono realtà che vanno oltre.

D. Anche la scelta dell'indice Omx è stata fatta con questo criterio?

R. Certo, perché l'economia svedese è sana e in crescita. Sul listino di Stoccolma ci sono aziende molto generose con gli azionisti di minoranza, che portano il rendimento dell'indice vicino al 5%.

D. Nel caso del listino di Londra, che da inizio anno è salito in valuta locale solo dell'1,2%, conta anche l'aspetto valutario?

R. La sterlina è una moneta più forte dell'euro. E questo garantisce una maggiore stabilità del sistema, con un rendimento medio dell'indice Ftse intorno al 5%.

D. Passando ai mercati emergenti, è ottimista sulle possibilità di recupero nel secondo semestre?

R. Sulla Cina nel breve termine sono

pessimista. Specialmente quando si parla di mercato azionario, visto che il 60% dell'indice Hscei è rappresentato da titoli finanziari. Lo stesso vale per le altre borse asiatiche.

D. Sui Paesi dell'America Latina ha invece un'opinione diversa?

R. Se si restringe l'analisi ai mercati obbligazionari, ci sono titoli che offrono rendimenti molto alti in valuta locale, come il Brasile (12% il titolo di Stato a dieci anni), ma in questo caso la variabile valutaria svolge un ruolo determinante. Per il livello di rischio che implicano credo che non siano adatti a un investitore retail. Al limite possono essere acquistati tramite gli Etf che coprono dal rischio di cambio.

D. Negli Stati Uniti dove crede invece ci sia valore?

R. I corporate bond high yield sono una valida alternativa, visto che in media rendono il 7,5%, in uno scenario Usa di ripresa che a mio avviso si consoliderà.

D. E in Italia?

R. Penso che il percorso di riforme avviato dal premier Matteo Renzi potrà dare buoni risultati, con un impatto positivo anche sul mercato finanziario. Guardando però alle quotazioni attuali, credo che sia opportuno selezionare i singoli titoli ad alto rendimento, come Eni ed Enel, più che puntare sull'indice Ftse Mib. (riproduzione riservata)



Daniel Fermon

un anno rende lo 0,6% (al lordo di commissioni e tasse) «bisogna guardare ai Paesi, e alle rispettive emissioni governative e corporate presenti nell'Ue a 28 ma non ancora nella moneta unica. Paesi come Bulgaria, Romania, Croazia», continua Esposito. «Questi, infatti, hanno molte emissioni in euro ritenute sottovalutate e non ancora adeguatamente apprezzate dagli investitori, e presentano un rapporto rischio/rendimento molto favorevole». Ad esempio, Bulgarian Energy Holding (100% di proprietà dello Stato bulgaro) che paga il 4,25% e scade nel 2018 «si compra ancora sotto la pari e rende il 4,51%, un rendimento più che doppio rispetto a un corporate italiano sulla scadenza quinquennale», sottolinea Esposito. Inoltre, per chi crede che la crisi russo-ucraina possa avere una svolta positiva, l'emissione della Gazprom a 5 anni investment grade (che attualmente rende il 4,27%) «potrebbe essere un'occasione allettante, come anche i titoli bancari italiani che hanno appena concluso o stanno portando avanti aumenti di capitale e che rendono le loro emissioni senior molto più sicure». Tutte le emissioni selezionate scadono entro il 2021 o anche prima, in modo tale da sfruttare ancora l'attuale scenario di bassi tassi di interesse e crescita economica disomogenea. «Questa categoria di obbligazioni potrebbe tutelare i portafogli sia dal possibile rialzo dei tassi a lungo termine nei prossimi trimestri, grazie alla più robusta crescita economica in Europa, sia dall'eventuale contemporaneo indebolimento dell'euro nei confronti del dollaro», conclude Esposito. (riproduzione riservata)

Un futuro di redditività più bassa e di commissioni scontate

di Jacopo Ceccatelli*

La crisi del 2008 prima e quella del 2010-2011 poi hanno fatto emergere, o riemergere, i rischi di detenere obbligazioni di due tipologie di emittenti che, nei decenni precedenti, erano stati considerati sostanzialmente privi di rischio: gli intermediari bancari di grandi dimensioni e gli emittenti governativi dei Paesi sviluppati. L'emersione di questi rischi ha avuto conseguenze sia tra gli investitori sia tra le autorità responsabili della regolamentazione dei mercati bancari e finanziari. Per gli investitori, dopo i precedenti rappresentati da Lehman Brothers e le emissioni della Grecia, non è più accettabile, come in passato, un comportamento passivo dal punto di vista del controllo dei rischi, anche di fronte a portafogli obbligazionari prevalentemente costituiti da titoli di Stato di Paesi sviluppati o da emissioni di grandi istituti bancari. Peraltro questo periodo rappresenta con tutta probabilità la fine di un ciclo iniziato circa 30 anni fa in piena Reganomics, con i rendimenti dei Treasury statunitensi al 16%, i

Bund tedeschi al 10% e i Bot e Cct abbondantemente a doppia cifra. Per gli investitori obbligazionari le tendenze di lungo periodo hanno corrisposto a risultati diametralmente opposti. Nel ventennio tra metà anni 60 e metà anni 80, investire in obbligazioni ha significato in alcuni Paesi addirittura dimezzare il proprio potere d'acquisto. Nel trentennio successivo, da metà anni 80 a oggi, l'investimento in obbligazioni (anche a rischio medio-alto) ha garantito ritorni molto positivi, molto spesso più positivi rispetto alle azioni. Ora, con la convergenza di Btp e Bonos (e di tutte le emissioni domestiche corporate e finanziarie italiane e spagnole) verso rendimenti sempre più vicini a quelli dell'Europa core, la fase di strutturale ribasso di tassi e rendimenti iniziata a metà anni 80 può considerarsi conclusa. Una volta che il famigerato spread si sarà ridotto a 100-120 basis point (1-1,2%), dove mai potranno rifugiarsi gli investitori obbligazionari? E quali comportamenti dovranno adottare? Probabilmente resterà qualche piccola riserva di rendimento tra i Paesi emergenti, coi rischi molto evidenti te-

stimoniati dai movimenti della seconda metà del 2012. Certamente gli emittenti high yield continueranno ad affacciarsi sul mercato promettendo cedole elevate, ma anche rischi altrettanto elevati. In ogni caso, queste nicchie del mercato non saranno sufficienti ad accogliere le decine e centinaia di miliardi di euro, che solo un Paese come l'Italia investe oggi in emissioni domestiche a rendimenti storici mediamente superiori al 4-5%. Per alcuni investitori poi, sarà forse possibile aumentare gli investimenti nel settore azionario. In termini relativi, però, difficilmente lo spostamento verso le azioni potrà riguardare molto più del 10-15% dei portafogli (sarebbe già moltissimo). Per la grande maggioranza degli investitori istituzionali europei quindi rimarrà il problema di come investire almeno il 70% del proprio patrimonio (oggi la percentuale investita in obbligazioni è mediamente tra l'80 e il 90%). Si renderà necessario un cambiamento non solo e non tanto in termini di dove dirigere gli investimenti, ma soprattutto in termini di come affrontare la tematica stessa dell'attività di gestione. Una

prima risposta sarà un abbassamento delle aspettative di rendimento. Questo processo graduale è già in atto da diversi anni (basti pensare che a metà anni 90 la redditività media dei portafogli obbligazionari in Italia era a doppia cifra), ma con tutta probabilità si accentuerà ulteriormente. Una seconda risposta sarà, con tutta probabilità, quella di agire su spese e commissioni, facendo in modo che il loro peso vada a incidere percentualmente il meno possibile, a fronte di rendimenti sempre più compressi. Per contrastare e limitare i rendimenti in calo e la pressione sulle commissioni la risposta naturale sarà con tutta probabilità quella di passare da un atteggiamento prevalentemente passivo a uno più dinamico e attivo. Chiaramente, questa nuova tendenza potrà dare soddisfazione solo a una parte degli operatori, quelli che sapranno dotarsi non solo di capacità gestionali all'altezza, ma anche e forse soprattutto di metodologie di misurazione e controllo dei rischi che li mettano in grado di controllare le scelte dei gestori. (riproduzione riservata)

*ceo di Jci Capital Ltd