

DOPO FED E BCE/3 L'annuncio di Draghi sulla fine degli stimoli monetari è stato da colomba. Ma per gli operatori è meglio prepararsi subito a un aumento dei tassi. Puntando su scadenze brevi e cedole variabili

Quei bond da dopo Qe

di **Roberta Castellarin**
e **Paola Valentini**

Il presidente della Bce, Mario Draghi, giovedì 14 giugno ha giocato la carta del doppio messaggio, annunciando la fine del Quantitative easing ma rassicurando i mercati sulla dinamica dei tassi. Il mercato ha prontamente interpretato l'indicazione da colomba, tanto che lo spread tra Btp e Bund ha puntato su quota 220 punti dopo che nell'ultima asta dei Btp, martedì 12, i tassi erano saliti ai massimi da quattro anni nelle emissioni a 3, 7 e 30 anni. I titoli al 2021 erano stati aggiudicati a un rendimento dell'1,16%, contro lo 0,07% precedente, quelli dei Btp al 2025 erano saliti dall'1,34 al 2,37%, mentre sui trentennali il tasso era passato dal 2,88 al 3,54%. I Btp già soffrono l'incertezza del quadro politico italiano, ma ora si inserisce anche il diverso contesto di mercato aperto delle nuove indicazioni della Bce sul piano di acquisto di obbligazioni che in questi anni ha tenuto bassi i rendimenti dei bond, sia governativi che societari. E al di là dei toni da colomba, è importante concentrarsi sull'atteggiamento ora meno interventista della banca centrale. «La Bce si avvia, seppure con calma, a chiudere l'era, che speriamo non si ripeta, delle politiche straordinarie. I mercati torneranno a fare i prezzi», afferma Anna Maria Grimaldi, senior economist di Intesa Sanpaolo. Concorda Paolo Geuna, analista senior di **Tendercapital**: «I mercati si sono concentrati sulla parte accomodante del messaggio, ma d'ora in poi l'attenzione dovrà essere sui segnali in arrivo dall'economia reale. Se nella seconda parte dell'anno emerge-

ranno dati d'inflazione in crescita sarà possibile un aumento dei tassi più marcato rispetto alle attese di mercato». Grimaldi ricorda che: «Nel comunicato della Bce il Consiglio si aspetta, da fine anno, un rialzo più duraturo dei prezzi, dati i segnali di accelerazione dei salari. Draghi ha sottolineato che la bassa crescita

salariale era l'anello mancante per giudicare sostenibile il rialzo dei prezzi interni».

Meglio allora preparare i portafogli per non essere colti di sorpresa. Tendercapital ha elaborato per **MF-Milano Finanza** una selezione di titoli corporate in euro adatti alla fine del Qe. «In questo scenario è importante diversificare di più il portafoglio, inserendo strategie decorrelate. Altrettanto importante è limita-

re l'esposizione al rischio di tasso con strumenti a breve duration su aspettative di graduale risalita dei prezzi». Geuna ricorda che all'iniziale risalita della parte a lunga scadenza della curva dei tassi (movimento di irripidimento) dovrebbe seguire una risalita della parte a breve indotta da aspettative di futuri rialzi del tasso sui depositi e su quello ufficiale di sconto. Ciò spingerà al rialzo l'Euribor, oggi ancora abbondantemente negativo (-0,30%). «Per gestire al meglio la fine degli stimoli monetari, ormai prossima, è interessante inserire in portafoglio una componente a cedola variabile che possa affiancare la componente a reddito fisso dalla duration breve», sottolinea Geuna che aggiunge: «Tale esposizione può essere presa sull'intera

curva dei tassi: nella parte a breve tramite strumenti indicizzati all'Euribor; nella parte a medio-lungo periodo attraverso strumenti fisso-variabile, la cui parte variabile sia legata al tasso swap a 5-7 anni». Geuna spiega che tali strumenti presentano una cedola che è fissa fino a una data prefissata, oltre la quale essa diviene variabile in funzione dell'andamento del tasso swap a 5 o 7 anni. «Le caratteristiche di breve duration e di cedola futura variabile rendono questi strumenti interessanti alternative a bond corporate e governativi in euro dai rendimenti estremamente bassi. Come emerge anche dall'analisi dei rendimenti di obbligazioni di emittenti Usa in euro. «Questo

segmento di mercato offre pochi titoli rivolti al retail, ma dà

un'indicazione chiara su come i rendimenti dei titoli investment grade siano ancora compressi», aggiunge Geuna. Quindi per avere un extrarendimento è necessario guardare a titoli di maggiore rischiosità. «La subordinazione e la perpetuità (nella quasi totalità dei casi) li rende però adatti a investitori dal profilo di rischio medio-alto. Quando prevale l'incertezza l'aumento del premio al rischio è penalizzante», avverte Geuna.

Intanto il mercato aveva giocato d'anticipo. Da un sondaggio di Bank of America Merrill Lynch tra 76 grandi investitori emergeva che per la prima volta dal 2011 gli investitori risultavano corti sul debito in euro e soprattutto sui finanziari. Afferma Domenico Del Borrello, country manager di Muzinich: «Nella

prima parte dell'anno abbiamo visto disinvestimenti in tutto il settore del credito, adesso questa fase è finita, il mercato ha già scontato i cambiamenti delle politiche monetarie. D'altronde mai come oggi c'è dicotomia tra Stati Uniti ed Europa». Come ampiamente scontato dai mercati, la Fed il giorno precedente l'annuncio della Bce ha aumentato i tassi di 25 punti base, portandoli dall'1,75 al 2% (il settimo aumento da quando a fine 2015 la banca centrale Usa ha avviato la lenta normalizzazione) e ha prospettato da qui a fine 2019 cinque rialzi al posto dei quattro stimati a marzo, rivedendo le stime di crescita del pil nel 2018 al 2,8 dal 2,7%.

Invece, l'economia europea resta osservata speciale. «L'emergere di nuovi rischi com-



plica la situazione. Le tensioni commerciali e l'accresciuta volatilità dei mercati finanziari stanno confondendo le prospettive. Per questo il piano della Bce per le tappe finali della normalizzazione della politica monetaria potrebbe essere accantonato», afferma Silvia Dall'Angelo, senior economist di Hermes Investment Management. Del Borrello ricorda che «negli Stati Uniti i rendimenti dei titoli high yield sono arrivati al 6,5% e quelli dei titoli investment grade superano il 3%». Livelli interessanti, ma che devono fare i conti con il rischio di cambio. «Il costo di copertura del rischio di cambio tra euro e dollaro ha superato i 300 punti base, quindi il rendimento in più che si ottiene rischia di essere annullato dalla copertura valutaria. Per questo noi continuiamo a sovrappesare le obbligazioni europee». Certo le cose cui prestare massima attenzione non mancano. «Bisogna controllare la duration dei titoli e la qualità dei bilanci societari. Secondo noi oggi sarebbe folle investire su durate superiori ai tre anni. In una fase come questa non si può avere un approccio da cassetista». Il fondo Muzinich European Credit Alpha Fund prevede anche posizioni short sulla duration in modo da proteggere il portafoglio dai rialzi dei tassi. Quanto allo stato di salute delle aziende europee Del Borrello ricorda: «Oggi l'Europa vanta un livello di default tra i più bassi di sempre e crediamo che resteranno a questi livelli bassi malgrado la fine del Qe, perché le società europee esibiscono bilanci solidi e una buona capacità di generare utili». Muzinich in particolare preferisce i titoli di rating BB, che sono al confine tra l'investment grade e l'high yield, con l'idea di individuare quelle società il cui rating potrebbe essere migliorato. Quanto ai settori, la preferenza va a quello finanziario perché le banche beneficerebbero di attese di tassi in rialzo. Senza trascurare i prestiti, asset class considerata sempre più interessante dai gestori. (riproduzione riservata)



COPERTINA

UNA SELEZIONE DI EMISSIONI IN EURO DI SOCIETÀ AMERICANE

Emittente	Codice Isin	Scadenza	Data Call	Prezzo	Cedola %	Rendimento alla call	Taglio minimo	Tipo
◆ Flowserve Corporation	XS1196536731 corp	17/03/2022	17/12/2021	99,97	1,250	1,22%	100.000	Fisso
◆ Goldman Sachs Group Inc	XS1614198262 corp	15/05/2024	-	100,99	1,375	1,14%	1.000	Fisso
◆ Becton Dickinson And Co	xs1531345376 corp	15/12/2022	-	99,88	1,000	1,01%	100.000	Fisso
◆ At&t Inc	XS1778825262 corp	05/09/2023	04/08/2023	100,66	1,050	0,92%	100.000	Fisso
◆ Ford Motor Credit Co Llc	XS1729872736 corp	01/12/2024	-	98,93	0,379	0,52%	100.000	Variabile
◆ Morgan Stanley	XS1603892065 corp	08/11/2022	08/11/2021	100,35	0,372	0,26%	100.000	Variabile
◆ Bank Of America Corp	XS1560862580 corp	07/02/2022	07/02/2021	100,75	0,472	0,17%	100.000	Variabile
◆ General Motors Finl Co	XS1609252645 corp	10/05/2021	-	100,59	0,352	0,13%	100.000	Variabile

Fonte: Tenderscapital

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

UNA SELEZIONE DI CORPORATE BOND EUROPEI DI TENDERCAPITAL

Emittente	Codice Isin	Paese	Scadenza	Data Call	Prezzo	Cedola %	Rendimento alla call	Taglio minimo	Tipo
◆ Enel	XS1713463716 corp	Italia	24/11/2078	24/11/2023	95,97	2,500	3,24%	100.000	Variabile
◆ Maire Tecnimont	XS1800025022 corp	Italia	30/04/2024	30/04/2021	99,389	2,625	2,65%	1.000	Fisso
◆ Unicredit	IT0005087116 corp	Italia	03/05/2025	03/05/2020	98,635	2,421	2,60%	10.000	Variabile
◆ Cellnex Telecom	XS1468525057 corp	Spagna	16/01/2024	16/10/2023	99,279	2,375	2,46%	100.000	Fisso
◆ Bayer	DE000A14J611 corp	Germania	02/04/2075	02/10/2022	100,026	2,375	2,31%	1.000	Variabile
◆ Unipolsai	XS0173649798 corp	Italia	28/07/2023	28/07/2018	99,022	2,172	2,27%	1.000	Variabile
◆ Evonik Industries	DE000A2GSFF1 corp	Germania	07/07/2077	07/11/2022	100,029	2,125	2,06%	1.000	Variabile
◆ Petroleos Mexicanos	XS1824425265 corp	Messico	24/08/2023	-	99,93	2,076	2,04%	100.000	Variabile
◆ Celulose Beira Industria	PTBINIOM0004 corp	Portogallo	22/02/2024	-	100,869	2,177	1,92%	10.000	Variabile
◆ Deutsche Telekom	XS1382792197 corp	Germania	03/04/2023	-	99,67	0,625	0,67%	1.000	Fisso

GRAFICA MF-MILANO FINANZA