

SOTTO ATTACCO L'ottovolante dei titoli di Stato italiani continua. Lo spread a dieci anni contro Bund è tornato a oltre 460 punti base e il rendimento supera il 6,4%. Ma ci sono titoli che offrono ben di più. Ecco le occasioni, per chi ritiene, che l'Italia ha le armi per risollevarsi

Btp 8%, che occasione

di Stefania Peveraro

La convulsa giornata del premier Silvio Berlusconi al G20 di Cannes venerdì 4 novembre conclusa con il monitoraggio dell'Italia da parte del Fmi ha catalizzato l'attenzione dei mercati internazionali e soprattutto di quelli obbligazionari, con i Btp che per l'ennesima volta sono andati sull'ottovolante, toccando a dieci anni un ulteriore nuovo massimo di rendimento al 6,42%, livello che non si vedeva dal 1997. La conseguenza? Lo spread contro Bund tedesco si è allargato di nuovo oltre 460 punti base, sempre sui dieci anni, e le quotazioni dei titoli di Stato non oggetto della politica di acquisto della Banca Centrale Europea, Cct e Btpei in testa, hanno incassato nuovi colpi, fino a rendere anche l'8%.

Il tiramolla non è affatto finito e fino a quando l'Italia non metterà in campo mosse davvero radicali, il mercato continuerà a interpretare negativamente qualunque dichiarazione a livello internazionale riguardo il Paese. Quanto è accaduto venerdì 4, in sede di G20, è l'ennesima dimostrazione di questa tesi. Berlusconi ha chiesto formalmente che il Fondo monetario internazionale prenda visione ogni trimestre di come procede il processo delle riforme che saranno adottate per abbattere il debito pubblico, così come era già stato stabilito nel vertice europeo dello scorso 27 ottobre, quando al governo italiano era stato chiesto di fornire le medesime informazioni su base periodica alla Commissione Ue. Tradotto per il mercato, l'Italia, al di là delle implicazioni politiche della mossa, è ormai un sorvegliato speciale per il Fmi e per la Commissione europea. Ergo, dagli ai Btp.

E come al solito, benché più di un investitore istituzionale ritenga che l'Italia non sia da buttare, nella pratica non si espone più di tanto. Anzi, contribuisce a peggiorare la situazione: la contabilità degli investitori istituzionali e dei fondi di investimento obbliga al cosiddetto markt-to-market, cioè a contabilizzare i titoli in portafoglio di trading ai prezzi di mercato e a svalutare le posizioni in perdita, con impatto sui bilanci o, nel caso dei fondi, sul valore della quota. Per evitare i write-off molti fondi hanno ridotto la loro esposizione nei confronti dei Paesi periferici dell'area euro e dell'Italia in particolare. Ma quello che vale per i fondi non è necessariamente valido per i privati, che non hanno vincoli di bilancio da rispettare e che ora possono acquistare a prezzi davvero d'occasione.

MF-Milano Finanza ha chiesto a un panel di gestori di importanti patrimoni privati che cosa stanno consigliando ai loro clienti. E la risposta è praticamente unanime: l'Italia onorerà i suoi debiti; dunque oggi ci sono occasioni ghiotte da cogliere. «Certo bisogna avere un po' di fegato, perché il bailamme in cui ci siamo cacciati durerà ancora per mesi e nel frattempo i prezzi dei nostri titoli resteranno nel frullatore», spiega un money manager. «Ai nostri clienti che hanno in portafoglio titoli di Stato italiani e che in questo momento stanno perdendo grosse cifre consigliamo di non vendere. Ma certo non consigliamo di incrementare l'esposizione», dice a **MF-Milano Finanza** Massimo Fortuzzi, amministratore delegato di Idea sim spa. «L'Italia ce la può fare. In passato ha già abbattuto il muro del debito con misure appropriate, generando un avanzo primario di bilancio significativo tra il 2000 e il 2001. Il problema, però, è che al momento non stiamo facen-

do quello che dovremmo fare per convincere i mercati, ossia agire sia sui tagli alle spese sia sull'aumento delle entrate, attraverso la lotta all'evasione. Per questo i ribassisti trovano terreno fertile e affossano Btp e Cct. E ora alcune emissioni quotano a prezzi assolutamente insensati. Un Cct a 86, per esempio, è un'occasione più unica che rara. Tenendo sempre presente che siamo ancora nel bel mezzo della crisi».

Sulla stessa linea **Angelo Drusiani**, responsabile delle gestioni obbligazionarie di Banca Albertini-Syz: «Perché la situazione si riequilibri ci vorranno ancora mesi: quindi è ragionevole attendersi molta volatilità sui prezzi dei titoli italiani. Ciò significa che un investitore privato che voglia restare esposto all'Italia e scommettere su un recupero delle quotazioni dei titoli di Stato deve essere pronto a sopportare ulteriori ribassi delle quotazioni. Se oggi un risparmiatore ha in portafoglio una quota importante di titoli di Stato, ma non ritiene di dover smobilizzare quei risparmi nel medio termine, allora il consiglio è di non venderli. Se invece il risparmiatore vuole costruirsi oggi un nuovo portafoglio in titoli di Stato europei e ha una propensione media al rischio, non consiglio di esporli sull'Italia oltre il 20% e di inserire invece titoli più tranquilli come quelli tedeschi, francesi, olandesi, austriaci e finlandesi». Detto questo, anche Drusiani è

d'accordo sul fatto che la crisi oggi abbia creato occasioni d'acquisto irripetibili sui titoli di Stato italiani, «soprattutto quelli che non sono oggetto della politica di acquisti da parte della Bce, che ha come target soltanto i Btp e in particolare le emissioni benchmark. Così molti Cct e CctEu quotano oggi ben sotto 90 e rendono fino al 7% all'anno, mentre i Btp indicizzati all'inflazione europea prezzano anche sotto gli 80 centesimi, con rendimenti lordi, comprensivi di un'ipotesi di inflazione del 2,6%, che arrivano anche oltre l'8% (si veda la tabella in pagina, ndr)».

E lo stesso discorso vale anche per i bond delle banche italiane, visto che l'Eba ha partorito un metodo di calcolo delle svalutazioni dei titoli in portafoglio del tutto sfavorevole agli istituti tricolore, che, imbottiti di titoli di Stato italiani, si trovano oggi costretti ad aumenti di capitale molto più di quanto non debbano fare le colleghe francesi e tedesche, ben più esposte sui titoli di Stato greci, a vero rischio di default. Così, anche solo limitandosi alle duration brevi, ci sono bond di Unicredit e Intesa Sanpaolo che scadono all'inizio del 2014 a tasso variabile che oggi pagano rendimenti superiori al 5,6%, per non parlare dei bond a tasso fisso del Banco Popolare scadenza 2013 che pagano il 6,56%. Livelli, però, che fanno comunque fatica a competere con i rendimenti dei Btp e dei Cct di questi giorni.

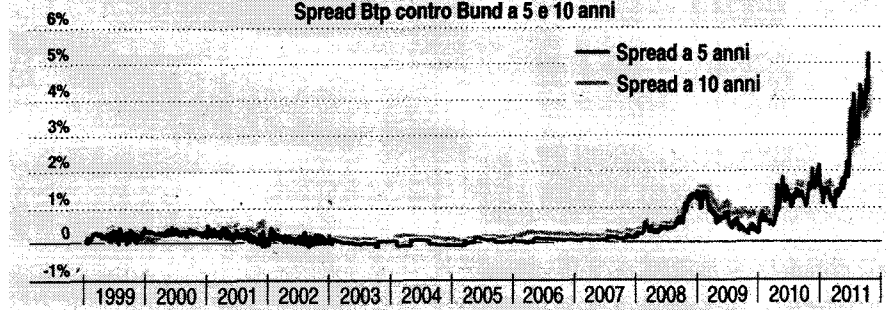
Ma non basta. Come ormai ricordato più volte, l'effetto spread ha un impatto immediato sul costo del finanziamento per le imprese, anche di quelle con un buon merito di credito. E infatti fino a solo pochi giorni soltanto corporate molto solidi come Enel o Eni rendevano meno del Btp. Oggi, invece, la situazione si è capovolta e i prestiti aziendali sembrano molto meno compe-

titivi dei titoli di Stato di pari durata. Sempre tenendo conto delle scadenze brevi-medie, per esempio, Enel luglio 2017 rende il 4,86%, meno del Btp non solo di analoga scadenza, ma addirittura meno del Bot a un anno, che è arrivato a pagare oltre il 5,3%, quando solo giovedì 27 ottobre offriva il 3,8%.

Insomma, la rincorsa degli emittenti agli investitori continua e non a caso le banche che propongono conti di deposito vincolati non smettono di aumentare il tasso di interesse proposto. Ma al momento il confronto già non regge più. (riproduzione riservata)

SI IMPENNANO I RENDIMENTI DEL DEBITO ITALIANO...

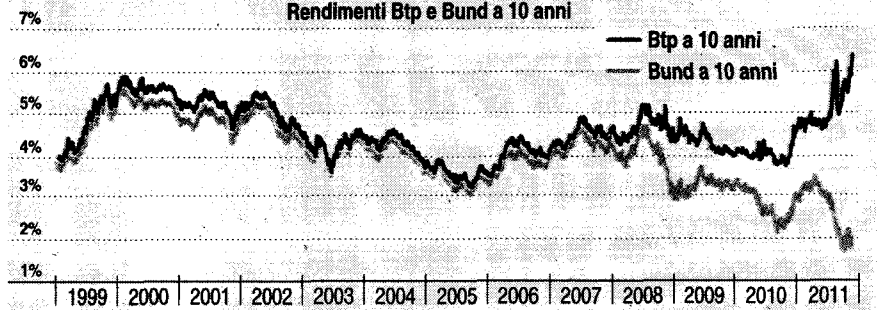
Spread Btp contro Bund a 5 e 10 anni



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

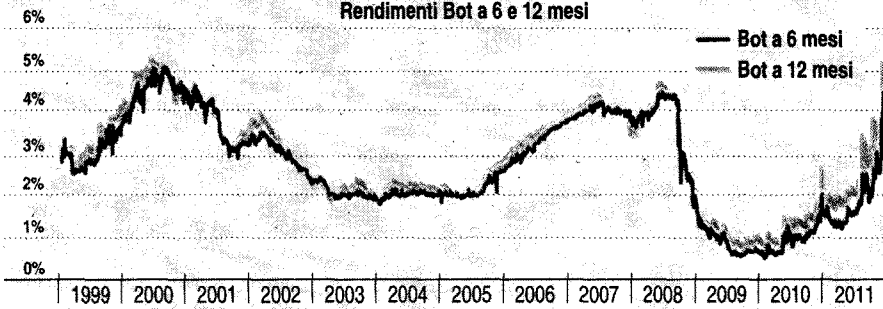
... E TUTTI CORRONO A COMPRARE BUND

Rendimenti Btp e Bund a 10 anni



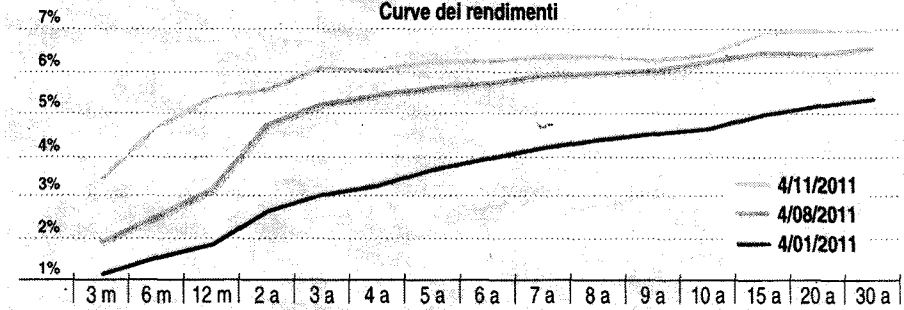
ANCHE IL BREVE TERMINE PREOCCUPA...

Rendimenti Bot a 6 e 12 mesi



... MA LA CRESCITA DEI TASSI STA FRENANDO

Curve dei rendimenti



QUANTO RENDONO I TITOLI DI STATO ITALIANI

Tipo di titolo	Scadenza	Cedola	Prezzo	Rendimento lordo*
Bot 3 mesi	31-01-12	0,00%	99,315	2,96%
Bot 6 mesi	30-04-12	0,00%	97,9	4,44%
Bot 12 mesi	15-10-12	0,00%	95,31	5,18%
Btp 2 anni	01-08-13	4,25%	98,75	5,07%
Btp 3 anni	01-07-14	4,25%	96,83	5,63%
Btp 5 anni	15-09-16	4,75%	95,575	5,86%
Btp 7 anni	01-08-18	4,50%	92,04	6,04%
Btp 10 anni	01-09-21	4,75%	90,21	6,18%
Btp 15 anni	01-03-26	4,50%	80,715	6,71%
Btp 20 anni	01-11-29	5,25%	85,045	6,80%
Btp 30 anni	01-09-40	5,00%	78,21	6,83%
Btpei	15-09-41	2,55%	62,66	7,78%
Btpei	15-09-35	2,35%	63,217	7,84%
Btpei	15-09-26	3,10%	75,412	8,42%
Btpei	15-09-23	2,60%	75,698	8,27%
Btpei	15-09-21	2,10%	76,313	8,06%
Btpei	15-09-19	2,35%	81,824	8,07%
Btpei	15-09-17	2,10%	84,106	8,19%
Btpei	15-09-16	2,10%	86,778	8,13%
Btpei	15-09-14	2,15%	93,011	7,75%
Btpei	15-09-12	1,85%	99,19	6,02%
CctEu	15-04-18	Euribor6m+100pb	82,4	6,01%
CctEu	15-10-17	Euribor6m+80pb	82,68	5,98%
Cct	01-03-17	Bot6m+30pb	86,9	7,50%
Cct	01-07-16	Bot6m+30pb	88,21	7,59%
CctEu	15-12-15	Euribor6m+80pb	87,5	5,95%
Cct	01-09-15	Bot6m+30pb	90,31	7,37%
Cct	01-12-14	Bot6m+30pb	92,775	7,24%
Cct	01-03-14	Bot6m+30pb	94,195	7,06%
Cct	01-07-13	Bot6m+30pb	96,435	6,72%
Cct	01-11-12	Bot6m+30pb	99,18	5,10%

Note: Dati aggiornati alle ore 12 di venerdì 4 novembre 2011 *Per i Btpei (Btp con cedola e capitale indicizzati all'inflazione europea), il rendimento lordo comprende un'ipotesi di inflazione media annua al 2,6%

Fonte: Bloomberg

GRAFICA MF-MILANO FINANZA