

BTP sotto esame, i consigli dei gestori

Giudizi delle agenzie di rating in vista
 La Bce sostiene i prezzi
 Un'azione Ue coordinata può ridurre lo spread

a cura di
Isabella Della Valle
 e **Marzia Redaelli**

■ *Irisparmiatori italiani sono storicamente affezionati ai titoli di Stato italiani ed è comprensibile che in questa fase delicata ci si chieda cosa sia meglio fare su questa asset class. Lo abbiamo domandato ad Andrea Cuturi, chief investment officer di Anthilia Sgr, e a Massimo De Palma, responsabile del team multi asset Italia di Gam (Italia) Sgr.*

C'è il rischio di un taglio del giudizio di affidabilità (downgrade) sul BTP?

Andrea Cuturi. Lo scenario macro è stato completamente stravolto dall'emergenza sanitaria. L'Italia è tra i paesi più colpiti dalla pandemia, ma non riteniamo abbia senso un downgrade sul BTP nei prossimi tre mesi. Solo quando l'emergenza sarà rientrata e le singole economie tenderanno un ritorno alla normalità, si potranno fare proiezioni ed eventualmente dare giudizi di rating (merito di credito) sui diversi debiti pubblici nazionali.

Massimo De Palma. Stiamo vivendo uno shock senza precedenti, umano ed economico. Gli aiuti del Governo porteranno all'aumento sostanziale del debito. Le agenzie di rating, prima di prendere una decisione sul suo grado di sostenibilità nel medio termine, preferiscono attendere e valutare l'impatto del lockdown. Il contenimento dei tassi d'interesse dovrebbe essere garantito dalla Bce, ma la possibilità di un rimbalzo sostenuto dell'economia è più incerta. Un blocco prolungato dell'attività, tale da arrecare danni strutturali a parti del sistema produttivo, aumenterebbe i rischi di revisione del rating.

Cosa vuol dire il downgrade per chi ha i BTP in portafoglio?

Andrea Cuturi. Un cambio di rating genera flussi di acquisto o vendita. Il mercato tende ad anticipare, e di solito al downgrade molti dei flussi in uscita si sono già verificati. Quando però comporta la perdita per l'emittente della qualifica di "investment grade" (BBB-), si possono avere flussi di vendita forzati. Infatti, non tutti gli investitori istituzionali possono detenere bond con rating "high yield" (ad alto rendimento e rischio, ndr).

Delle tre principali agenzie, solo Moody's ha l'Italia sull'ultimo livello di Investment Grade, con outlook stabile: la probabilità di un passaggio a "junk" (spazzatura) è al momento marginale.

Massimo De Palma. La discriminante è la perdita dello status "Investment Grade". La Bce non acquista bond "high yield", con l'eccezione dei greci, grazie alla deroga del piano Pepp (Pandemic Emergency purchase programme). La Bce, inoltre, considera il miglior rating tra quelli delle principali quattro agenzie. Attualmente l'Italia è valutata da Dbrs tre livelli sopra il limite: difficilmente un eventuale downgrading sarà così brutale. Invece, nel caso di fondi ed Etf l'uscita dal mondo Investment Grade potrebbe comportare l'esclusione dei governativi italiani dagli indici, con liquidazione delle posizioni per adeguare i portafogli.

Se ho in portafoglio Btp a lungo termine devo venderli o tenerli?

Andrea Cuturi. Dipende dal peso dei Btp nel portafoglio. Avere fino al 20% del portafoglio in un Btp fino a 15 anni per un investitore di età media è a nostro avviso corretto.

Massimo De Palma. La scelta dipende dalla sensibilità e al profilo di rischio. La durata finanziaria elevata può dar luogo a ampie variazioni di prezzo. La volatilità del Btp è decisamente aumentata con la diffusione dell'epidemia in Italia, insieme alla percezione che il nostro livello di debito possa essere un problema. Questo rischio è riflesso nel differenziale di rendimento rispetto agli altri paesi periferici della zona euro. L'azione della Bce ha placato le tensioni e sostenuto i corsi. Se i forti piani di stimolo all'economia del Governo avranno il supporto dell'Unione Europea e ci sarà una risposta coordinata, il BTP potrà stringere gli spread.

I BTP a breve sono più sensibili?

Andrea Cuturi. A fronte di una situazione complessa o un'emergenza esogena tipo la pandemia, le scadenze brevi soffrono di più, perché più liquide e detenute da investitori più "risk adverse". Come è accaduto nelle prime tre settimane di marzo. Con la normalizzazione del mercato, il recupero di solito è altrettanto più veloce.

Massimo De Palma. Se il mercato percepisce un forte rischio di insolvenza, la curva dei rendimenti tende a invertirsi e le scadenze brevi offrono ritorni maggiori di quelle a più lungo termine. Non è il caso attuale dell'Italia, la situazione è sotto controllo e le tensioni per ora dipendo-

no dalle complesse relazioni nell'Unione Europea, anche se i rendimenti a breve non sono più negativi come un mese fa.

Conviene comprare ora BTP? Se sì, quali scadenze?

Andrea Cuturi. Per un investitore medio di circa 55 anni pensiamo che il BTP possa rappresentare fino al 40% del portafoglio: Btp 2025, 2030 e 2035, oltre a Btp Italia legati all'inflazione, che è prezzata a zero e lo sarà ancora per un po'.

Massimo De Palma. Dipende dalla tolleranza al rischio. Dopo l'intervento della Bce, noi abbiamo parzialmente ridotto la liquidità di portafoglio, aumentata con l'acutizzarsi della crisi, per acquistare tra l'altro anche BTP. Abbiamo scelto la parte intermedia della curva, che ci espone meno alla volatilità legata alla duration e ci consente di ottenere rendimenti positivi che la liquidità non consente.

Che cosa conviene fare a chi ha BTP inflation linked?

Andrea Cuturi. Se sono detenuti nelle giuste proporzioni di portafoglio decisamente mantenerli.

Massimo De Palma. I Btp indicizzati all'inflazione hanno subito una intensa correzione, come i titoli simili. Le attese di una recessione globale hanno ridotto le stime sulla crescita dei prezzi al consumo, che secondo i livelli impliciti nel titolo decennale è attesa intorno allo 0,3%. Alcuni analisti ritengono che la ripresa della vita sociale provocherà un eccesso di domanda non soddisfacibile dall'offerta e, dunque, una fiammata inflattiva. In un tale scenario o con un semplice ritorno alla "normalità", i Btp inflation linked potrebbero apprezzarsi e proteggere il portafoglio, al contrario di un titolo tradizionale (nominale) di pari scadenza.

La percezione del rischio Italia

Spread BTP-Bund in punti base



FONTE: Thomson Reuters