

INVESTIMENTI

Il Bot semestrale rende il 2%, mentre il Treasury biennale e il Btp quinquennale offrono il 4%: è arrivata l'ora di rifugiarsi nei titoli a scadenza media e breve?

# Salvagente Bond

## Le obbligazioni giuste per sfruttare l'impennata dei rendimenti



OBBLIGAZIONI

Il rischio recessione e le banche centrali aggressive fanno salire i rendimenti sulle scadenze corte. Per i gestori è il momento di investire puntando su Btp Italia ed emittenti solidi, come le banche

## È l'ora dei bond brevi

di Marco Capponi

**F**ino a qualche mese fa, prima che le banche centrali decidessero di contrastare l'inflazione galoppante con strette monetarie che non si vedevano dagli anni '80, il reddito fisso stava scomparendo dai portafogli dei gestori, se non con soluzioni ad alto rischio come obbligazioni di emittenti high yield o credito dei mercati emergenti.

All'interno dei Paesi sviluppati, a parte qualche fondo in genere molto conservativo, un'opzione era completamente fuori dai radar: le scadenze brevi. La ragione è semplice: l'azione iper accomodante e coordinata di Bce e Fed teneva i tassi forzatamente a zero, azzerando di fatto il rischio (e quindi il potenziale rendimento) sulle obbligazioni, specie a scadenza corta. Così un Btp biennale, per esempio, a fine 2021 aveva un rendimento negativo dello 0,08%. Tutt'altro che interessante per un portafoglio che volesse generare qualche ritorno.

Adesso il mondo è cambiato: la corsa dei prezzi al consumo, esasperata dalla guerra in Ucraina e dal conseguente rincaro delle materie prime energetiche, ha spinto le banche centrali europea e americana a rialzi dei tassi record. L'aumento del costo del denaro, unito alle aspettative crescenti di inflazione e al rischio recessione, ha fatto schizzare i rendimenti dei bond. Ciò ha provocato un innalzamento di tutte le principali curve dei Paesi sviluppati, e spesso anche un appiattimento, con le scadenze corte che, spinte al rialzo dai pericoli macroeconomici di breve periodo, si sono avvicinate a quelle lunghe. Negli Usa da tempo la curva dei rendimenti viaggia invertita: sopra il 4,1% il biennale, intorno al 3,7-3,8% il decennale. Un movimento che tradizionalmente indica la probabilità di una recessione nei successivi 12 mesi.

Anche in Italia si sta assistendo a una traiettoria di rendimenti in rialzo sulle scadenze brevi.

La curva è più alta e un po' meno ripida dello scorso anno, col biennale che in settimana ha sfiorato il 3,2% e il quinquennale quasi al 4%. Un altro indizio è arrivato di recente dalla nuova asta di Bot semestrali con scadenza al 31 marzo 2023, il cui rendimento lordo ha sfiorato il 2% (l'annuale rende già il 2,2%). Primarie fonti bancarie consultate da MF-Milano Finanza hanno evidenziato che la domanda della clientela non è stata eccessiva, ma ha comunque mostrato un lento risveglio verso questo tipo di emissioni: la liquidità elevata, hanno evidenziato gli esperti, viene ancora parcheggiata nei conti in attesa di essere allocata verso altri investimenti, tra i quali il mattone resta quello preferito. Ora i fari sono puntati sulle prossime due emissioni di Bot, in programma per 7 e 24 ottobre (scadenze annuale e semestrale) per capire quale sarà la risposta della clientela, anche alla luce delle aspettative sul rischio Paese dopo le elezioni. In definitiva, tornare sulle scadenze brevi conviene? Parola ai money manager.

**Anthilia.** Posto che attualmente sia le sca-

denze brevi sia le lunghe offrono rendimenti positivi, **Markus Ratzinger**, partner e gestore obbligazionario di Anthilia, non vede «un grande vantaggio sulle seconde, che sono interessanti quando prendere un rischio tasso per un periodo lungo viene remunerato, ovvero quando le curve sono ripide o quando i rendimenti sono alti in assoluto, magari confrontandoli con la media storica». Nel breve, aggiunge il money manager, a oggi «si prende lo

stesso o addirittura leggermente di più, senza considerare la volatilità: più si va a lungo, più aumenta». Ratzinger si orienta su scadenze brevi da uno a 4-5 anni: a livello corporate su «emittenti molto solidi, in particolare grandi banche italiane o internazionali». Sui Btp una scelta interessante è «il Btp Italia: uno in scadenza a marzo 2025 adesso rende l'inflazione più 140 punti base. Il Btp normale rende il 3,5% alla stessa scadenza, e quindi l'inflazione implicita per un pari rendimento è del 2%: a quella scadenza è possibile che i prezzi al consumo siano pari o addirittura superiori a questo livello». Infine il money manager guarda alle obbligazioni strutturate di grandi banche emesse in dollari: «Adesso questi titoli», conclude, «vengono venduti a sconto dai clienti che hanno guadagnato molto col dollaro forte: chi volesse assumere il rischio

dollaro o chi ha la possibilità di gestire il rischio cambio, ha molti titoli con rendimenti alti rispetto a quelli emessi in euro, anche tenendo conto del differenziale dei tassi».

**Hope.** Secondo **Claudio Scardovi**, ammini-

stratore delegato di Hope Sicaf, l'inflazione nell'area euro non ha ancora toccato il picco e non sarà di breve periodo. A fronte di ciò, «i tassi aumenteranno ancora: l'aspettativa è che ci sarà un altro aumento di 75 punti base da parte della Bce a breve, che non sarà neppure l'ultimo da qui a fine anno». Di riflesso, aggiunge, «i titoli obbligazionari con scadenze brevi, sia a tasso fisso di nuova emissione sia indicizzati già emessi, verranno trascinati al rialzo». Per investire nelle scadenze brevi Scardovi aspetterebbe «ancora qualche settimana, ma poi sicuramente è tempo di rimetterle in portafoglio: rappresentano un investimento tattico che si può riaggiustare dinamicamente nel tempo». Per la flessibilità tattica l'esperto considera «una scadenza corta da uno a massimo 2-3 anni. Tra un paio d'anni, infatti, dovremmo aver già capito con più chiarezza il punto di arrivo della curva dei tassi a termine». Quanto all'allocazione, l'ad di Hope invita alla prudenza «sul rischio cambio in generale: il dollaro si è apprezzato molto, ma potrebbe tornare sui valori precedenti, mentre la sterlina adesso è fortemente speculativa. Quindi non investirei nell'area non euro, per via della volatilità sui cambi».

Sul fronte del Btp, a detta di Scardovi «quota spread simili a quelli dei titoli di Stato greci, ma con una situazione fiscale del Paese



simile a quella francese e fondamentali economici migliori di quelli tedeschi». Se Giorgia Meloni, «premier in pectore, manterrà come credo la linea prudente sulle finanze pubbliche dichiarata in campagna elettorale, non correremo il rischio di attacchi speculativi e destabilizzazione sistemica, come invece è avvenuto nel Regno Unito». La recente lezione inglese tranquillizza l'esperto sul fatto che «il nuovo governo non farà errori simili».

**Pharus.** L'interesse di **Daniele Bonanomi**, fund manager di Pharus Sicav, si rivolge «alla parte breve della curva, entro i tre anni, e a quella lunghissima, oltre i 15». Le corte in particolare

«hanno scontato nell'ultimo anno un forte movimento al rialzo di circa 400 punti base». Secondo il gestore, l'aumento dei rendimenti è stato guidato dalle dinamiche di tasso più che da un allargamento degli spread e quindi andrebbe preferito «il comparto investment grade, andando a selezionare società con livelli di debito sostenibile». Nelle ultime settimane, spiega Bonanomi, «abbiamo notato opportunità interessanti nel segmento bancario e in quello chimico-industriale, più sensibili al rischio recessione e al rally del prezzo del gas». Anche sul Btp Bonanomi guarda alla parte breve della curva, «in quanto meno sensibile a variazioni del tasso». Secondo il gestore i titoli di Stato italiani decennali potrebbero rimanere ancora sotto pressione in attesa delle mosse del nuovo governo, con lo spread Btp-Bund che «potrebbe avere un po' di spazio di allargamento prima che la Bce possa attivare lo scudo Tpi». Al contrario, un Btp a tre anni «oggi può offrire un rendimento del 3,5%, mantenendo comunque un livello dello spread tra Btp e Bund intorno a quota 170 punti base». (riproduzione riservata)

### L'INVERSIONE DELLA CURVA DEL TREASURY USA



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

### BTP: RENDIMENTI IN SALITA E CURVA PIÙ PIATTA



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

### BOND BIENNALI: RENDIMENTI A CONFRONTO

Bond	Rendimento	Scadenza	Cedola
♦ Italia 2 anni	2,999	15/08/2024	0
♦ Usa 2 anni	4,157	30/09/2024	4,25
♦ Francia 2 anni	1,817	25/02/2024	0
♦ Germania 2 anni	1,805	13/09/2024	0,4
♦ Spagna 2 anni	2,166	31/05/2024	0
♦ Regno Unito 2 anni	4,396	22/04/2024	1

Dati aggiornati alla chiusura di giovedì 29/09/2022

GRAFICA MF-MILANO FINANZA