

I DOSSIER DI

FR
FocusRisparmio

INTRAMONTABILE

Dopo la chiusura dell'era dei tassi negativi da parte delle principali banche centrali, il reddito fisso reclama un ruolo centrale in portafoglio. Tutto quello che c'è da sapere per accogliere il grande ritorno dell'obbligazionario



ALESSANDRO
TENTORI >
AXA IMMARCEL BROSS >
Flossbach
von Storch

REDDITO FISSO CON RENDIMENTI IN CRESCITA? OCCHIO ALLE TRAPPOLE

I gestori vedono uno scenario solo in parziale miglioramento per i titoli del debito sovrano.

Sul fronte obbligazionario, la preferenza va alle emissioni delle società finanziarie

“Dipende... da che parte guardi il mondo tutto dipende” recitava una canzone di successo di qualche anno fa, o meglio sarebbe dire la sua traduzione dallo spagnolo. Un concetto che vale anche per i mercati finanziari, nei quali la focalizzazione sul rischio piuttosto che sul rendimento può fare la differenza. Basti pensare a quanto accaduto al differenziale tra titoli di Stato italiani e tedeschi, il cui ampliamento a cavallo tra il vecchio e il nuovo anno ha accresciuto, seppur temporaneamente (il dato nei primi dieci giorni di gennaio è sceso sotto i 180 punti base), il rendimento atteso per chi punta sul debito sovrano della Penisola. Archiviato il 2022, che verrà ricordato come l'*annus horribilis* del reddito fisso, per Alessandro Tentori, cio AXA IM Italia, è opportuno focalizzarsi innanzitutto sulle ragioni di queste performance, che l'economista attribuisce non al rischio paese, ma piuttosto al movimento dei tassi d'interesse a livello internazionale. “Basti pensare che nel giro di 24 mesi l'ammontare di obbligazioni globali con yield negativo sono passate da oltre 18 mila miliardi di dollari a meno di un

miliardo”, ricorda. Per poi stimare un 2023 tra luci e ombre, con il rischio concreto di recessione, complice il fatto che proprio di recente la Bce “ha ribadito la necessità di ulteriori strette al costo del denaro per far fronte a un problema di inflazione che rischia di sfuggire al controllo della politica monetaria”, aggiunge Tentori.

Marcel Bross, portfolio manager di Flossbach von Storch, parte dalle incognite dello scenario macro, che si sommano alle criticità strutturali del nostro Paese come l'inefficienza di alcune istituzioni e l'elevato rapporto tra debito pubblico e Pil, per segnalare che il contesto per gli investitori resta difficile. “Una riduzione dell'esposizione debitoria richiederebbe severe misure di austerità, che probabilmente saranno difficili da attuare a livello politico”, sottolinea. Le finanze pubbliche del nostro paese dipendono fortemente dalla politica monetaria della Bce, che negli anni scorsi ha fatto incetta delle nuove emissioni, ma ora sta ritirando la mano. “Da un lato l'Eurotower è intenzionata a far rallentare l'inflazione, ma dall'altro potrebbero essere necessari ulteriori interventi sul

mercato obbligazionario per mantenere l'Italia solvibile e l'euro sostenibile”, sottolinea Bross. Il quale, a proposito delle strategie d'investimento, avverte. “Nel breve termine vediamo crescere il rischio che un'ondata di offerta di Btp possa causare un nuovo aumento degli spread. Se l'inflazione dovesse rimanere elevata, la Bce potrebbe essere costretta a ridurre ulteriormente l'acquisto di titoli di Stato. Non abbiamo investito in Btp negli ultimi dodici mesi e al momento non vediamo un rapporto rischio/rendimento interessante”, aggiunge.

Giacomo Calef, country manager di Ns Partners, appare più possibilista: “Il Btp Italia emesso a novembre 2022 e la cui scadenza è fissata al 2028, è uno strumento che offre una protezione dall'inflazione, rivalutando (mediante il meccanismo dell'indicizzazione) l'entità della cedola corrisposta e il capitale in base all'inflazione italiana”. Inoltre, ricorda che il Btp Italia inglobava già, alla data di emissione, le attuali aspettative di inflazione attesa nei prossimi sei anni, rendendo lo strumento analogo a un Btp classico con la medesima scadenza. Vi sono due diversi scenari

(considerando di portare a scadenza il bond). “Se l'inflazione dovesse aumentare al di sopra del livello atteso dal mercato, allora il Btp Italia risulterà migliore rispetto al 'classico' Btp con medesima scadenza dal momento che entrerà in gioco il meccanismo di indicizzazione. Se l'inflazione risultasse minore del livello atteso, il primo potrebbe essere meno conveniente rispetto al secondo”.

Detto questo, Calef ritiene che ai livelli attuali i rendimenti attesi siano positivi per limitare la perdita di valore reale del proprio patrimonio a causa dell'inflazione elevata.

Anne-Sophie Chouillou, partner e gestore del fondo Anthilia Yellow, ritiene che l'attuale contesto macro renda “difficile privilegiare i titoli di Stato domestici, in quanto il rischio tasso/duration va monitorato con grande attenzione. Tuttavia, ciò non significa che il rischio Italia sia da escludere del tutto e del resto, come si è visto con l'ultimo Btp Italia lanciato dal Governo Meloni, alcuni titoli governativi come questo possono rappresentare un'opportunità di investimento”, aggiunge. Le loro caratteristiche li rendono degli

COSIMO
MARASCIULO >
Amundi

strumenti unici nel panorama dei titoli europei, anche per via del “premio fedeltà” nel caso in cui dovessero essere mantenuti in portafoglio fino alla scadenza. “La protezione offerta grazie al meccanismo di indicizzazione all’inflazione li rende particolarmente interessanti per la clientela retail, che può in questo modo contrastare la perdita di potere di acquisto a causa dell’elevato aumento dei prezzi”, sottolinea Chouillou. La quale ritiene interessanti le obbligazioni corporate del settore finanziario domestico, “che hanno sotto-performato nell’ultimo anno le altre tipologie di emissioni societarie, nonostante gli ingenti livelli di capitale di istituti di credito e assicurazioni e gli spread del debito bancario attrattivi in termini di carry. “Senza dimenticare che la leva dei titoli emessi da banche e compagnie assicurative è in continua riduzione e non si evidenziano peggioramenti del mix degli asset presenti in bilancio”.

Cosimo Marasciulo, deputy head of European Fixed Income di Amundi, concorda sul fatto che gli investitori sono più preoccupati da fattori sistemici come il rialzo tassi della Bce e meno da fattori idiosincratici specifici del rischio Italia. E questo sia per l’occhio sempre vigile da parte della Bce, sia per il contributo del Pnrr e per le emissioni congiunte avvenute

sotto l’egida della Commissione europea. Guardando all’anno da poco iniziato, sottolinea, la domanda per gli investitori non europei non è se preferire il titolo di stato italiano a quello tedesco ma se investire nel Vecchio Continente. “Perché, se così fosse, la scelta dell’Italia rispetto ad altri paesi ci appare ovvia per livello di rendimento, liquidità dei titoli e soprattutto perché l’Italia è il paese che più beneficerà di una maggiore coesione a livello europeo”.

Infine Filippo Alloatti, head of financials (credit) di Federated Hermes, sottolinea che i 260 miliardi di titoli di stato in scadenza nel 2023 fanno riflettere, anche se confida nell’italica capacità di tirarsi fuori dai momenti difficili. “L’approccio sin qui pragmatico del primo ministro e del suo ministro dell’economia fanno ben sperare”, sottolinea. “Il settore finanziario dopo anni di vacche magre causa tassi negativi è tornato a generare profitti. Qui, forse, si cela l’opportunità: le obbligazioni del settore finanziario”, sottolinea. “Una tenue recessione, una guida stabile del governo in cooperazione con Bruxelles e Francoforte e le banche e compagnie d’assicurazione italiane potranno far ricredere gli scettici e, attraverso una politica delle erogazioni sensata, contribuire alla modernizzazione dell’Italia”.

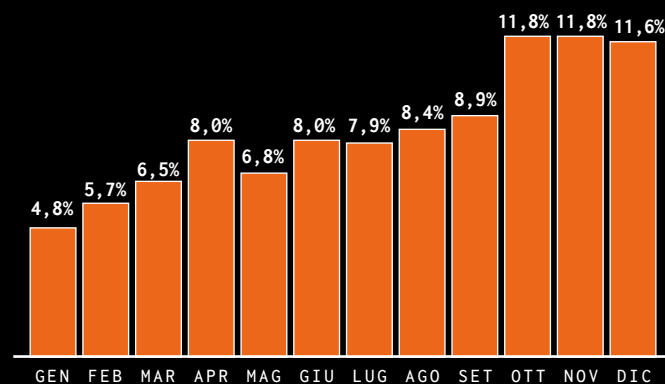
FILIPPO ALLOATTI >
Federated Hermes

FOCUS RISPARMIO LAB

IL QUADRO
ITALIANO TRA
INFLAZIONE E TASSI

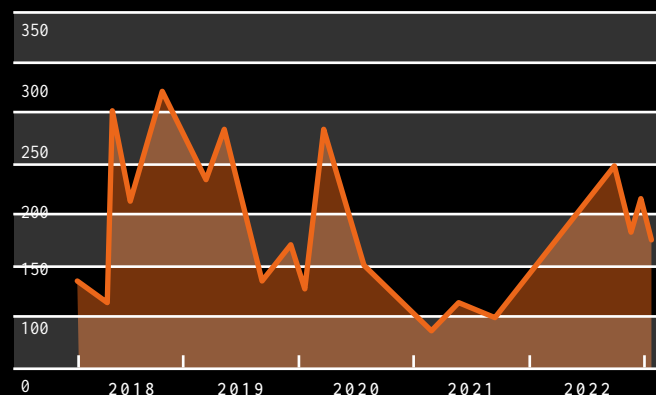
Nel 2022 il caro-vita è quasi triplicato nella Penisola. Intanto continua a muoversi il differenziale di rendimento tra Btp e Bund tedeschi

Inflazione in Italia nel 2022



Fonte: Elaborazione FocusRisparmio su dati Istat

Spread Btp-Bund



Fonte: Elaborazione FocusRisparmio