

# Crisi politica, Btp per gli ottimisti Titoli euro e Treasury se vedete grigio

Fino al 50-60% di decennali nel portafoglio di chi pensa che si arrivi a una soluzione ben accetta ai mercati  
Vince l'incertezza? Solo il 20% di governativi italiani, e poi bund, emissioni portoghesi e obbligazioni Usa

di **Angelo Drusiani**

**T**anti Btp, se vedete rosa sulla via di uscita dall'impasse creata dalla fine dell'ormai ex governo giallo verde. Meno Btp e più titoli di altri governi europei (e un po' di bond americani) se invece si sposa una visione più grigia, su opportunità e tempistica delle soluzioni sul tavolo. Ecco in sintesi (e poi le illustreremo) due opzioni per chi investe nel mercato obbligazionario, in particolare in titoli di Stato. I rendimenti non saranno stratosferici perché siamo ormai entrati nella nuova fase (ma era mai finita la prima?) dei mini tassi. O meglio dei super mini tassi, visto che la compagine dei bond con rendimento negativo è al massimo storico. La selezione è governativa perché è ormai noto che la maggior parte delle obbligazioni emesse da società è accessibile soprattutto a chi possiede patrimoni di livello alto, dal momento che il valore nominale minimo sottoscrivibile è spesso pari a centomila euro. A questo si aggiunge la necessità di una propensione al rischio elevata, se si pensa che i rendimenti più interessanti si ottengono acquistando obbligazioni con le caratteristiche della subordinazione o di una durata «perpetua», cioè indefinita.

Btp e Bund o altri emittenti dell'eurozona, al contrario, consentono a chiunque di dar vita ad un portafoglio titoli, poiché la quota minima sottoscrivibile si mantiene a mille euro.

## Scenario rosa

La prima opzione è di stampo ottimistico: la prospettiva del futuro governo italiano, se ci sarà, dovrebbe piacere ai mercati, perché frutto di un atteggiamento più diplomatico nei confronti dell'Unione europea. In modo tale che la prossima Legge di bilancio abbia il be-

**Le opzioni**  
Una selezione di titoli di Stato, non solo italiani, per affrontare l'incertezza

ISIN		Cedola lorda (%)	Scadenza	Rating S&P	Prezzo/Rend.lordo %		Caratteristiche
					Euro		
FI4000106117	FINLANDIA	0,375	15/09/2020	AA+	101,25	-0,79	Tesoro Finlandia
NL0010418810	OLANDA	1,75	15/07/2023	AA+	110,50	-0,89	Tesoro Olanda
ES0000012621	BONOS	1,60	30/04/2025	BBB+	110,70	-0,26	Tesoro Spagna
IT0005127086	BTP	2,00	01/12/2025	BBB	106,53	0,92	Tesoro Italia
IT0005170839	BTP	1,60	01/06/2026	Baa3	104,39	0,93	Tesoro Italia
DE0001102408	BUND	0,00	15/08/2026	AAA	106,19	-0,85	Tesoro Germania
IE00BDHDP444	IRISH TSY	0,90	15/05/2028	A+	109,73	-0,21	Tesoro Irlanda
DE0001102465	BUND	0,25	15/02/2029	AAA	109,40	-0,71	Tesoro Germania
GR0133007204	HELLENIC	3,00	24/02/2029	B+	116,05	2,25	Tesoro Grecia
ES0000012E51	BONOS	1,45	30/04/2029	A	113,45	0,05	Tesoro Spagna
FR0013407236	OAT	0,50	25/05/2029	AAA	109,00	-0,43	Tesoro Francia
PT0T0X0E0024	OBRIGACOES	1,95	15/06/2029	Baa3	117,90	0,11	Tesoro Portogallo
IT0005365165	BTP	3,00	01/08/2029	BBB	115,68	1,32	Tesoro Italia
Dollaro							
US912828W713	T-BOND	2,125	31/03/2024	AAA	102,28	1,47	Tesoro USA
US912828R366	T-BOND	1,625	15/05/2026	AAA	100,21	1,52	Tesoro USA

Fonte: Xxxxxxxx L'Ego-Hub

nestare, senza particolari problemi. In questo caso, la maggior parte degli investimenti andrebbe indirizzata verso i titoli del Tesoro italiano con durata medio lunga, dalla scadenza quinquennale a salire. Nell'ottica di una prudente gestione, in ogni caso, la componente obbligazionaria del portafoglio non dovrà essere monopolio di soli Btp, ma dovrebbe aprirsi ad altri emittenti, ancorché forieri di una minore redditività.

I pesi da attribuire alle singole tipologie di

emissioni variano a seconda della propensione al rischio del risparmiatore. Prevarrebbero le durate lunghe, almeno decennali, con alta capacità di convivere con la rischiosità degli investimenti. Durate medie, tra cinque e sette anni, per chi ha minore propensione al rischio.

## Per chi è pessimista

L'opzione opposta è quella che ritiene che un

nuovo governo — qualunque sia la sua formula — vivrà una fase d'incertezza ancora maggiore rispetto a quella che, solitamente, attraversa il nostro Paese. O in caso di una campagna elettorale troppo accesa. Ne consegue che il rischio Italia verrà percepito in misura crescente. In questo caso la quota di Btp da immettere in portafoglio diminuirà a favore delle emissioni tedesche, francesi, olandesi, con una presenza non secondaria di titoli denominati in dollari Usa. Quest'ultimo ingrediente ha l'obiettivo di difendere il portafoglio da eventuali crisi della moneta unica, laddove le tensioni tra i vari membri dell'eurozona dovessero aumentare non solo per le vicende migranti, ma anche per quelle, ben più sostanziose, legate alle prospettive economiche, ora in fase di un rassegnato pessimismo.

## Le due liste

Tornando alla prima opzione, la componente obbligazionaria potrebbe essere investita in Btp fino a sette anni al 30%, decennali al 40%, dividendo il restante 30% tra emissioni portoghesi, spagnole, irlandesi, francesi e tedesche. Per chi ha una propensione al rischio maggiore, la quota di titoli almeno decennali potrebbe salire al 50-60%. Nella seconda opzione, i ruoli s'invertirebbero: Btp complessivamente al 20%, con prevalenza di scadenza medio brevi, poi un 60% restante con titoli di Stato dei Paesi dell'eurozona già citati e un residuo 20% in T-Bond Usa, i titoli del Tesoro di Washington. In quest'ultimo caso, con durata quinquennale e con un'attenzione particolare alla dinamica del rapporto di cambio tra dollaro degli Stati Uniti e moneta unica.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Le strategie di Columbia Threadneedle Investments

### «Credo più nelle azioni che nei bond»

Il cielo all'orizzonte è tutt'altro che terso. Con nubi su Cina, Usa ed Europa (in particolare sull'Italia) che minacciano l'equilibrio dei mercati a livello globale. Ciò nonostante, le Borse mantengono un'intonazione positiva e i rendimenti da inizio anno rimangono a doppia cifra (+11% lo Stoxx 600, +16% l'S&P 500 e +16% l'Msci all Country). Ma potrebbe non durare a lungo.

«Tra l'escalation delle tensioni geopolitiche nel Golfo, i rischi di una Brexit disordinata, l'indebolimento dei dati economici e le revisioni al ribasso delle stime sugli utili societari, dobbiamo muoverci in un contesto molto difficile — commenta Alessandro Aspesi, country head Italia di Columbia Threadneedle Investments —. In ultimo, si è aggiunta anche la crisi di governo in Italia (il premier Giuseppe Conte ha rassegnato le dimissioni al Quirinale lo scorso martedì 20 agosto, ndr), anche se, indipendentemente dagli sviluppi specifici, vediamo positivamente

l'instaurarsi di un governo con una politica di bilancio più accorta e un rapporto con la Commissione europea meno conflittuale. Con il Btp che rappresenta un'occasione, visti i rendimenti non troppo lontani da livelli che già oggi riteniamo interessanti».

E proprio sul fronte del reddito fisso, le curve dei rendimenti di Stati Uniti, Regno Unito ed Europa si sono tutte invertite sul tratto a breve. A indicare una possibile recessione. Ma allora, perché i mercati azionari stanno progredendo a un ritmo che preannuncia una fase di forte espansione economica globale?

**C'è ancora valore nelle azioni di società eccellenti. Ma bisogna ridurre il rischio L'Italia? Può diventare un'occasione...**

«Secondo alcuni, è tutto legato alle maggiori dimensioni dei mercati azionari, che inglobano informazioni prospettiche relative a migliaia di singole imprese e riuniscono quindi la saggezza delle masse — risponde Aspesi —. In parole povere, in base a questa teoria, i mercati azionari sarebbero più intelligenti. Proseguendo su questa linea di pensiero si giunge alla conclusione che i mercati obbligazionari si sbagliano di grosso, che il deterioramento dei dati economici è prossimo alla fine e che la risoluzione delle incertezze commerciali a breve sarà all'origine di una vigorosa espansione economica reflazionistica». Una visione che potrebbe rivelarsi profetica. Anche se è difficile oggi prendere un posizionamento.

Troppi i rischi all'orizzonte: a partire da una possibile contrazione degli utili, che destabilizzerebbe il mercato azionario. «La crescita economica sta rallentando e gli analisti societari stanno rivedendo al



**Volti**  
Alessandro Aspesi  
è responsabile Italia  
di Columbia Threadneedle  
Investments

ribasso le loro attese sugli utili per il 2019 — argomenta Aspesi —. Le stime per il 2020 non sono ancora state ridimensionate e la debolezza economica potrebbe penalizzare le future performance dei mercati. Inoltre, in assenza di crescita degli utili, i prezzi delle azioni aumentano sulla scia di un'espansione dei multipli ascrivibile perlopiù al calo dei rendimenti obbligazionari». Resta da vedere se i multipli potranno mantenersi su livelli storicamente elevati qualora i tagli dei tassi anticipati dalle valutazioni dei Treasury non dovessero verificarsi.

«Affrontare con successo un contesto di mercati solidi con limitati margini di manovra è comunque possibile — conclude Aspesi —. Ravvisiamo valore sufficiente nelle azioni di società eccellenti dove, nonostante i rischi illustrati, manteniamo un posizionamento in linea con quello del mercato. Tuttavia, giacché siamo consapevoli che i rischi di errore sono più elevati del solito, abbiamo ridotto il rischio complessivo. Cercheremo opportunità per incrementarlo quando vedremo un premio al rischio più significativo».

**Gabriele Petrucci**

© RIPRODUZIONE RISERVATA