

MERCATI/3 Anche se l'accordo Ue porterà a un'ulteriore discesa dello spread, è difficile trovare bond con un profilo di rischio-rendimento migliore di quello del titolo di Stato italiano. Parla Nicola Mai (Pimco)

I Btp restano al top

di Adolfo Valente

«**D**i fronte alle novità introdotte dal Recovery Fund europeo lo spread tra i titoli di Stato decennali italiani e tedeschi ha un margine di restringimento ulteriore, forse ancora 20-30 punti base, anche se il Btp italiano resta relativamente attraente per i portafogli. Certo: nei basket di duration, tra governativi americani, inglesi, giapponesi o tedeschi, continuiamo a preferire i Treasury. Ma se pensiamo a un Btp intorno ai 150-160 punti, diciamo che non è facile andare sul mercato e avere questo rendimento con un tale profilo di rischio». Nicola Mai guarda i movimenti del mercato obbligazionario europeo dalla sua poltrona londinese di vicepresidente esecutivo di Pimco e non nasconde il rinnovato senso di fiducia che si coglie tra gli operatori dopo l'approvazione del Recovery Fund da parte della Ue.

Domanda. Dallo scenario europeo sono stati finalmente eliminati i cosiddetti «rischi di coda» legati alle evoluzioni economiche degli Stati membri?

Risposta. Possiamo dire che per i mercati l'avvio del Recovery Fund è un passo fondamentale: si parla del 5,5% del prodotto interno lordo europeo su sei anni. È un ammontare di risorse significativo e soprattutto un segnale unitario importante. Finora la Commissione si era limitata a

emettere bond per finanziare prestiti, ma mai per effettuare trasferimenti. E poi conta la risposta che è stata data: veloce e significativa. Molto diverso rispetto a quanto accaduto dieci anni fa con la crisi di Lehman, quella finanziaria.

D. Sono nati gli eurobond?

R. No, perché per essere davvero tali dovrebbero essere garantiti in maniera incrociata da tutti gli Stati membri. Invece qui ognuno garantisce nella stessa misura in cui contribuisce al bilancio comune. Inoltre questi strumenti non hanno aspettativa di rimanere sul mercato in modo continuativo ma dovranno estinguersi nei prossimi decenni. Insomma, li chiamerei dei «quasi eurobond».

D. Piaceranno a chi compone i portafogli?

R. Sì. Si parla di un rendimento intorno a quello sullo swap, quindi, usando il Bund come riferimento, sarà +20/30 punti base. Relativamente basso, ma con un rischio decisamente moderato. Il mercato avrà domanda per questi strumenti, anche perché avranno una durata piuttosto lunga e sono sicuro che c'è appetito per questi prodotti.

D. Però in termini di rendimento la funzione di bilanciamento del portafogli è ridotta. Vale anche per i Btp, che invece finora garantivano rendimenti che non si trovano altrove.

R. Per quanto riguarda i Btp, la funzione resta. Sul mercato strumenti con questo livello di rischio e questi rendimenti non si trovano facilmente. Noi

guardiamo agli asset cartolarizzati, per esempio protetti da collaterale, e scegliamo nomi selezionati di alta qualità, ma direi che tra gli asset che vantano un certo livello di sicurezza e che hanno spread relativamente interessante metterei certamente i Btp.

D. Nello scenario globale resta un invitato di pietra: le agenzie di rating. La crescita europea langue e prima o poi potrebbero decidere di tirarne le conclusioni.

R. Io credo che resteranno ferme. Certo, il deterioramento del quadro economico e fiscale è notevole, ma abbiamo avuto una risposta politica importante e poi c'è la Bce che va a coprire tutte le emissioni in modo da permettere ai Paesi di spendere. Ora, in più, c'è il Recovery Fund. Quindi credo che le agenzie di rating eviteranno di spingere l'Italia verso livelli cosiddetti high yield, ovvero sotto il rating di alta qualità. Noi già lo credevano prima, ma ora il Recovery Fund, che si aggiunge all'azione della Bce, ci dà un ulteriore elemento di fiducia.

D. Però per molti osservatori la Bce ha ormai finito le mu-



nizioni.

R. In termini di puro stimolo macroeconomico credo che si faccia fatica ad avere tassi più bassi di così e d'altronde è difficile che possano scendere ancora, soprattutto a causa dell'effetto collaterale che hanno sul sistema bancario.

D. Francoforte ha altri strumenti, per esempio il Pepp

R. Certo, gli acquisti di bond governativi e anche di quelli corporate. E sono sicuro che quando il programma arriverà a scadenza, la prossima primavera, sarà prorogato. D'altronde a giugno Christine Lagarde ha varato un aumento degli acquisti e a luglio non poteva che dire che avrebbe continuato con questa politica. Da questo punto di vista, però, la banca centrale rimane un pla-

yer estremamente importante e ha un ruolo chiave per la tenuta economica. Però diciamo che ormai è più la politica fiscale di ciascuno Stato a doversi prendere carico della crescita.

D. Intanto negli Stati Uniti si va verso un nuovo ingente pacchetto di stimoli. Nel confronto con i Treasury, che cosa è meglio mettere in portafoglio?

R. Quando si parla di asset sicuri si fa riferimento ai governativi americani, inglesi, tedeschi o giapponesi. Hanno tassi molto bassi perché le banche centrali mantengono questa politica per permettere ai governi di fare spesa pubblica; questo non li rende molto attraenti, ma diciamo che tra i diversi titoli che fanno parte dei basket di duration i Treasury a 60 punti base

restano più attraenti rispetto a un Bund tedesco a 45, a un Gilt inglese a 12/13 e a un Jgb giapponese azzerato. Inoltre sulla crescita Usa ci sono rischi al ribasso che potrebbero essere di supporto ai titoli. Diciamo che sulla duration siamo piuttosto neutri, ma con una preferenza per i titoli americani. (riproduzione riservata)



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

