

## LA GRANDE SFIDA DELL'ITALIA

### L'OBBLIGAZIONARIO

# Nessuna crisi, ma i margini sono pochi

di Boris Secciani

**I dati sul futuro prossimo dell'Italia, con la previsione più ottimistica contempla un deficit nel 2020 del 10,4% e un rapporto debito/Pil che schizza al 155,7% sono certamente inquietanti. Ma il vero elemento chiave è la reale capacità del Paese di ripartire una volta che sia passata l'emergenza: le fasi di ripresa generalizzate in Europa hanno sempre visto la Penisola agli ultimi posti in classifica. Così, se i bond governativi a medio termine hanno una valorizzazione abbastanza allineata al resto del mercato, i Btp decennali hanno spread alti, a dimostrazione della scarsa fiducia a lungo termine di cui godiamo. Discrete occasioni, invece, nei corporate e nelle banche**

«Nel breve periodo, il governo Italiano prevede un deficit del 10,4% e un rapporto debito/Pil al 155,7% nel 2020, che sono in linea con le nostre analisi. Un peggioramento del profilo di crescita che porti a una contrazione del -12% farebbe schizzare il deficit a -13% e il debito/Pil vicino al 165%. In termini di sostenibilità nel medio e lungo periodo, sulla base delle stime dell'esecutivo e presupponendo che l'economia cresca del 6,1% in termini nominali con un deficit del 5,7%, l'indebitamento potrebbe scendere al 152,7% del Pil nel 2021. Ipotizzando una crescita nominale del 2,4% nel 2022, è possibile che si ritorni a un avanzo primario positivo, nell'ordine dell'1,0%, con un deficit al di sotto del 3% e il debito ridotto di un altro punto». Questo breve commento da un report di **Amundi Asset Management** serve a introdurre una questione fondamentale e una realtà ineludibile per l'economia italiana: il Paese presenta un debito pubblico molto elevato e un potenziale di

ARTICOLO NON CEDIBILE AD ALTRI AD USO ESCLUSIVO DI FININT





**OWEN MURFIN**  
 institutional portfolio manager  
 Mfs Investment Management

crescita economica molto limitato.

La pandemia, dunque, ha riportato al centro dell'attenzione la sostenibilità del fardello del debito pubblico, questione per fortuna per il momento messa a tacere grazie a un rapido intervento della Bce sul fronte del quantitative easing. Infatti, a margine della crisi economica causata dal quadro sanitario, è riemersa con prepotenza la frattura non ancora risolta fra il nord e il sud dell'Unione Europea. Sicuramente è stato dispiegato un notevole arsenale per evitare di prendere una china pericolosa, tanto che oggi nell'immediato uno scenario di crisi finanziaria sul

modello del 2011-2012 non viene ritenuto probabile. Ciò anche a causa di un comparto bancario in condizioni migliori rispetto al recente passato e a una leva fiscale europea che si sta mettendo in moto. Indicativa a questo proposito l'analisi di **Owen Murfin**, institutional portfolio manager di **Mfs Investment Management**: «Riteniamo che sia improbabile, dato che l'enorme costo economico causato dal Covid-19 ha contribuito all'unificazione dell'Eurozona e alla ricerca di un maggiore consolidamento fiscale. Lo dimostra il nuovo Recovery fund proposto dall'Ue, che comprenderà, oltre a prestiti rimborsabili, anche sovvenzioni ai paesi membri. Non solo sosterrà la ripresa economica, ma ridurrà anche il rischio di frammentazione, ampiamente sostenuto dalla Bce. Tra le altre differenze rispetto al 2011-2012, c'è la rapida risposta della Bce con il Pandemic emergency purchase programme (Pepp), che ha anche permesso una maggiore flessibilità nella qualità e nella quantità di asset che la Bce può acquistare. Ulteriori misure di Francoforte per stimolare la liquidità nel sistema (in particolare Tltro III e Peltro), insieme alle garanzie dei governi sui prestiti, faranno sì che la liquidità sia trasmessa all'economia reale in modo efficiente. Infine, il settore bancario europeo è oggi più solido e non richiederà un deleveraging su larga scala

che ostacoli in modo significativo la ripresa economica, come abbiamo visto durante la crisi europea».

#### **L'INTERO SPETTRO DEI MERCATI**

Un aspetto da considerare non è solo la scala, ma anche dalla qualità dell'intervento varato dalle banche centrali: in questi mesi è andato a coprire l'intero spettro dei mercati finanziari, come ricorda **Mondher Bettaieb**, head of corporate bonds di **Vontobel Asset Management**: «Sono state messe in piedi strutture mai viste per quanto riguarda i corporate bond in Europa e in Usa. Negli Stati Uniti la Fed ha annunciato che comprerà fallen angel dopo avere iniziato ad acquistare Etf su high yield. In Europa la Bce ha appena aumentato il proprio programma Pepp fino a 1,35 trilioni di euro, ma l'elemento ancora più importante è il fatto che la scadenza è stata estesa fino ad almeno il giugno del 2021. Ciò potrebbe implicare un aumento degli acquisti mensili di corporate bond ben oltre gli attuali 20 miliardi di euro. Ovviamente ciò fornirebbe una bella spinta al comparto del credito europeo».

Quanto descritto finora dipende da un fattore fondamentale che rende l'attuale crisi profondamente diversa dal 2008-2009 e dal 2011-2012. Allora il mondo si trovò a gestire un disastro improvviso (o quasi), i cui effetti



**PETER MARSLAND**  
 senior investment specialist,  
 fixed income  
 Aberdeen Standard Investments

hanno impiegato anni per venire adeguatamente compresi. In questo caso, per sconfiggere la pandemia è stata de facto ingegnerizzata a tavolino una pesantissima recessione economica, che quindi, al di là dei disaccordi fra Europa del nord e meridionale, ha trovato già in essere un framework molto vasto di misure di contenimento. Questa tesi viene portata avanti da **Enguerrand Artaz**, fund manager di **La Financière de l'Echiquier**: «La crisi del Covid è diversa dalle precedenti: non è una crisi finanziaria simile

a quella del 2008-2009 e nemmeno una caduta di fiducia nei confronti del debito, logicamente ben presto trasformata in una crisi finanziaria, come avvenne nel 2011. Si tratta, al contrario, di una crisi puramente economica, con un doppio shock, sia sulla domanda, sia sull'offerta in seguito al lockdown. In altri termini, è una recessione creata a tavolino cui sono seguiti piani colossali predisposti dalle banche centrali e dagli stati. L'azione degli istituti di emissione è finalizzata a mantenere la fiducia degli investitori, a evitare uno shock di liquidità e a consentire al sistema finanziario di svolgere il suo ruolo di cinghia di distribuzione della politica monetaria. Non vi sono quindi grandi rischi che l'attuale recessione sfoci in una crisi finanziaria, proprio perché il sistema finanziario è il primo anello della soluzione e beneficerà del massimo sostegno». Al tempo stesso va detto che non è il caso di abbassare la guardia, per una serie di ragioni. Innanzitutto, questa contrazione economica creata di proposito a scopo di prevenzione sanitaria rischia di essere pesantissima, in particolare per economie già di loro fragili come l'Italia. In questo contesto il vero punto cruciale non saranno tanto la recessione del secondo trimestre del 2020 e la ripresa dei tre mesi successivi, quanto l'evoluzione fu-

tura, oltre il 2021, della traiettoria di ritorno alla normalità. Sull'argomento un parere interessante viene fornito da **Peter Marsland**, senior investment specialist, fixed income di **Aberdeen Standard Investments**: «Non si può escludere il potenziale di una grave crisi finanziaria a causa di una serie di fattori; la profondità e l'ampiezza della recessione globale causata dalla pandemia di Covid-19, la durata dell'espansione in corso, i tassi di base già a livelli così bassi, i bilanci delle principali banche centrali già dilatati grazie a programmi di acquisto di asset e il fatto che molte regioni evidenzino già deficit fiscali significativi. In Europa, nello specifico, è necessaria un'ulteriore integrazione fiscale, ma ciò rimane in contrasto con molti elettori nazionali».

#### IL RISCHIO DI LUNGA DURATA

In pratica c'è il rischio che la crisi duri molto più a lungo rispetto a quanto le autorità ora si aspettano e, di conseguenza, quelle che sembrano oggi misure enormi per proteggere il sistema un domani non tanto lontano potrebbero apparire di nuovo insufficienti, con il conseguente dilagare di uno strappo istituzionale mai del tutto guarito in Europa. Con ogni probabilità l'Unione, e l'Italia nello

specifico, possono sì permettersi una rapida depressione, ma non possono fare fronte a problemi troppo prolungati. Da questo punto di vista va ricordato, infatti, che non sappiamo neppure se la pandemia di Covid-19 è stata del tutto superata in Europa. Per queste ragioni **Filippo Alloatti**, senior credit analyst di **Federated Hermes**, offre un quadro incentrato sulla cautela: «Il rischio è ancora presente; questa è la terza grande crisi degli ultimi 12 anni. Si può attendere che almeno in parte la lezione sia stata appresa dai policy maker e sono di conforto l'ampio armamentario e le forme innovative introdotte dalle banche centrali e dai rispettivi governi. Le risorse a disposizione sono ingenti: solo per l'Italia, sommando Mes, erogazioni Bei, fondo di disoccupazione e Recovery fund si arriva a quasi 250 miliardi di euro, di cui il 40% potenzialmente a fondo perduto. Senza questi interventi la perdita di produzione industriale, il calo dei consumi e l'aumento della disoccupazione avrebbero contribuito a un calo del Pil, a livello italiano come europeo, probabilmente superiore all'annus horribilis 2008. Al momento non sappiamo se si verificherà una seconda ondata di contagi e se il coefficiente di contagiosità rialzerà la testa. Archiviato il 2020, bisognerà concentrarsi sul 2021 e porre le condizioni per una solida ripresa».

In definitiva, dunque, che cosa dovrebbero attendersi gli investitori a livello di andamento generale del reddito fisso italiano? Per il momento una ripetizione dei tremendi giorni del 2011 pare improbabile, ma meno lontano dall'orizzonte sembra esserci un quadro caratterizzato da periodici e improvvisi ritorni di fasi di volatilità acuta. Si tratta di uno scenario previsto da **John Stopford**, portfolio manager del Global Multi-Asset Income Fund di **Ninety One**: «Chiaramente il Covid e la risposta fornita alla pandemia non hanno precedenti e forse possono essere paragonati a una sorta di "patologia economica". Anche la risposta politica è stata senza precedenti: ha mantenuto in vita il paziente e ha costruito le migliori probabilità di effettuare un completo recupero. In particolare in Europa, i policy maker hanno fornito un ampio sostegno finanziario, riducendo così i rischi di un'altra crisi dell'Eurozona e contribuendo a limitare le pressioni sui rendimenti nelle aree periferiche. Tuttavia, ci saranno danni permanenti in termini di livelli di debito, fallimenti di aziende e perdite di posti di lavoro e, quindi, anche se riteniamo che una ripetizione della crisi del 2011-12 sia ora improbabile, i mercati finan-



**ENGUERRAND ARTAZ**  
fund manager  
La Financière de l'Echiquier

ziari probabilmente rimarranno volatili e vulnerabili alle oscillazioni del sentiment». Esplosione del debito pubblico, contrazione del Pil, aumento dei fallimenti aziendali: i margini oggi per l'Italia sono sicuramente ristretti, nonostante il sostegno istituzionale europeo.

#### QUOTAZIONI ELEVATE?

Il Btp a 10 anni, come altre security in forte difficoltà durante le fasi più acute della pandemia, ha visto un guadagno notevole negli ultimi mesi. Lo spread con il Bund equivalente continua a non essere così contenuto (mentre scriviamo si aggira fra 165 e 170 punti), però i rendimenti nominali sicuramente oggi consentono all'Italia di respirare. Infatti a fine giugno il decennale governativo si trovava intorno a 1,25-1,30% di Ytd. Si tratta di un valore signifi-



**JOHN STOPFORD**  
portfolio manager  
Global Multi-Asset Income Fund  
Ninety One

cativamente al di sopra rispetto ai minimi del settembre 2019, ma comunque in ribasso di una buona cinquantina di punti base rispetto ai picchi dell'inizio della primavera. Questi dati pongono una questione interessante così riassumibile: il debito pubblico italiano si può considerare a quotazioni elevate oppure no? La risposta non è facile, perché diversi elementi possono fare propendere in entrambe le direzioni. I rendimenti, infatti, sono bassi, ma non ai minimi storici e sono posizionati ai livelli più elevati dell'Eurozona. Inoltre lo spread con il Bund appare elevato e la curva presenta una struttura piuttosto ripida. E proprio da quest'ultimo punto vale la pena partire; per certi versi il decennale è una sorta di outlier nella struttura del debito italiano. Al riguardo è interessante quanto afferma



**François Raynaud**, fund manager asset allocation & sovereign debt di **Edmond de Rothschild Asset Management**: «Globalmente, considerando la possibilità d'essere sostenuto con il Recovery plan, il ricorso al Mes o l'uso della liquidità offerta alle banche con le operazioni di finanziamento a lungo termine e i rischi politici e sul rating, pensiamo che il Btp sia oggi a fair value. Le obbligazioni a corto termine (sotto i cinque anni) sembrano relativamente più care e con meno margine in caso di rischio politico, mentre quelle a più di cinque anni offrono uno spread più attrattivo con un tasso ormai più alto delle stesse scadenze greche. Ciò dimostra che il rischio di convergenze dei rating dei due paesi sembra tenuto in conto».

#### CONCETTI IMPORTANTI

In questo intervento sono racchiusi molti concetti importanti, fra cui il fatto che la ripidità della curva italiana è dovuta al fatto che



**FILIPPO ALLOATTI**  
senior credit analyst  
**Federated Hermes**

gli investitori vedono ormai come molto probabile, se non scontato, un abbassamento del rating italiano verso il territorio dell'high yield. Una prospettiva del genere fino a qualche mese fa avrebbe probabilmente provocato il panico sui mercati e scatenato liti istituzionali



**MANUEL POZZI**  
investment director  
**M&G Investments**

furibonde. Ma, in un mondo in cui le banche centrali si sono impegnate a sostenere di tutto, anche questa prospettiva va ridimensionata nel suo impatto. Attualmente non va dimenticato che il decennale sostanzialmente scambia in linea con i propri fondamentali,

## Corporate italiani, non solo difensivi

Al di fuori del vasto settore del fixed income bancario, l'Italia presenta un mercato del credito aziendale piuttosto ricco e variegato. Per capire che cosa si sta muovendo oggi in questo ambito, vale la pena partire da un giudizio di sintesi su tutta l'economia nazionale, emesso da **Massimiliano Maxia**, senior fixed income product specialist di **Allianz Global Investors**: «Le obbligazioni societarie nel loro complesso restano interessanti: offrono generalmente rendimenti superiori a quelli dei titoli governativi e in più la volatilità tipica di questo segmento in mercati incerti come quelli attuali è stata attenuata dagli interventi della Bce, che rappresenta un supporto molto importante. Di nuovo, sarà molto importante selezionare a livello, sia di singolo titolo, sia di settore: tra i comparti meno ciclici si trovano forse le opportunità più interessanti in un'ottica di medio-lungo termine». La dicotomia fra segmenti ciclici dell'economia, comprensibilmente in difficoltà tremende negli ultimi mesi, e quelli resilienti alla pandemia ovviamente non coinvolge solo l'Italia. La Penisola però si trova con meno margini di manovra rispetto ad altre economie più solide per potere operare in maniera anticiclica. Non sorprendono pertanto le scelte di alcuni gestori, come Filippo Napoletano, di Finint Investments Sgr: «Le migliori opportunità in questo momento le vediamo tra gli AtI dei paesi periferici dell'Europa, in particolare le banche più solide e i titoli Hy italiani di settori non coinvolti dalla crisi Covid-19 o anticiclici (Italmatch, Bormioli Pharma, Fedrigoni, Kedrion, Recordati)».

### RICCHEZZA DI NOMI

Detto ciò, però, di fronte a valutazioni convenienti l'industria italiana presenta una tale ricchezza di nomi da potere permettere, con un adeguato processo di selezione, di avventurarsi anche su emissioni maggiormente esposte all'andamento macro corrente. Interessanti da questo punto di vista le scelte di Owen Murfin, di Mfs Investment Management: «Per quanto riguarda il comparto extra-finanziario, utilizziamo un approccio bottom-up caratterizzato da un'intensa attività di ricerca, volta a identificare titoli interessanti in Italia. Li troviamo in aree come le attrezzature industriali e l'automotive: molti godono di ricavi diversificati a livello globale e possono quindi apparire interessanti in periodi in cui il grado di rischio del Paese è elevato».

### UNA STRATEGIA DI SINTESI

Ma non manca neppure chi sembra usare una strategia di sintesi fra i due paradigmi, come ad esempio Manuel Pozzi, di M&G Investments: «Stando sui nomi primari tra i finanziari, come Intesa Sanpaolo, UniCredit o Generali, vediamo valore nell'ambito delle utility come Enel o Snam. Più interessante il panorama tra gli high yield a tasso variabile, dove il nostro mercato offre bond emessi da aziende che operano a livello internazionale come Fedrigoni, Bormioli o Evoca».

Il tasso variabile sembra in effetti una soluzione logica in un mondo che progressivamente ormai tende a un costo del denaro sempre più basso. Certo, come si è visto in altri ambiti, molto dipenderà da come reagirà il sistema Italia: senza un minimo di ripresa solida nell'immediato e, ancora di più, di incremento del potenziale di crescita sul medio-lungo periodo, anche le più floride realtà nazionali rischiano di trovarsi in difficoltà.

come ricorda **Manuel Pozzi**, investment director di **M&G Investments**: «Il Btp a 10 anni pagano uno spread in linea con quello dei corporate bond BBB, quindi con pari rating. Nel breve la Bce fornisce un enorme supporto e il Recovery fund europeo, se sarà confermato, fornirà un ulteriore importante aiuto. Il problema è nel medio/lungo termine: per rientrare dal debito occorreranno livelli di crescita decisamente superiori».

Pozzi introduce un altro problema assolutamente cruciale: se il Btp decennale scambia con un tale scarto rispetto alle scadenze più ripide e un simile spread creditizio nei confronti persino dell'Europa mediterranea è per ragioni fondamentali piuttosto precise e non certo per odio da parte degli investitori nei confronti del Paese. Essenzialmente rimane l'annosa questione della crescita, con un'Italia che nelle fasi buone si riprende in maniera molto debole, mentre va regolarmente incontro a contrazioni durissime, molto più





**GIACOMO TILOTTA**  
 head of european equity  
 AcomeA Sgr



**FILIPPO NAPOLETANO**  
 responsabile gestione fondi  
 obbligazionari  
 Finint Investments Sgr

acute rispetto ad altri competitor; durante il dispiegarsi di crisi globali.

Filippo Alloatti, di Federated Hermes, riassume in maniera molto netta le potenzialità di guadagno date dal rientro dei nostri rendimenti verso la media del Sud Europa insieme però agli ostacoli che rendono difficile questo percorso: «La rete protettiva imbastita dalla Bce con il Pepp e la sua successiva estensione ha giovato al contenimento degli spread dei Btp, che si sono ridotti di quasi 80 punti base nell'ultimo trimestre. Ma hanno sotto-performato i titoli di stato greci, che si sono ristretti di 150 punti base. In termini assoluti, il Btp 2030 con un rendimento dell'1,37% pare "stretto". Detto ciò il Bonos spagnolo a metà giugno 2030 girava allo 0,5%, il portoghese Pgb 30 rendeva lo 0,51% e il Ggb greco 2029 l'1,10%. Ci sarebbe il margine per una compressione verso gli altri membri dei paesi mediterranei. Per un ciclo virtuoso le riforme più pressanti sono sempre le stesse: sanità, ricerca, ambiente e infrastrutture. A monte, l'ammodernamento della pubblica amministrazione e della giustizia».

#### LIVELLO EQUO

Se restringiamo l'orizzonte temporale, come abbiamo visto, il Btp a lunga scadenza può essere considerato probabilmente a un livello equo; sicuramente le spinte della Bce aiutano e a queste si accompagna un altro pilastro di notevole interesse, come ricorda **Adrian Hilton**, responsabile tasse e valute globali di **Columbia Threadneedle In-**

**vestments**: «Se si esclude il ritorno di uno scenario di rischio di rottura dell'Eurozona, riteniamo che continui a esserci valore nei titoli di stato italiani. Il livello di debito complessivo salirà molto e nel lungo periodo la sostenibilità potrebbe diventare problematica. Nel frattempo, però, i bassi costi di finanziamento, le sostanziali politiche di supporto nonché una base di investitori in prevalenza domestica rendono i livelli di rendimento attuali allettanti».

Sicuramente a favorire le prospettive dei titoli del Tesoro italiano c'è l'enorme base locale di investitori. A livello istituzionale, l'azione delle nostre banche peraltro trova il pieno sostegno da parte della Bce, come specifica **Vittorio Fontanesi**, portfolio manager mercati obbligazionari di **AcomeA Sgr**: «Continua a esserci un supporto molto forte da parte della Bce nell'assorbire le maggiori esigenze di emissione dello stato italiano. Il Pepp può essere allargato ulteriormente e in prospettiva anche il Recovery fund potrebbe permettere all'Italia di emettere meno sul mercato. C'è inoltre la liquidità che gli istituti di credito prenderanno a tassi negativi presso la Bce tramite i programmi di Tltro, che potrebbero generare flussi sul mercato dei titoli di stato italiani».

A fianco alla poderosa azione delle banche, poi, ci sono diversi incentivi per mantenere e aumentare un flusso di investimenti retail notevole, i cui termini vengono spiegati da **Filippo Napoletano**, responsabile gestione fondi obbligazionari di **Finint Invest-**

**ments Sgr**: «Interessante lo sforzo del Tesoro di coinvolgere maggiormente il pubblico retail con l'ottimo successo della nuova emissione (sedicesima) Btp Italia di maggio a cinque anni che ha raccolto 22,3 miliardi di euro complessivi (record di raccolta dal retail per l'emissione Btp Italia con 14 miliardi) con richieste pervenute dagli investitori istituzionali per più di 2,3 volte rispetto all'allocato e l'annuncio della nuova tipologia di emissione Btp Futura. Fino a oggi il Tesoro italiano ha raccolto funding per circa 290 miliardi di euro a fronte di un fabbisogno atteso di 510/520 miliardi per il 2020».

#### DUE PARERI OPPOSTI

Come in altre situazioni di difficoltà passate, la possente macchina di finanziamento del Tesoro italiano, insieme a un enorme e ultra-liquido mercato secondario, non ha mai smesso di compiere il proprio dovere. A questo punto non resta che concludere con

## Banche, una crescita con la garanzia dello stato

Il sistema bancario italiano vive da anni in una situazione non facile. Quali che siano stati gli errori gestionali del passato, spesso agli istituti vengono fatte richieste non delle più facili da conciliare. Da una parte il legislatore, a livello italiano ed europeo, ha imposto un lungo e faticoso processo di rafforzamento patrimoniale e di miglioramento delle tecniche di gestione del rischio che rende più rigida l'erogazione del credito. Così oggi l'intero settore bancario europeo appare meno redditizio di quello statunitense, ma più solido per livello di capitalizzazione e qualità degli asset, come sostiene ad esempio Owen Murfin, di Mfs Investment Management: «In generale riteniamo che le banche europee evidenzino, rispetto a quelle statunitensi, la loro elevata liquidità, la forte posizione patrimoniale e la minore esposizione al credito al consumo, ai prestiti a leva finanziaria e ai settori energetici. Inoltre, le recenti modifiche della normativa regolamentare e macroprudenziale e la flessibilità delle linee guida contabili hanno fornito al sistema creditizio un ulteriore margine di manovra per la costituzione di riserve e l'assorbimento di perdite».

### UN SOSTEGNO ALL'ECONOMIA

Dall'altra parte, però, viene chiesto di fornire un importante sostegno all'economia reale, che è in condizioni pessime da 20 anni. Pur nella limitatezza del percorso disponibile, i maggiori istituti di credito italiani non si presentano a questo appuntamento in cattive condizioni. Ciò fa sì che sicuramente alcune occasioni sul loro debito ci possano essere, dato che esso in qualche maniera a ogni ondata di crisi finisce a scambiare con un elevato beta rispetto ai titoli del Tesoro.

Appare interessante al riguardo il discorso di chi ritiene che sia fondamentale la garanzia pubblica per sostenere l'investimento nei subordinati dei maggiori player nazionali. Tra costoro Mondher Bettaieb, di Vontobel Asset Management: «Sì, vediamo buone opportunità di investimento nelle banche italiane, specialmente nelle emissioni At1, le cui quotazioni hanno sofferto parecchio durante la crisi del Covid-19. Il momento attuale non potrebbe essere migliore per questi istituti, dal momento che la maggior parte del credito erogato quest'anno verrà garantito dal governo. Di conseguenza, esso non andrà a impegnare capitale, dal momento che è in conformità con le regole Bis: questa operatività dovrebbe risultare ad alto margine di profitto con un Roe a doppia cifra. Alcuni esempi di beneficiari includono Mediobanca, Intesa e Unicredit. Si tratta di istituzioni molto ben capitalizzate, la cui robusta capacità di generare profitti permette di aumentare gli accantonamenti. Intesa poi è un gruppo molto diversificato grazie alla sua divisione di Banque Assurance, mentre l'approccio prudenziale di Unicredit mette il gruppo in una posizione di forza relativa, fornendo al tempo stesso le potenzialità per futuri rialzi».

### MEGLIO I LEADER

Dai nomi elencati si si può facilmente evincere però un punto fondamentale: nel nostro Paese rimane più prudente avventurarsi su bond, sia senior, sia subordinati, di istituzioni primarie, data la natura sistemica di queste ultime e le numerose e irrisolte aree di crisi a livello locale. Ad esempio, idee piuttosto nette sembra avere Peter Marsland, di Aberdeen Standard Investments: «Vediamo alcune opportunità nel debito senior e lower tier 2 di Banca Intesa e Unicredit, ma siamo più cauti sulle banche italiane 2nd tier».

In questo ambito dall'altra parte altri usano proprio la seniority dell'emissione come criterio fondamentale per passare dai nomi maggiori a player meno solidi. Vittorio Fontanesi, di AcomeA Sgr, afferma: «A nostro parere ci sono occasioni tra le emissioni senior preferred di alcune realtà, che oltre ad avere rischi molto bassi, mostrano ancora rendimenti allettanti, tenendo in considerazione il grado di seniority dei titoli sottostanti. Riteniamo che le obbligazioni delle banche italiane siano ancora molto convenienti: i Tier 2 di istituti medio-grandi, come Banco Bpm, offrono rendimenti interessanti, con rischi contenuti. Anche Mps mostra in prospettiva alcuni catalisti positivi: tra questi la possibilità di cessione dei crediti deteriorati a una bad bank e un ulteriore sostegno statale entro fine anno, che non si configurerebbe come aiuto di stato e messa in liquidazione della banca. Per quanto riguarda i Tier 1, le opportunità vanno ricercate solo tra le grandi banche, come Intesa e Unicredit, che viaggiano ancora con rendimenti interessanti e un rischio contenuto, considerando i fondamentali di bilancio».

Luci e ombre, insomma, anche se in maniera prudente, anche se sicuramente in un portafoglio ben ponderato di corporate europee diverse obbligazioni bancarie italiane potrebbero dare un contributo più che positivo.

due pareri di orientamento opposto che ben sintetizzano quanto esposto finora. Il primo è dello stesso Napoletano: «Il rendimento dei titoli italiani è sceso di quasi 50 punti base per il decennale e di quasi 70 nella parte front-end; nonostante ciò, noi rimaniamo relativamente positivi, soprattutto per la parte più breve della curva, con il due anni che ci attendiamo che passi a rendimenti negativi».

### IL PERCHÉ DEL SOTTOPEO

Di segno opposto invece Peter Marsland, di

Aberdeen Standard Investments: «Al momento sottopesiamo i titoli di stato italiani. Lo spread verso il Bund è solo di 20-30 punti base più ampio rispetto al quarto trimestre 2019, livello che non riteniamo sufficiente a fronte della gravità della recessione che stiamo vivendo. A nostro avviso, il rally di maggio è stato guidato dalle aspettative per la politica della Bce, che sono state soddisfatte, ma anche dalle aspettative per il Recovery fund appena annunciato. Rimaniamo scettici sulla possibilità che la versione finale abbia lo

stesso mix di sovvenzioni e prestiti proposto dalla Commissione europea. In ogni caso, le dimensioni del fondo saranno probabilmente insufficienti e la sua attuazione potrebbe arrivare troppo tardi».

Da una parte quotazioni e struttura della curva che, in un mondo di  $Q_e$  perenne e deflazione (o quasi), rendono i nostri bond sovrani persino economici e dalle grandi possibilità di capital gain, dall'altra fondamentali che definire problematici è usare un eufemismo.