Se i Treasury predicono tempesta meglio ascoltarli: non sbagliano

Banor Capital Francesco Castelli, responsabile obbligazionario

Le banche europee sono molto più solide I subordinati offrono ben più del 5%, ma a prezzo di un'elevata complessità

C'è un'evidente contraddizione nel modo in cui le azioni e i bond sembrano interpretare lo scenario economico attuale. I maggiori indici di Borsa sono vicini ai massimi dell'ottobre 2018. «Considerando il rallentamento degli utili osservato nell'ultima stagione delle trimestrali, le valutazioni scontano un miglioramento del quadro. Vedono tutto rosa, non riflettono i rischi. I mercati obbligazionari invece stanno lanciando un chiaro segnale di allarme», osserva Francesco Castelli, responsabile obbligazionario di Banor Capital.

La curva dei tassi americani si è invertita, con il rendimento a due anni salito a più riprese sopra il decennale. Un fenomeno che spesso anticipa la recessione o un forte rallentamento, con inevitabile impatto sulla dinamica dei profitti: di norma, spiega Castelli, nell'arco dei sei o dodici mesi successivi arriva una forte correzione sull'azionario.

Chi ha ragione? I mercati azionari sono tornati troppo euforici, dopo i crolli di dicembre, o i tassi governativi scontano un eccesso di pessimismo? «Guardando alla storia degli ultimi decenni, le azioni hanno una migliore capacità predittiva quando si tenta di intuire i primi segni di una ripresa globale. Ma a questo punto del ciclo economico si dovrebbero ascoltare le obbligazioni», conclude il gestore di Banor Capital.

La pendenza della curva dei rendimenti è stata costantemente il miglior indicatore prima di una recessione».

Intanto, le lancette del Bund tedesco sono tornate al 2016, quando i tassi erano negativi fino alla scadenza decennale. E le obbligazioni della zona euro incorporano previsioni di crescita dei prezzi al consumo ben al di sotto del 2% fissato dalla Bce come obiettivo prioritario. Si torna persino a parlare, come non accadeva da tempo, di giapponesizzazione del Vecchio Continente, verso una spirale deflattiva. «In un contesto di questo tipo, con i tassi a zero, funzionano le strategie di credito difensive, che non eccedono troppo con i rating bassi: tra le emissioni con rating BBB o BB+ si possono trovare ti-

www.sifasrl.com - Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

toli interessanti. In particolare nei settori ciclici, con rendimenti tra il 2 e il 3% su scadenze di tre-quattro anni».

L'altra opportunità è nel settore finanziario. «Le banche europee sono molto più solide rispetto ad alcuni anni fa. Il groviglio regolamentare le costringerà a tornare sul mercato con operazioni di raccolta importanti, per irrobustire ulteriormente i propri requisiti di capitale. Per le azioni può essere un problema, ma dal punto di vista di un investitore obbligazionario, possiamo stare più tranquilli». È vero che i costi del funding per le banche italiane sono più alti, perché risentono dello spread Btp-Bund e perché la zavorra dei crediti deteriorati è più pesante rispetto agli altri Paesi, nonostante i notevoli sforzi di smaltimenti compiuti nel 2018.

Ed è altrettanto vero, spiega Castelli, che il deterioramento del quadro macro, nell'arco di quattro o cinque trimestri, è destinato ad alimentare un nuovo aumento delle sofferenze. «Ma l'atteggiamento più flessibile mostrato dalle istituzioni europee verso l'Italia e le operazioni di liquidità messe in campo dalla Bce (Tltro) giocano a favore. Tra le emissioni subordinate in particolare si trovano rendimenti attraenti, sopra il 5%. Scontano un eccesso di negatività, dovuta al fatto che nel precedente ciclo, il bancario è stato tra i comparti più penalizzati. Questo pregiudizio può essere giustificato sul fronte azionario, ma non sui bond».

Chi investe in titoli subordinati deve però fare i conti con livelli di complessità molto elevati: «è un segmento molto difficile da analizzare. Ci sono differenze rilevanti non solo tra emittenti ma anche tra singole emissioni della stessa società. Questo è ancora un'area dove studiare paga».

Pieremilio Gadda

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Investimenti

OBBLIGAZIONI

Bond, oltre il 3% con zloty e rand Ma sotto l'ombrello della Bei

Se i Treasury predicono tempesta meglio ascoltarli: non sbagliano

www.sifasrl.com - Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.