

Secondo i gestori è meglio non superare la soglia del 6%. Vietato puntare più del 2% su Atene

# Metti un Pigs in portafoglio

È un buon momento per investire in titoli quotati in Portogallo, Irlanda, Grecia e Spagna

Alessandro Bonini

Tutti li temono, ma i titoli dei Pigs stanno andando a ruba. Le ultime aste organizzate dai Paesi periferici della zona euro hanno registrato una domanda fino a 4-5 volte superiore all'offerta. Una tendenza che riguarda Spagna, Irlanda, Portogallo. Persino la Grecia. Il governo ellenico per promuovere l'acquisto del suo debito e spuntare tassi ragionevoli ha svolto un insolito roadshow fra Londra, Parigi e Francoforte, con tanto di "testimonial" Ue e Fmi.

I rendimenti restano alti, poiché la mina vagante di un possibile default non è stata ancora del tutto disinnescata. Eppure questo tipo di investimento potrebbe rivelarsi una scelta remunerativa. Si tratta di vedere in che misura. Abbiamo girato la domanda a Vontobel e Axa Investment Managers.

Il consiglio dei gestori è quello di mantenere un'esposizione intorno al 5-6% in un portafoglio di titoli europei, cautelandosi di non superare il 2% nel caso della Grecia (Vontobel). Sulla maglia rosa il verdetto è unanime: Spagna, grazie a un debito addirittura più basso di quello tedesco e all'impegno giudicato credibile a tagliare il deficit elevatissimo. "I titoli

appartenenti ai cosiddetti Paesi Pigs presentano ancora elevati spreads di rendimento rispetto al titolo guida rappresentato dal Bund tedesco - spiega Livio Dalle, head of advisory di Vontobel Europe a Milano - Nonostante il buon esito delle aste il rischio percepito dal mercato rimane pertanto molto elevato, vicino ai massimi storici. Per esempio l'inserimento in un portafoglio obbligazionario europeo di titoli greci, che quotano circa 900 punti base di spread rispetto al bund, può avvenire in quantità limitata (2% del portafoglio) con funzione di yield enhancement e l'avvertimento di controllare in ogni momento l'evoluzione dello scenario. Il Paese che mostra i fondamentali migliori è la Spagna, che ha un rapporto debito/Pil decisamente sostenibile. Lo spread di rendimento rispetto al Bund tedesco è di circa 180 punti base, superiore ma non di molto allo spread che il mercato applica per il debito italiano". L'anno scorso la Spagna ha riportato un debito pari al 53% del Pil, meno della Germania e della media europea, che sfiora l'80%. Il governo è impegnato a ridurre il deficit complessivo (che comprende le autonomie locali) al 6% nel 2011 dal record toccato un anno fa dell'11,2%. Madrid terrà otto



Livio Dalle

aste nell'ultimo trimestre del 2010. Aurore Wannesson-Raynaud, senior product specialist fixed income di AXA Investment Managers, compila la sua classifica partendo dal basso. "La Grecia rimane il mercato più debole in termini di debito sovrano. Attualmente non rientra nella maggior parte dei nostri portafogli a reddito fisso, anche per i downgrade che ha ricevuto. Ma a parte le considerazioni sul rating, per puntare sulla Grecia bisognerebbe essere fortemente convinti che il suo debito non abbia necessità di essere ristrutturato. Secondo noi è troppo presto per arrivare a tale conclusione. Anche

Irlanda e Portogallo appaiono abbastanza deboli. L'Irlanda è stata declassata a AA- da S&P e a Aa2 da Moody's e riporterà quest'anno un deficit a due cifre. Se il recente sostegno al settore finanziario sarà integrato nel deficit, questo potrebbe aggiungere un 8% al disavanzo. In Portogallo il consolidamento fiscale è abbastanza a buon punto, con il deficit in ribasso al 7% del Pil nel 2010, ma la crescita è molto più lenta di quella irlandese. Entrambi i Paesi non incontrano i nostri favori. Abbiamo invece migliorato le nostre prospettive sulla

Spagna, con una posizione neutrale. La Spagna ha un peso importante sull'outlook dell'intera zona euro e i mercati sono pronti a dare al Paese una chance, accettando la scommessa che la crescita economica e il consolidamento fiscale lo riporteranno alla stabilità finanziaria nei prossimi 2-3 anni".

Da parte sua Axa preferisce parlare di Piigs, in tal caso elevando l'Italia a miglior scelta, ma ricordando implicitamente che l'ingresso dell'Irlanda nel "club" non comporta necessariamente l'uscita del nostro Paese.

## I VOSTRI SOLDI

### I money manager promuovono Madrid

- Le aste di titoli Pigs continuano ad attirare una forte domanda. Non sono del tutto dissipati i timori di un default, specialmente della Grecia.
- Vontobel consiglia un'esposizione intorno al 5-6% in un portafoglio di titoli europei, cautelandosi di non superare il 2% in Grecia.
- Axa Investment Managers continua a diffidare del debito ellenico e mette in guardia dal rischio di Irlanda e Portogallo: la prima per il deficit e il secondo sul fronte della crescita.
- I gestori promuovono la Spagna, grazie a un debito limitato al 53% del Pil e all'impegno giudicato credibile a tagliare il deficit elevatissimo.

I legami tra Stato, politica e banche stanno ritrovando un nuovo equilibrio. Mr. Hyde si ammala

## E Dr. Jekyll sta guarendo

Ben tornato mercato finanziario. Il capitalismo è un bene al quale non si può rinunciare

Roberto Ruozi

Un paio di anni fa diedi alle stampe un volume intitolato "Viaggio nel mercato finanziario con Dr. Jekyll e Mr. Hyde". L'argomento centrale del volume era l'analisi di ciò che era accaduto, stava accadendo e sarebbe probabilmente accaduto nel mercato bancario mondiale, con specifico riferimento all'evoluzione dei rapporti fra Stato e mercato nel mercato suddetto. In quell'esame (o meglio in quel viaggio) Dr. Jekyll interpretava il ruolo del mercato, cioè del personaggio buono della storia, mentre Mr. Hyde interpretava il ruolo dello Stato, cioè del personaggio cattivo della stessa storia. Quest'ultima dimostra che negli ultimi vent'anni precedenti lo scoppio della crisi nell'estate 2007 lo Stato, grande protagonista delle vicende bancarie nel secondo dopoguerra, si era gradatamente allontanato dalla proprietà delle banche, le cui privatizzazioni avevano dato ai sistemi bancari del mondo occidentale, ma anche di quelli dell'Europa ex comunista, una

veste sempre più conforme alle classiche regole di un mercato degno di questo nome. Dr. Jekyll aveva trionfato mentre la salute di Mr. Hyde era diventata sempre più cagionevole. La crisi iniziata nel 2007 ha ribaltato la situazione e lo Stato è prepotentemente ritornato alla proprietà delle banche, che ha dovuto rimettere sotto la sua protezione per evitare il fallimento. La salute di Dr. Jekyll è pesantemente peggiorata mentre quella del suo antagonista ha ripreso vigore. Mi chiesi, alla luce di tutto quello che era successo, quale fosse stata la vera natura di questo drammatico ritorno al passato. Di fronte alla tesi di un radicale cambiamento politico, che mi sembrava fuori di ogni logica, sposai quella dell'incidente tecnico. Il mercato bancario aveva cioè commesso errori così gravi cui non era in grado di rimediare da solo e che hanno potuto essere sanate solo con l'intervento dello Stato, il quale era entrato senza alcun entusiasmo nel capitale delle banche e aveva dichiarato pressoché ovunque che ne sarebbe uscito al più pre-

sto possibile non appena la situazione delle banche fosse stata rimessa

Gli interventi pubblici si sono pressoché fermati e gli istituti hanno iniziato il rimborso

sotto controllo. La mia tesi non era unanimemente condivisa e molti pensavano che lo Stato, una volta entrato nella stanza dei bottoni delle più grandi banche del mondo, ci avrebbe preso gusto e i legami fra Stato, politica e banche anziché allentarsi avrebbero finito per consolidarsi. In verità, già dalla fine del 2008 si erano manifestati segnali in senso opposto, ma essi erano allora troppo deboli per confermare la mia tesi, che avrebbe quindi finito per

vedere Dr. Jekyll nuovamente in gran forma e Mr Hyde in difficoltà. Due anni sono passati dall'uscita di quel libro e tre anni dallo scoppio della crisi e i fatti degli ultimi tempi sembrano confermare che così in effetti sta avvenendo anche se ci sono ancora alcuni episodi, come quelli di alcune banche irlandesi e delle due fondamentali agenzie per il rifinanziamento dei mutui ipotecari americani, che potrebbero far ritenere che l'intermezzo non sia ancora del tutto terminato. Per "intermezzo", che è poi il titolo di un mio nuovo libro sui tre anni della crisi che sto esaminando, intendo una specie di periodo transitorio fra il ventennio precedente la crisi e gli anni che verranno dopo la crisi, quando in effetti le cose, almeno quelle riguardanti i rapporti fra Stato e mercato nel mondo bancario che qui si considerano, torneranno più o meno come prima. Tali affermazioni si basano sulla constatazione che, a parte le eccezioni già citate le quali confermano la regola generale, non solo gli interventi statali nelle banche si sono pressoché fermati, ma anche e soprattutto che molte ban-



Roberto Ruozi

che, le quali avevano beneficiato degli interventi suddetti, hanno iniziato sistematicamente il rimborso dei finanziamenti statali. Quando questi hanno assunto la forma di partecipazione al capitale hanno già visto numerose cessioni a terzi delle

stesse, che hanno non infrequentemente permesso la realizzazione di buone plusvalenze agli Stati venditori. Ciò è accaduto specialmente negli Stati Uniti, ma anche altrove, come ad esempio in Svizzera. Cessioni ai privati di quote del capitale di banche pubbliche sono del resto attese anche nei paesi più fortemente ancorati alla proprietà pubblica di una parte importante dei loro sistemi bancari, come Spagna e Germania. Certo il rientro non è terminato e il ristabilimento di rapporti fra Stato e mercato bancario come quelli che hanno caratterizzato il periodo precedente la crisi richiederà ancora tempo, ma la strada mi sembra segnata. Mi spiace per Mr. Hyde, ma sono felice che Dr. Jekyll stia tornando in buona salute, anche perché da questa dipendono in effetti le sorti del capitalismo, che è un bene al quale non si può rinunciare.