

EUROPA LE PROSPETTIVE D'INVESTIMENTO DOPO IL VERTICE DI BRUXELLES SUL PATTO PER L'EURO

# Come orientarsi tra i bond Piigs

Rischiose le emissioni portoghesi. Scommessa su Atene, solo con scadenze lunghe. Sul breve, meglio titoli italiani e spagnoli

**F**ra iniziato nel peggiore dei modi il vertice dei 27 capi di Stato e di governo dell'Unione europea tenutosi a Bruxelles il 24 e 25 marzo scorsi: con il Portogallo sull'orlo del precipizio, il premier lusitano, José Socrates, costretto alle dimissioni per la bocciatura del piano di risanamento dei conti pubblicati da parte del Parlamento, una doppia sforzicata sul rating di Lisbona da parte di Fitch e Standard & Poor's, seguita, a stretto giro, da un nuovo downgrade su cinque banche portoghesi e data notizia di un ulteriore possibile declassamento del debito sovrano da parte di S&P. Risultato: rendimenti sui titoli decennali portoghesi saliti oltre l'8%, il livello più alto di sempre, e investitori combattuti, ancora una volta, tra la scelta di una puntata ad alto rischio sul debito sovrano dei Piigs e la consapevolezza che, dopo Grecia e Irlanda, anche il Portogallo, probabilmente, si vedrà costretto a cedere, accettando il soccorso di un piano targato Ue-Fmi.

C'è, però, un elemento di novità rispetto ai casi greco e irlandese. «Per la prima volta dallo scoppio della crisi debitoria, il mercato sta trattando il rischio Portogallo come un fattore non sistemico. Di fronte al pericolo di una capitolazione portoghesa, infatti», spiega Gabriele Bruera, direttore generale di Compass am, «i rendimenti dei titoli di Spagna e Italia si sono mossi pochissimo». A indicare che, questa volta, l'effetto contrario parrebbe essere scongiurato. Il merito, secondo Bruera, sarebbe proprio di quel pacchetto di norme, concordate tra l'11 e il 15 marzo e appena ratificate dal Consiglio europeo, che introducono una cornice di regole credibili per gestire e prevenire eventuali crisi future (*vedere riquadro in basso*).

Ma su questo punto l'opinione degli esperti è discordante: «Il Patto per l'euro è un passaggio necessario, ma non sufficiente», rilia Francesca Cerminara, responsabile bond e valute di Zenit sgr. «Per ridare fiducia ai mercati è indispensabile che le nuove norme europee vengano recepite all'interno degli ordinamenti

pat-

## DAL 2013 MECCANISMO DI STABILITÀ PERMANENTE

### NUOVI INTERVENTI FINO A 500 MILIARDI

Obbligo di riduzione del debito, un ventesimo ogni anno, sulla parte eccedente la soglia del 60% sul pil; inasprimento delle sanzioni per il mancato rispetto dei parametri fiscali, condizionate però alla valutazione di altri fattori «rilevanti» da parte dell'Ecofin (come debito privato o stato di salute del sistema bancario); creazione, dal luglio 2013, del Meccanismo europeo di stabilità permanente, con capacità d'intervento effettiva di 500 miliardi di euro, in sostituzione dell'attuale Fondo salva-Stati, che può erogare prestiti fino a 250 miliardi (la decisione di un ampliamento a 440 miliardi è mandata a giugno). Sono alcuni punti chiave contenuti nel nuovo Patto per l'euro, approvato dal Consiglio europeo il 24 e 25 marzo. La palla passa ora, al Parlamento Ue per una trattativa che dovrebbe concludersi entro giugno.

## LISBONA VICINA ALLE OBBLIGAZIONI SPAZZATURA

### SOLO IN SEI NEL CLUB DELLA TRIPLA A

Pagelle ancora a rischio per i titoli dei Piigs: se si esclude il caso dell'Italia, le valutazioni delle agenzie di rating, in outlook negativo per Grecia, Portogallo, Irlanda e Spagna, incorporano l'ipotesi di ulteriori downgrade. Risultato: se è vero che, a eccezione dei titoli greci, tutte le emissioni dell'area euro mantengono l'investment grade, a seguito dell'ultimo declassamento da parte di S&P, i titoli portoghesi hanno ottenuto una tripla B, avvicinandosi pericolosamente a livello speculativo (BB+). Nell'Europa, la tripla A resta prerogativa di Germania, Francia, Olanda, Austria, Lussemburgo e Finlandia. Anche la Gran Bretagna, per ora, mantiene un giudizio eccellente nelle valutazioni delle tre agenzie di rating, ma secondo Moody's potrebbe perdere la tripla A in caso di rallentamento della crescita economica.

## RISTRUTTURAZIONE IN VISTA

«Al momento starei alla larga dai titoli portoghesi», premette Bruera. «Una volta entrati nel vortice dell'intervento da pat-



**JOSÉ LUIS ZAPATERO**  
Outlook negativo sul rating per il primo ministro spagnolo



**JOSÉ SÓCRATES**  
Il premier di Lisbona si è dimesso dopo il voto al piano di risanamento



**GEORGE PAPANDREOU**  
Il premier di Atene ha accettato il piano di soccorso di Ue-Fmi, come Dublino

te del Fondo europeo salva-Stati, i prezzi possono scendere ancora molto. Piuttosto, se un investitore volesse scommettere sul debito sovrano ad alto rischio, i terribili d'occhio i titoli greci a lunghissima durata». Come l'emissione in scadenza al 20 settembre 2040, scambiata a un prezzo di 56 euro per un rendimento effettivo lordo dell'8,85%. «Prezzi così bassi incorporano già le ipotesi peggiorative, ovvero una ristrutturazione del debito greco. Se invece lo scenario dovesse migliorare ci sarebbe l'opportunità di ottenere un ottimo guadagno in conto capitale», sottolinea il direttore generale di Compass, che precisa: «I prezzi dei titoli greci hanno raggiunto una certa stabilità, quelli irlandesi, invece, non ancora e rimangono più volatili».

Vale la pena sottolineare che un'eventuale scommessa sul debito di Grecia, Irlanda e Portogallo esporrebbe gli investitori a un rischio emittente molto elevato: secondo i dati della società londinese Cma, infatti, i valori dei credit default swap (cds, contratti derivati che esprimono il costo dell'assicurazione contro il rischio di fallimento di un emittente) incorporano per Atene, Dublino e Lisbona una probabilità di default, rispettivamente, del 37%, 42% e 38% entro i prossimi

## QUANTO VALE IL DEBITO

EMITTENTE	ISIN	SCADENZA	RATING	PREZZO (EURO)	REND. EFF. (LORDO %)
<b>TITOLI A 2 ANNI</b>					
Portogallo	PTOTG0E0009	23-09-2013	A3/BBB-/A-	97,50	5,45
Italia	IT0004634132	15-04-2013	Aa2/A+/AA-	103,10	4,25
Irlanda	IE0031266328	18-04-2013	Baa1/A-/BBB+	91,40	5,00
Grecia	XS0372384084	25-06-2013	B1/BB+/BB+	84,50	4,88
Spagna	ES0000012115	30-04-2013	Aa2/AA+/AA+	99,80	2,30
Germania	DE0001135234	04-07-2013	AAA	104,42	3,75
<b>TITOLI A 10 ANNI</b>					
Portogallo	PTOTG0E0007	15-04-2021	A3/BBB-/A-	74,75	3,85
Italia	IT0004634132	01-03-2021	Aa2/A+/AA-	92,40	3,75
Irlanda	IE000626194	18-10-2020	Baa1/A-/BBB+	71,00	5,00
Grecia	GR0133002155	22-10-2022	B1/BB+/BB+	65,80	5,90
Spagna	ES0000012389	30-04-2021	Aa2/AA+/AA+	102,55	5,50
Germania	DE0001135424	04-01-2021	AAA	93,90	2,50

I titoli di debito dei Piigs a due e dieci anni, con codice Isin, scadenza, rating, prezzo, cedola e rendimento effettivo lordo a scadenza, taglio minimo: 1.000 euro. Dati aggiornati al 24 marzo 2011. Fonte: Compass am

a danno degli investitori. Senza dimenticare il problema della liquidità», segnala Cerminara. «Su queste emissioni lo spread denaro-lettera, che misura la differenza tra prezzo d'acquisto e di vendita, può raggiungere il 2%».

## FUORI PERICOLO

Ben diverso il caso di Spagna e Italia. «Ormai», sottolinea Gentili, «questi due Paesi sembrano essere stati scoporati dal gruppo dei Piigs». Per questo motivo, secondo Cerminara, i titoli spagnoli e italiani sarebbero adatti anche a un investitore con un profilo di rischio medio, da utilizzare sia in funzione tattica, quindi in ottica di breve termine, sia strategica. Quanto alle scadenze, gli esperti interpellati dal *Mondo* suggeriscono di privilegiare i titoli di durata breve, non superiore ai due-tre anni. «Mentre i prezzi dei titoli a lunghissima scadenza di Grecia e Irlanda sono così bassi da ritenere in misura molto marginale di un aumento dei tassi, i titoli decennali spagnoli e italiani potrebbero essere molto penalizzati», avverte Bruera. «Gli attuali valori delle obbligazioni: incorporano già l'aumento del 0,25% previsto per il 7 aprile e un ulteriore 0,5% entro l'anno. Ma se la politica monetaria adottata dalla Bce dovesse farsi più aggressiva, il mercato potrebbe reagire negativamente».

PierEmilio Gadda