

di **Roberta Castellarin**
e **Paola Valentini**

Lo spread è sceso e oggi rispetto a qualche mese fa è diventato quasi impossibile trovare Btp che quotano sotto la pari, a meno di andare a caccia di occasioni tra i cosiddetti Btp con il mantello. Che offrono ai cassetisti ancora rendimenti che possono arrivare a superare il 5%, a patto di rinunciare alle cedole semestrali. Si tratta dei cosiddetti Btp coupon stripping, obbligazioni zero coupon, ovvero titoli che non pagano cedole (a tasso fisso oppure indicizzate all'inflazione) ma prevedono soltanto a scadenza il rimborso del valore nominale di 100. «In Italia le operazioni di stripping consistono nella separazione della componente cedolare (lo strip, ndr) e del valore nominale (il cosiddetto mantello, ndr) dei Btp a 5, 10, 15 e 30 anni; una volta separati questi due elementi fondamentali che costituiscono il classico Btp, viene creato sinteticamente, da operatori professionali, uno zero coupon che a sua volta è un titolo di Stato», dice **Moreno Zani**, presidente della boutique di gestione **Tendercapital**, che ha selezionato alcuni Btp zero coupon osservando l'andamento della cosiddetta Italy Government Strip Curve (vedere tabella in pagina). «Sebbene questa tipologia di titoli esponga il sottoscrittore a un notevole rischio di liquidità e di tasso, gli strip possono permettere di creare un capitale a scadenza rinunciando a flussi di cassa intermedi», prosegue Zani. E quindi come sceglierli? «A nostro avviso, visto l'attuale scenario dei tassi e l'attuale contesto macroeconomico italiano, è meglio scegliere titoli che appartengono al tratto breve della

BOND I titoli del Tesoro italiano senza cedola sono meno liquidi delle emissioni tradizionali ma consentono di triplicare il capitale a scadenza senza dover reinvestire i flussi semestrali. Occhio però ai costi di acquisto

Un mantello sui Btp

I BTP SENZA CEDOLA COSTANO MOLTO MENO DI 100							
Curve	Nome titoli	Codice Isin	Scadenze	Prezzo	Rend. lordo a scadenza	Taglio minimo	Incremento
1-6 anni	Btp strip	IT0001247144	01/11/2014	€ 99,04	0,95	€ 100,00	€ 100,00
	Btp strip	IT0003246326	01/08/2015	€ 97,90	1,19%	€ 100,00	€ 100,00
	Btp strip	IT0001247185	01/11/2016	€ 93,83	2,13%	€ 100,00	€ 100,00
	Btp strip	IT0001247201	01/11/2017	€ 91,01	2,37%	€ 100,00	€ 100,00
	Btp strip	IT0003268494	01/08/2018	€ 88,29	2,64%	€ 100,00	€ 100,00
15-17 anni	Btp strip	IT0001312781	01/05/2028	€ 49,46	4,96%	€ 100,00	€ 100,00
	Btp strip	IT0001312815	01/11/2029	€ 45,67	5,01%	€ 100,00	€ 100,00
	Btp strip	IT0003268973	01/08/2030	€ 43,90	5,03%	€ 100,00	€ 100,00
oltre i 20 anni	Btp strip	IT0004002827	01/08/2035	€ 34,11	5,06%	€ 100,00	€ 100,00

GRAFICA MF-MILANO FINANZA



curva, ovvero tra i quattro e i sei anni, poiché non risentono più di tanto di eventuali oscillazioni di mercato», suggerisce Zani, «oppure sul tratto dei 15-17 anni che, a scadenza, hanno lo stesso

rendimento di quelli più lunghi dato l'appiattimento del tratto di curva oltre i 15 anni, riuscendo nell'intento di creare un capitale a scadenza a patto di rinunciare al flusso cedolare». Ma come rovescio della medaglia lo zero coupon è soggetto a maggiori oscillazioni di mercato rispetto al Btp tradizionale data la mancanza di cedola che ne allunga la duration. «Di conseguenza vanno attentamente selezionati i basket di curva sui quali ci si vuole posizionare», prosegue il money manager. Tali titoli sono inoltre adatti principalmente a cassetisti e alla clientela retail che li acquista per tenere fino a scadenza, in quanto sono strumenti abba-

stanza illiquidi, con un elevato differenziale tra prezzo di acquisto e di vendita e soggetti ad ampie oscillazioni di prezzo. D'altra parte questi titoli consentono di ottenere un capitale doppio o anche triplo rispetto a quello di partenza senza essere costretti a reinvestire lungo la strada le cedole, come accade per i Btp tradizionali. «Di conseguenza, volendo fare un esempio, per raddoppiare il capitale investito bisogna acquistare il Btp stripping scadenza 2028 che si acquista a 49,46 e rimborsa 100, con un orizzonte di investimento di oltre 14 anni, oppure per triplicare il capitale investito bisogna spingersi fino al 2035 ovvero un orizzonte di investimento di ben

22 anni», spiega Zani. In definitiva, si tratta di uno strumento adatto a chi vuole crearsi una capitale integrativa per quando si ritirerà in pensione, acquistando sistematicamente e periodicamente con un piano di accumulo programmato grazie al taglio minimo molto accessibile. «È tuttavia necessario mantenere un occhio attento alla volatilità e, soprattutto, non vendere prima della scadenza, in quanto potrebbe generarsi un'allocazione inefficiente delle risorse», dice Zani. Il bond, infatti, è molto sensibile al rialzo dei tassi e il movimento al rialzo potrebbe dare origine a perdite in conto capitale o, più semplicemente, a un rendimento dell'operazione ben al di sotto del rendimento a scadenza. Infine, si tratta di titoli trattati otc (over the counter), di conseguenza le piattaforme online spesso non fanno accedere a tale tipologia di titoli. «Bisogna, quindi, recarsi allo sportello, immettere un ordine di acquisto tradizionale, che la banca solitamente esegue tramite broker, caricando spese molto alte. Queste ultime penalizzano l'investimento rispetto agli omologhi Btp tradizionali con cedola quotati sui mercati regolamentati, estremamente liquidi e acquistabili online con basse commissioni bancarie», conclude Zani. (riproduzione riservata)

Quotazioni, altre news e analisi su www.milanofinanza.it/btp

Wilson (Goldman Sachs am), dal total return alle strategie flessibili

Lincertezza sul fronte dei tassi spinge a trovare nuove strade di rendimento e così le strategie di total return vengono superate da approcci più al passo coi tempi. Come spiega Andrew Wilson, ad di Goldman Sachs asset management per il mercato dell'Europa, il Medio Oriente e l'Africa e co-responsabile degli investimenti obbligazionari.

Domanda. Dopo l'annuncio del tapering da parte della Fed, Goldman Sachs prevedeva una svolta sostenibile nei tassi. È ancora convinto di questa valutazione?

Risposta. Sì, crediamo che i tassi statunitensi cresceranno nel lungo termine. Non siamo sorpresi che le fasi iniziali di questa tendenza siano state accidentate. Pensiamo che la Fed abbia deciso di ritardare il tapering a seguito del netto aumento dei tassi che si è verificato dopo che il presidente Bernanke per primo ha sollevato la prospettiva. La Fed vuole che i tassi salgano gradualmente e si normalizzino nel corso di diversi anni,

non che si innalzino in modo così drastico da soffocare la ripresa economica.

D. I mercati obbligazionari tendono a essere sotto pressione in tutto il mondo, mentre i livelli di rendimento sono meno attraenti. Quali le conseguenze per la vostra strategia sull'obbligazionario?

R. La caratteristica principale della nostra strategia è la flessibilità. Gli yield sono bassi in molte aree del mercato obbligazionario e l'interest rate risk è poco attraente. Tuttavia, quest'ultimo è solo una componente di rischio. Ci sono altri rischi che si possono considerare alla ricerca di un rendimento maggiore.

D. Quali fonti usate per ottenere buoni rendimenti e come vi comportate quando i mercati scendono?

R. Una strategia che possiamo utilizzare quando i tassi stanno crescendo e il mercato del fixed income è in calo è passare a una posizione negativa nel rischio di durata. Con ciò, ci possiamo aspettare di trarre

profitto da un aumento dei tassi. Questo è solo un esempio. Il nostro approccio senza costrizioni impiega otto diversi stimoli di rendimento e siamo in grado di aumentare o diminuire il rischio per ciascuno di questi a seconda delle opportunità che si presentano. Tre di questi stimoli sono di tipo macroeconomico, gli altri cinque sono focalizzati sulla ricerca di valore nei mercati. In queste strategie, stiamo cercando di coprire il rischio di mercato per generare rendimenti dalla selezione dei titoli, dalla nostra view sui valori relativi e da valutazioni non strettamente legate alle direzioni del mercato. Siamo concentrati sul total return piuttosto che sul rendimento rispetto a un benchmark; tuttavia pensiamo che la nostra strategia si differenzi dai tradizionali approcci total return per due principali motivi. In

primo luogo, una strategia tradizionale prenderà posizioni lunghe sul rischio di tasso in tutti gli scenari di mercato. La nostra strategia può passare a una posizione corta sui rischi di tasso.

In secondo luogo, la maggior parte delle strategie total return ha una flessibilità limitata per quanto riguarda l'investimento attraverso le tradizionali distinzioni tra mercati. La nostra strategia non ha queste limitazioni.

D. Con tale approccio che tipo di rendimenti annuali può aspettarsi un investitore obbligazionario di orientamento internazionale?

R. Negli ultimi anni, abbiamo generato un total return fra il 5,5% e il 6%, con una volatilità inferiore al 4%. Riteniamo che i mercati obbligazionari globali offrano numerose opportunità oggi, ma le performance passate non sono ovviamente garanzia di rendimenti futuri.

