

■ di Angelo Drusiani

Generalmente, se si pensa a strumenti indicizzati ai tassi d'interesse, il punto d'arrivo sono i Certificati di Credito del Tesoro, meglio noti come Cct. Essi rappresentano, senza dubbio, il prodotto a cedola variabile più diffuso tra gli investitori, sia tra quelli istituzionali, sia tra i risparmiatori ex Bot people. La semplicità delle caratteristiche è l'arma vincente, ma anche la facilità con cui è possibile scambiare il titolo sul mercato secondario contribuisce alla fama dell'emissione del debitore pubblico italiano. Va poi sottolineato che, a livello europeo, ma non solo, questa tipologia di strumento rappresenta la maggiore opportunità d'investimento, per chi sceglie titoli governativi a tasso che varia con il mutare dei rendimenti di mercato. Attualmente, il Cct rappresenta l'obbligazione più semplice fra quelle definite strutturate. Strutturato, perché il valore delle cedole viene determinato, con cadenza semestrale, sulla base di un indice di riferimento assai noto e diffuso, il rendimento dei Bot semestrali. A tale rendimento, attualmente, viene sommata una maggiorazione di 15 centesimi per semestre. Il calcolo delle cedole ha luogo a ogni fine mese, quando il collocamento dei Bot con scadenza sei mesi viene effettuata tramite asta pubblica. Nel dettaglio, il rendimento dei Bot semestrali collocati a fine giugno determinerà il valore del flusso

QUALI INDICIZZATI METTERE IN PORTAFOGLIO

Tra gli intramontabili Cct agganciati ai Bot e gli aggressivi bond societari legati all'Euribor le proporzioni dipendono dalla propensione al rischio. Perché i titoli di Stato non riservano sorprese, ma rendono meno

per interessi dei Cct con scadenza primo gennaio o primo luglio. In particolare, verrà indicato il valore della cedola per l'arco temporale che va dall'1 luglio all'1 gennaio successivo, quando la cedola stessa verrà pagata ai creditori. A valere su questa indicazione, il rendimento dei Bot a sei mesi fissato nell'asta di fine luglio sarà il punto di riferimento per i titoli con scadenza febbraio e agosto e, a seguire, il collegamento si trasferirà su tutti gli altri mesi. Solo a titoli di curiosità, la prime edizioni di questo titolo, negli anni Settanta del secolo scorso,

pur avendo la stessa denominazione di oggi, rappresentavano emissioni a cedola fissa, collocate pressoché esclusivamente in ambito istituzionale. In pratica, si trattava di strumenti che l'Istituto di emissione italiano, per conto del ministero del Tesoro, in quantità non rilevanti, collocava per soddisfare le richieste d'investimento del sistema bancario. A quei tempi, è bene ricordarlo, l'ammontare del debito pubblico italiano era di livello "umano", neppure lontanamente parente di quello odierno! Ma i Cct non sono l'unica offerta che i

Questi hanno le carte in regola

ISIN	TITOLI	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING	PREZZO 20-05-2008	REND. LORDO	MAGGIORAZIONE SU EURIBOR
XS0179527147	VENETO BANCA	4,667	5-11-2008	BBB+	100,06	5,060	30
XS0196776727	KPN	4,846	21-07-2009	BBB+	100,14	5,150	40
XS0244500236	DEUTSCHE TELEKOM	4,542	17-08-2009	A-	100,09	4,990	20
DE0005590962	DEUTSCHE BANK	4,659	18-10-2010	AA	100,30	4,890	15
XS0189530990	UNICREDITO ITALIANO *	4,866	5-04-2011	A+	100,00	4,990	12,5
XS0196762263	EDISON *	5,046	19-07-2011	BBB+	100,00	5,380	60
XS0195722003	BANCA LOMBARDA **	5,215	30-06-2014	A-	98,57	5,180	45
IT0004292691	ENEL	5,699	14-01-2015	A	102,83	5,700	80
IT0003658009	CCT	4,30	1-05-2011	A+	100,03	4,340	30 ***
IT0004101447	CCT	4,24	1-07-2013	A+	99,92	4,380	30 ***

* quota minima 50mila euro
 ** quota minima 10mila euro
 ** da 30-6-09 o rimborso a 100 o cedola euribor 3 mesi + 1,05
 *** su rendimento BOT 6 mesi

“ Tra i tassi Euribor quella con la maggiore presenza è la durata trimestrale. Ciò significa che gli emittenti che scelgono questa tipologia di parametro pagheranno gli interessi con frequenza trimestrale. E che ogni tre mesi il valore della cedola potrà mutare ”

mercati propongono, in materia di strumenti indicizzati ai tassi d'interesse, perché pure le aziende emettono prestiti con questa tipologia di caratteristiche, anche se muta il parametro di riferimento. Il più gettonato è il tasso Euribor, che rappresenta il cosiddetto tasso interbancario, valore al quale le banche di area euro, in questo caso, si scambiano la liquidità quotidianamente. Il tasso Euribor è salito alla ribalta negli ultimi mesi, perché la sua quotazione è sensibilmente aumentata, a causa della vicenda dei mutui subprime che ha visto coinvolte molte banche, in ambito internazionale. La carenza di liquidità, che ha fatto seguito alle perdite subite dai bilanci di molte banche, ha fatto sì che quelle immuni dalle difficoltà ricordate, abbiano preteso tassi elevati che le altre, che non potevano rinunciare alla liquidità stessa, erano

disposte a pagare. Tra i tassi Euribor, quella con maggiore presenza, nelle caratteristiche degli strumenti a tasso indicizzato, è la durata trimestrale. Ciò significa che gli emittenti che scelgono questa tipologia di parametro pagheranno gli interessi con frequenza trimestrale e che, ogni tre mesi, il valore della cedola potrà mutare, sulla base dell'andamento dei tassi di mercato. Accade molto raramente che il livello di una cedola non subisca cambiamenti. All'atto pratico, due giorni prima dell'inizio del godimento di un'emissione, viene rilevato il tasso Euribor e tale dato rappresenta il parametro cui riferirsi per determinare la cedola futura. Cedola che sarà ottenuta, sommando al livello del parametro una maggiorazione, come s'è visto, anche per i Cct. La maggiorazione viene definita nel momento stesso in cui l'obbligazione viene pro-

La scala del Rating

S&P MOODY'S QUALITÀ DELL'EMITTENTE			
Investment Grade Superiore			
■	AAA	AAA	EMITTENTE CON GRADO DI AFFIDABILITÀ MASSIMA
■	AA+	AA1	EMITTENTE CON GRADO DI AFFIDABILITÀ ELEVATO
■	AA	AA2	
■	AA-	AA3	
■	A+	A1	EMITTENTE CON BUONA CAPACITÀ COMPLESSIVA
■	A	A2	DI FAR FRONTE AGLI IMPEGNI CONTRATTI
■	A-	A3	
Investment Grade Inferiore			
■	BBB+	BAA1	EMITTENTE CON ADEGUATA CAPACITÀ DI ADEMPIERE
■	BBB	BAA2	AI PROPRI IMPEGNI DEBITORI
■	BBB-	BAA3	
Non Investment Grade			
■	BB+	BA1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE
■	BB	BA2	AI PROPRI IMPEGNI È MINORE DEGLI INVESTMENT GRADE
■	BB-	BA3	
Non Investment Grade Inferiore			
■	B+	B1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE
■	B	B2	AI PROPRI IMPEGNI È GIUDICATA INFERIORE
■	B-	B3	
■	CCC+		EMITTENTE CON ELEVATA PROBABILITÀ
■	CCC	CAA	DI MANCATO RIMBORSO DELLE OBBLIGAZIONI
■	CCC-		
■	CC	CA	NESSUN INTERESSE O CEDOLA VIENE PAGATO
■	C	C	EMITTENTE IN STATO DI FALLIMENTO

Capire lettere e numeri

NELLA TABELLA: LA SCALA DEL RATING, OVVERO LE VALUTAZIONI CON LE QUALI LE AGENZIE SPECIALIZZATE MISURANO L'AFFIDABILITÀ DI CHI EMETTE OBBLIGAZIONI, E UNA SERIE DI TITOLI DI DIVERSI RATING E SCADENZE CONSIGLIATI PER QUESTO MESE. QUI SOTTO, LE NOTE ESPLICATIVE

- 1) EMITTENTE PUBBLICO
- 2) CEDOLA VARIABILE INDICIZZATA EURIBOR 3 MESI + 25 CENTESIMI
- 3) BANCA TEDESCA
- 4) BANCA STATUNITENSE
- 5) CEDOLA E CAPITALE INDICIZZATI ALL'INFLAZIONE AREA EURO ESCLUSO TABACCO
- 6) CEDOLA VARIABILE INDICIZZATA EURIBOR 3 MESI + 20 CENTESIMI
- 7) FILIALE CANADESE DEL GRUPPO AUTOMOBILISTICO
- 8) SOCIETÀ TELEFONICA OLANDESE
- 9) SOCIETÀ PETROLIFERA SPAGNOLA
- 10) SOCIETÀ CARTARIA FINLANDESE
- 11) DA 7-2015 O RIMBORSO A 100 O CEDOLA EURIBOR 3 MESI + 2,80
- 12) SOCIETÀ PRODUTTRICE OGGETTI MEDICI
- 13) EMITTENTE PUBBLICO
- 14) SOCIETÀ AUTOMOBILISTICA STATUNITENSE-QUOTA MINIMA 50MILA EURO
- 15) SOCIETÀ PRODUTTRICE PRODOTTI EDILI-CEDOLA EURIBOR 3 MESI + 2,875
- 16) SOCIETÀ AUTOMOBILISTICA STATUNITENSE

GIUGNO: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 18-10-2007	REND LORDO	ANNOTAZIONI
DK0009921512	REGNO DI DANIMARCA	3,125	15-10-2009	AAA	98,46	4,23	1
XS0188256605	BANCA NAZIONALE DEL LAVORO	4,679	10-03-2011	AA+	99,58	5,10	2
DE0002798253	DEUTSCHE BANK	4,25	28-07-2009	AA	99,90	4,17	3
XS0197646218	CITIGROUP	5,00	2-08-2019	AA-	91,25	5,58	4
IT0003805998	BTP INDICIZZATI INFLAZIONE	0,95	15-09-2010	A+	98,36	5,09	5
XS0211145965	BANCA LOMBARDA E PIEMONTESE	4,578	30-01-2012	A	98,15	5,47	6
XS0234263076	DAIMLER CANADA FINANCE	3,625	10-11-2010	A-	96,74	5,00	7
XS0196776214	KONINKLIJKE KPN	4,50	21-07-2011	BBB +	97,38	5,29	8
XS0172751355	REPSOL INTERNATIONAL FINANCE	5,00	22-07-2013	BBB	98,07	5,38	9
XS0142044824	UPM-KYMMENE	6,125	23-01-2012	BBB-	99,00	6,23	10
XS0225369403	BAYER	5,00	29-07-2105	BB+	89,47	6,85	11
XS0132229088	FRESENIUS MEDICAL	7,375	15-06-2011	BB	103,00	5,68	12
XS0201333761	REPUBBLICA DI TURCHIA	5,50	21-09-2009	BB-	100,12	5,18	13
XS0299967413	FORD CREDIT EUROPE	7,125	15-01-2013	B+	86,75	10,73	14
XS0282457349	GROHE HOLDING	7,622	15-01-2014	B	93,50	9,09	15
XS0171942757	GENERAL MOTORS	7,25	3-07-2013	B-	87,12	10,56	16

posta agli investitori e sarà tanto più alta, quanto minore sarà il grado d'affidabilità dell'emittente, e viceversa. Come per i titoli del Tesoro italiano, il collegamento tra rilevazione e fissazione del flusso cedolare è immediato: il tasso Euribor di fine giugno determinerà il valore del parametro di riferimento per i titoli che pagano le cedole a gennaio, aprile, luglio e ottobre, se la frequenza è trimestrale, o per i titoli che le pagano a gennaio e luglio, se semestrale.

EFFETTO SUBPRIME

Chi preferire fra le due tipologie di strumenti? Pur avendo caratteristiche abbastanza simili, in quanto sia l'uno sia l'altro fissano il valore delle cedole future, avendo a riferimento un parametro che rappresenta il valore dei tassi o dei rendimenti di mercato, occorre valutare e tenere buona memoria di quanto è accaduto negli ultimi mesi. Si è anticipato che il livello dei tassi di mercato dell'Euribor è salito a valori molto alti, spintovi da situazioni extra mercato stesso, in questa occasione, la crisi di liquidità seguita alla vicenda dei mutui subprime. Già da qualche tempo, il dato che viene indicato è condizionato da eventi esterni alla dialettica tipica dei mercati della liquidità stessa. Cosa potrà accadere, in futuro? Anche una situazione opposta in cui, ad una fase di liquidità carente, faccia seguito una fase di liquidità in eccesso, con ripercussioni negative sui tassi, che potrebbero diminuire anche in forma vistosa. Il rendimento dei Bot semestrali ha seguito, come avviene da sempre, l'andamento dei rendimenti di mercato, senza particolari oscillazioni di carattere extra mercato. In realtà, in un numero di occasioni pari a cinque, da quando i Bot vengono collocati sui mercati in grandi quantità, dagli anni Ottanta, si è assistito a risultati d'asta non in linea con i rendimenti di mercato, ma si trattò, in tre situazioni, di errori di sottoscrizione da parte di un partecipante all'asta stessa, e, nelle altre due, di un eccesso di richiesta da parte degli investitori, rispetto all'offerta proposta dal Tesoro. La sequenza si è interrotta già da qualche anno, quando il sistema d'asta è stato implementato, al fine d'evitare l'insor-

gere di situazioni, quali quelle ricordate. Alla luce di quanto emerso, il parametro di riferimento più affidabile è certamente il rendimento dei Bot a sei mesi, ma il tasso Euribor offre anche opportunità di guadagno che non sono possibili, se non in misura modestissima, con il parametro governativo. Paradossalmente, anche fra le emissioni a cedola variabile è possibile riscontrare la presenza di strumenti più aggressivi, che risultano essere le emissioni societarie con cedola indicizzata al tasso Euribor. Si tratta di un'ottima opportunità per gli investitori, i quali potranno dedicare, a questa parte del comparto obbligazionario, due differenti tipologie di caratteristiche, ottenendo più risultati. Il primo, ed è fondamentale, fa riferimento alla diversificazione dei debitori, che rappresenta una garanzia, per chi struttura un portafoglio titoli. Il secondo è la qualità del rendimento che si potrà ottenere, avendo a riferimento diverse fonti dalle quali ottenerlo. Il terzo è la possibilità di dar vita a una base solida della stessa redditività, optando per una quota di titoli con caratteristiche più aggressive.

QUALI QUOTE

Come fare? Assegnando, a seconda della personale propensione al rischio, una quota di portafoglio più importante all'una o all'altra tipologia di strumenti. Nell'ipotesi di propensione elevata, la quota di titoli societari, nell'ambito della parte attribuita al comparto indicizzato, potrebbe attestarsi al 70%, a fronte del 30% da riservare ai titoli governativi. Di quel 70%, una buona fetta andrebbe destinata ai titoli con minor grado d'affidabilità entro, comunque, il limite di tripla B più.

Si potrebbe produrre un portafoglio con la presenza di ben otto diversi debitori, di cui uno - lo Stato - con la presenza maggioritaria. Se la propensione è di livello medio, la suddivisione dovrebbe essere paritetica, anche se, in questo caso, lo Stato peserebbe al 50%, un livello molto alto ma, al tempo stesso, destinato a un debitore che offre buone garanzie di solvibilità. Nel caso non si vogliano correre rischi particolari, la quota governativa dovrebbe ulteriormente aumentare, fi-

“ Nell'ipotesi di propensione al rischio elevata la quota di titoli societari, nell'ambito della parte attribuita al comparto indicizzato, potrebbe attestarsi al 70% ”

no al 70-80% del comparto indicizzato. Sarebbe consigliabile evitare la presenza esclusiva di un solo debitore, anche se esso corrisponde all'emittente pubblico.

Nella scelta dei titoli da immettere in portafoglio, occorre valutare con molta attenzione il grado di liquidità degli strumenti verso i quali ci si orienta, perché se si avesse la sensazione che gli scambi sul mercato secondario siano modesti, sarebbe preferibile cercare alternative. La liquidità di un'obbligazione è una caratteristica fondamentale di ogni strumento, perché consente all'investitore di trasformare in denaro contante il proprio "magazzino" titoli. Questa problematica non si pone minimamente per l'emissione governativa ma, a volte, la si incontra, acquistando titoli di debitori diversi dallo Stato italiano. ■