

La vicenda dei mutui subprime ha insegnato molto. Meglio destinare soltanto una parte limitata del portafoglio a titoli strutturati complessi

PRIVILEGIATE GLI STRUMENTI PIU' SEMPLICI

■ di Angelo Drusiani

L'accerchiamento economico e finanziario dell'occidente esplose un anno fa. Mutui subprime, un termine abusato oggi, fece la prima, timida comparsa. Comparsa che in breve tempo si trasformò in incubo. Differenti scuole di pensiero s'affrontarono: da un lato, chi ritenne si trattasse di un episodio di poco conto, destinato ad avere un impatto effimero, mentre, dall'altro, si fece immediatamente riferimento alla crisi epocale d'inizio secolo scorso. A posteriori, le perdite subite da banche e investitori sono di livello elevatissimo, forse al di sopra, per le prime, anche delle previsioni più catastrofiche. Quand'anche questa complessa crisi sarà superata, non la si potrà probabilmente catalogare tra gli eventi che caratterizzano il mondo finanziario.

Vi sono elementi per pensare che lentamente il potere economico, finanziario e, in prospettiva, politico stia traghettando dal mondo occidentale verso altri lidi. Gianbattista Vico, ovvero corsi e ricorsi storici: la Grecia prima, Roma poi, ma anche l'Egitto, poco legato all'Occidente, come lo s'intende oggi, ma pur sempre una grande potenza, a suo tempo. A chi toccherà, ora? All'Occidente industrializzato, che ha negli Stati Uniti d'America la più avanzata espressione? Gli effetti dei mutui subprime hanno distrutto una ricchezza enorme in seno al sistema bancario, ma era vera ricchezza? Il mercato del petrolio sta arricchendo un numero contenuto di aziende occidentali,

producendo danni rilevanti alla maggior parte degli imprenditori, ma sta portando masse enormi di liquidità soprattutto ai Paesi produttori dell'oro nero, gran parte dei quali sfugge alla sfera occidentale. Gli investitori privati o pubblici del Medio Oriente hanno già destinato una quota modesta dei loro capitali alle banche occidentali in difficoltà: ne diverranno, strada facendo, i nuovi soci di riferimento? Cina, India, Russia e, più distanti, Paesi del sud America, Brasile su tutti, per ora.

QUASI UN NUOVO ORDINE MONDIALE

I cosiddetti Paesi emergenti stanno dettando i ritmi della crescita mondiale: le loro esportazioni li

rendono sempre meno parenti poveri del sistema occidentale industrializzato. I primi tre Paesi citati dispongono già di forti capitali: la Cina li ha utilizzati per proporre un'Olimpiade faraonica, l'India per agganciare gradualmente sistemi di vita meno legati al passato, la Russia per espandere il proprio potere economico attraverso fusioni o acquisizioni di società nella vicina Europa occidentale che, fino a che l'energia costava meno, l'ha spesso ignorata. Un nuovo ordine mondiale sembra si stia gradualmente affermando. Se ancora oggi si guarda soprattutto agli Stati Uniti d'America, al Regno Unito, ai Paesi dell'area euro come importanti attori di un palcoscenico va-

Governative e societarie

ISIN	TITOLI	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING	PREZZO	REND. LORDO
XS0182313527	LOTTOMATICA	4,80	23-12-2012	BBB-	99,76	5,47
FR0000491367	ELECTRICITE DE FRANCE	5,00	29-01-2013	AA-	100,19	4,63
FR0000492282	CARREFOUR	4,50	19-03-2013	A	99,73	5,02
NL0000102101	NETHERLANDS	2,75	16-01-2013	AAA	99,37	4,39
XS0242840345	DEUTSCHE TELEKOM	3,00	3-02-2013	BBB+	99,06	5,21
IT0003652077	BTP	3,00	16-04-2013	A+	99,14	4,51
DE0001135119	BUND	4,00	5-07-2013	AAA	99,64	4,42
FR0000495848	BELGEELEC FINANCE	5,875	14-10-2013	A-	100,83	5,20
XS0210318795	DEUTSCHE TELEKOM	4,00	20-01-2019	BBB+	93,00	5,35
XS0214238239	THYSSENKRUPP	4,375	19-03-2019	BBB	94,06	5,50
XS0171904583	DEUTSCHE BAHN	4,25	9-07-2019	AA	98,32	4,68
XS0240383603	RABOBANK	3,375	19-01-2020	AAA	90,54	4,95
XS0242491230	REPUBLIC OF POLAND	3,625	2-02-2020	A-	91,19	5,11
IT0004019581	BTP	3,75	2-08-2020	A+	94,62	4,62
AT0000385745	REPUBLIC OF AUSTRIA	4,65	16-01-2022	AAA	102,23	4,36
XS0164831843	DEUTSCHE BAHN	4,75	15-03-2022	AA	96,48	5,10

Una selezione di obbligazioni governative e societarie consigliate.

sto quanto il globo, è perché si ha un angolo di visuale di parte, perché chi tira le fila dell'economia, della finanza e, già in parte, Russia, della politica è anche altrove. Fuori dall'occidente, fuori dai punti di riferimento sedimentati nel corso dei millenni.

Sta forse abdicando ai propri poteri, l'Occidente? No, ma sta duramente combattendo contro chi da fuori ne sta mettendo in dubbio la leadership, ma sta forse combattendo la battaglia più dura al proprio interno. Utili abnormi di aziende petrolifere ora, ma di banche prima, zoppicano sul piano etico e i valori che hanno portato la classe dirigente occidentale a ridistribuire il reddito in modo tale che la dinamica consumi - produzione raggiungesse livelli di assoluta eccellenza, stanno cedendo il passo a una forte divisione tra Nord e Sud dello stesso occidentale e, soprattutto, si scava una fossa sempre più profonda tra settori della popolazione ricchi e settori poveri. Dal punto di vista etico, ma soprattutto contabile, è emerso in questi ultimi dodici mesi, quanto sia effimero il metodo di valutazione di talune poste dell'attivo, in particolare dei valori mobiliari.

Molte obbligazioni, che solo a fine 2006 venivano quotate a prezzi elevatissimi, hanno perso gran parte del capitale, a fine 2007, e ora non trovano neppure mercato. I bilanci che beneficiarono di extra valutazioni sono quelli delle stesse banche che ora comunicano ai mercati perdite clamorose. I prodotti che hanno creato questa improvvisa svolta, ma che hanno sollevato dubbi consistenti sulla trasparenza dei mercati e sulla validità di alcuni prezzi scaturiti dagli scambi, sono le obbligazioni strutturate con parametro di riferimento che comprende anche i mutui subprime. In attesa - si spera di no - di verificare la presenza di altre emissioni a rischio, collegate, forse, a strumenti derivati, il cui effetto leva sposta i guadagni e le perdite in tempi rapidissimi.

MA L'INVESTITORE NON SI SPAVENTI

Deve spaventarsi il risparmiatore, temere un futuro difficile e complesso? No, se conosce la propria propensione al rischio, se ha la capacità di accontentarsi di rendimenti anche non elevatissimi, per la maggior parte del patrimonio di cui dispone, assegnando una quota modesta a strumenti ad alto rischio. Nonostante nel corso degli anni le perdite subite sui mercati obbligazionari siano state consistenti - vicenda mutui subprime docet - è diffusa convinzione che i prestiti obbligazionari stessi non esponano a rischi particolari. Quanto è accaduto con le emissioni reverse floater e con i constant maturity swap o gli steepening, tre tipologie di prodotti con parametri di riferimento l'andamento dei tassi ma, soprattutto

“ Molte obbligazioni che solo a fine 2006 venivano quotate a prezzi elevatissimi ora non trovano neppure mercato ”

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 DI FAR FRONTE AGLI IMPEGNI CONTRATTI
A	A2	
A-	A3	
Investment Grade Inferiore		
BBB+	BAA1	EMITTENTE CON ADEGUATA CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI DEBITORI
BBB	BAA2	
BBB-	BAA3	
Non Investment Grade		
BB+	BA1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI È MINORE DEGLI INVESTMENT GRADE
BB	BA2	
BB-	BA3	
Non Investment Grade Inferiore		
B+	B1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI È GIUDICATA INFERIORE
B	B2	
B-	B3	
CCC+		EMITTENTE CON ELEVATA PROBABILITÀ DI MANCATO RIMBORSO DELLE OBBLIGAZIONI
CCC	CAA	
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) BANCA COMMERCIALE OLANDESE
- 2) COMPAGNIA DI ASSICURAZIONE USA
- 3) AZIENDA PETROLIFERA OLANDESE
QUOTA MINIMA SOTTOSCRIVIBILE 50MILA EURO
- 4) AZIENDA ELETTRICA FRANCESE
QUOTA MINIMA SOTTOSCRIVIBILE 50MILA EURO
- 5) TITOLI DI STATO ITALIANI A CEDOLA FISSA
- 6) AZIENDA ELETTRICA TEDESCA
- 7) AZIENDA AUTOMOBILISTICA USA
QUOTA MINIMA SOTTOSCRIVIBILE 50MILA EURO
- 8) AZIENDA TELEFONICA TEDESCA
- 9) AZIENDA MUNICIPALIZZATA MILANO/BRESCIA
- 10) AZIENDA TELEFONICA PORTOGHESE
- 11) MUNICIPIO CAPITALE RUMENA
QUOTA MINIMA SOTTOSCRIVIBILE 50MILA EURO
- 12) AZIENDA ITALIANA PRODUTTRICE MOTOCICILI 30-4-09:
POSSIBILE RIMBORSO A 105 E A PREZZI MINORI
ANNI SUCCESSIVI QUOTA MINIMA
SOTTOSCRIVIBILE 50MILA EURO
- 13) AZIENDA ITALO INGLESE CHE OPERA NEL SETTORE
DEI MEDIA - QUOTA MINIMA SOTTOSCRIVIBILE
50MILA EURO
- 14) AZIENDA AUTOMOBILISTICA USA
QUOTA MINIMA SOTTOSCRIVIBILE 50MILA EURO
- 15) SOCIETÀ FINANZIARIA
DEL GRUPPO AUTOMOBILISTICO STATUNITENSE
- 16) SOCIETÀ TEDESCA DI SERVIZI TURISTICI CEDOLA
ATTUALE PAGABILE FINO A 30-1-2013. ALLA DATA
RIMBORSO A 100 O CEDOLA VARIABILE INDICIZZATA
A EURIBOR 3 MESI MAGGIORATO DI 7,30 PUNTI

SETTEMBRE: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 18-10-2007	REND LORDO	ANNOTAZIONI
XS0293707617	RABOBANK NEDERLAND	4,125	4-04-2012	AAA	97,61	4,90	1
XS0125622927	ASIF III JERSEY	5,50	7-03-2011	AA+	95,94	7,30	2
XS0301945860	SHELL INTERNATIONAL	4,625	22-05-2017	AA	98,69	4,81	3
XS0342783692	ELECTRICITE DE FRANCE	5,00	5-02-2018	AA-	99,37	5,08	4
IT0004019581	BTP	3,75	1-08-2016	A+	94,62	4,63	5
XS0322977223	E.ON INTERNATIONAL	5,50	2-10-2017	A	101,84	5,24	6
XS0291394152	DAIMLER NORTH AMERICA	4,375	16-03-2010	A-	98,30	5,53	7
XS0272605519	DEUTSCHE TELEKOM	4,50	25-10-2013	BBB +	3,98	5,56	
XS0179091425	A2A	4,875	30-10-2013	BBB	99,50	4,98	9
XS0215828830	PORTUGAL TELECOM	3,75	26-03-2012	BBB-	92,12	6,27	10
XS0222425471	CITY OF BUCHAREST	4,125	22-06-2015	BB+	84,57	7,05	11
XS0217593176	PIAGGIO FINANCE	10,00	30-04-2012	BB	103,08	8,99	12
XS0190027051	LIGHTHOUSE INTERNATIONAL	8,00	30-04-2014	BB-	74,37	14,83	13
XS0299967413	FORD CREDIT EUROPE	7,125	15-01-2013	B+	80,77	13,14	14
XS0187751150	GMAC	5,375	6-06-2011	B	58,13	29,42	15
DE000TUAG059	TUI	8,625	PERPETUAL	B-	91,50	12,16	16

Quota minima sottoscrivibile 50mila euro: titoli adatti a portafogli con importo di almeno 2milioni di euro.

to, strutturate in modo tale da offrire cedole iniziali molto alte, in fasi di tassi calanti, dovrebbe rappresentare un monito per i risparmiatori, troppo spesso desiderosi di ottenere rendimenti teorici molto alti, pensando di rivolgersi a prodotti non molto diversi dai Bot o dalle altre emissioni pubbliche italiane, ma non solo. Semplicità: una caratteristica da non sottovalutare o da considerare in termini dispregiativi.

TUTTI I VANTAGGI DI UN TITOLO SEMPLICE

Un'emissione semplice, caratterizzata dal flusso per interessi e dalla riscossione del capitale alla scadenza, può apparire una scelta strategicamente poco efficace o poco efficiente. Sicuramente è meno redditizia, teoricamente, rispetto a prodotti più sofisticati ma, rispetto a questi ultimi, offre una larghissima liquidità sul mercato secondario, che consente all'investitore di comprare o vendere con la massima facilità lo strumento prescelto. Ma, in particolare, la differenza tra prezzo d'acquisto e di vendita è quasi sempre molto modesta. Spesso per altri prodotti obbligazionari si fatica a trovare operatori che propongano prezzi. A volte lo fanno per importi modesti, ma l'aspetto più negativo è la distanza che si verifica, in non pochi casi, tra la quotazione a cui il risparmiatore vorrebbe vendere l'obbligazione e quella a cui sarebbe assoggettato, in caso d'acquisto. Non è un aspetto secondario, perché non sempre i titoli restano in portafoglio fino alla loro naturale scadenza. Non sono poche le occasioni che inducono a rivolgersi al mercato, anzitempo, ben prima della data di rimborso. Se vendendo l'emissione in portafoglio si rischiasse di vedere applicati prezzi che distano uno o più punti da quelli proposti per l'acquisto, la redditività teorica rappresentata in sede di sottoscrizione dell'emissione obbligazionaria svanirebbe di colpo.

La corretta strategia da applicare è rappresentata da una via media-

na, che induca il risparmiatore ad affidarsi in misura importante a strumenti obbligazionari semplici, scelti fra le emissioni pubbliche e quelle societarie, dedicando una quota più contenuta ai prestiti strutturati più complessi; anche perché questi, alle attuali quotazioni, potrebbero rappresentare buone occasioni d'acquisto. Pure diversificata dovrebbe essere la cosiddetta duration del portafoglio, miscelando con molta attenzione scadenze brevi e scadenze lunghe. Alle seconde andrebbe affidata una quota di patrimonio che il risparmiatore ritenga quasi vincolata, incassando cedole di buon valore, con l'impegno di reinvestire ogni volta il flusso per interessi, al fine di rivalutare continuamente il capitale investito. In questo compito, il risparmiatore è facilitato dai mercati obbligazionari, ancora sufficientemente prodighi di offerte. Le emissioni più recenti, soprattutto quelle societarie, espongono il privato a vincoli importanti.

LEGGERE SEMPRE IL PROSPETTO

Laddove non ne sia precluso l'acquisto o la sottoscrizione, il risparmiatore persona fisica dovrà comunque avere buona conoscenza dello strumento che desidera acquistare, e lo farà attraverso la lettura del prospetto di collocamento, che contiene tutte le informazioni necessarie ad avere una completa conoscenza delle caratteristiche del prodotto obbligazionario. L'aspetto burocratico, per quanto noioso possa apparire all'investitore, offre un aiuto non trascurabile al risparmiatore, che, per difendere i capitali che destina al mercato obbligazionario, potrà avvalersi di un alleato in più, anche se, in effetti, dovrà entrare in situazioni cui non è abituato. Peraltro, per evitare problemi in tempi successivi, meglio dedicare una parte del proprio tempo alla lettura di norme e articoli spesso talmente numerosi da formare un vero e proprio libro. Ma tant'è: chi ben comincia... ■

“ La corretta strategia da applicare è affidarsi in misura importante a strumenti obbligazionari semplici, scelti tra le emissioni pubbliche e quelle societarie, dedicando una quota più contenuta ai prestiti strutturati più complessi; anche perché questi, alle attuali condizioni, potrebbero rappresentare buone occasioni di acquisto ”