

PERCHÉ COMPRARE ADESSO UN PO' DI BISTRATTATI CCT

Focus

■ I prezzi dei Cct, soprattutto delle emissioni con durata più lunga, sono scesi fortemente in seguito alle aspettative di un calo dei rendimenti di mercato conseguente alle previsioni di calo dell'inflazione.

■ Il rendimento dei CCT dipende infatti dall'andamento dei Bot semestrali, cui è indicizzato il valore delle cedole.

■ Conviene metterli in portafoglio a questi prezzi? La risposta è affermativa nell'ipotesi di un 2009 meno drammatico del previsto, con i consumi che ripartono e i prezzi che tornano a salire, inducendo le autorità monetarie, dopo tante riduzioni, a tornare a rialzare gradualmente i tassi di interesse.

Puniti dal mercato in questa fase di tassi e inflazione calanti, potrebbero risultare una scelta vincente se, comprati alle attuali basse quotazioni, dovessero beneficiare di una ripresa dell'economia e di un nuovo rialzo dei prezzi al consumo

■ di **Angelo Drusiani**

Incredibile, ma vero, anche i Certificati di Credito del Tesoro, i CCT, hanno subito un duro attacco dalla recente crisi finanziaria. Definiti a lungo titoli per tutte le stagioni, perché i loro prezzi di mercato si confermano solidi, a prescindere dalle attese sul futuro dei tassi d'interesse, il loro mito s'è inesorabilmente infranto nell'autunno scorso. I prezzi delle emissioni con maggiore durata sono scesi fino a 94 su 100, per almeno due ragioni fondamentali: la previsione di un forte ridimensionamento dei rendimenti di mercato, a seguito dell'ipotesi di calo dell'inflazione, da un lato, e il calo d'interesse degli operatori internazionali nei confronti dei titoli pubblici italiani. Contemporaneamente alla vicenda che ha coinvolto i titoli a cedola variabile, i CCT, è andato in scena l'aumento del differenziale tra il rendi-

mento dei BTP decennali del Tesoro italiano e il rendimento dei BUND decennali del Tesoro tedesco. In forma graduale, ma neppure troppo, il rendimento proposto dai titoli lunghi italiani, che pochi anni fa, superava quello offerto dagli analoghi titoli tedeschi di 15 centesimi, ha superato quota 1,25 punti. In una fase di massima incertezza, culminata nella seconda parte del 2008, gli investitori rinunciano al rendimento e ricercano la sicurezza. La minor domanda di BTP ha fatto sì che le loro quotazioni non siano scese, ma siano salite in misura molto più rapida quelle dei titoli di Bonn. Al tempo stesso, poiché l'attesa di tassi in calo andava prendendo una piega sempre più forte, gli stessi operatori hanno dismesso le emissioni a cedola variabile, vendendo in massa le durate più lunghe, finendo per affossarne i prezzi di mercato.

Non ha certamente contribuito ad affossarne le quotazioni l'appartenenza del CCT alla tipologia dei titoli obbligazionari strutturati. Potrà sembrare paradossale, ma i titoli a cedola variabile del Tesoro italiano rappresentano una delle forme più semplici di emissioni strutturate. La struttura nasce dal divenire del flusso per interessi. Le cedole future non sono note, in quanto dipendono da un parametro di riferimento esterno, estremamente semplice, ma pur sempre posto al di fuori delle caratteristiche del titolo: si tratta

Le emissioni consigliate

ISIN	TITOLI	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING	PREZZO 18-12-2008	REND. LORDO
IT0003993158	CCT	3,22	01-11-12	A+	95,33	4,16
IT0004101447	CCT	4,74	01-07-13	A+	94,71	4,23
IT0004224041	CCT	4,64	01-03-14	A+	93,56	4,32
IT0004404965	CCT	4,64	01-09-15	A+	92,76	4,30

Una selezione delle emissioni di Cct in circolazione giudicate tra le più convenienti.

del rendimento dei BOT con durata semestrale. Al loro rendimento fisso nelle aste di fine mese viene aggiunta una maggiorazione di 15 centesimi semestrale: da questo calcolo si otterrà il valore della cedola che verrà pagata via via, nel corso degli anni. In pratica, il valore delle cedole di un'emissione di CCT con date di godimento fissate ad inizio gennaio e ad inizio luglio, sarà stabilito dall'asta BOT semestrale di fine dicembre, per quanto riguarda l'arco temporale che va da inizio gennaio a inizio luglio, e dall'asta BOT semestrale di fine giugno, per l'arco di tempo compreso tra inizio luglio e inizio gennaio. Sarà sempre l'asta BOT semestrale che precede le date di godimento dei titoli a determinare il livello degli interessi da pagare ai sottoscrittori.

CAPACITÀ DIFENSIVE

Non v'è dubbio alcuno sulla capacità di difesa del patrimonio investito che offrono i CCT. Il loro stretto legame con i rendimenti di mercato li rende adatti assolutamente alle fasi in cui ci si aspetta un aumento del tasso d'inflazione, che, a sua volta, determini un incremento dei tassi ufficiali, preceduti da un rialzo dei rendimenti attesi. In questo caso, anche i rendimenti delle aste dei BOT semestrali, ma anche delle altre durate, tenderanno a portarsi su valori crescenti, offrendo alle cedole dei CCT la possibilità di incrementare il flusso per interessi, nel corso dei semestri futuri. Per contro, le caratteristiche dei CCT mal s'adattano alle fasi di costo della vita in calo, ma, soprattutto, di rallentamento economico o, peggio ancora, di recessione. In questi casi, le Banche Centrali ricorrono ad una riduzione dei tassi ufficiali e i mercati anticipano le attese, ipotizzando rendimenti in discesa. Nell'ultimo semestre del 2008 la situazione è precipitata e il tasso d'inflazione tendenziale è sceso dal 4% circa a poco più del 2%, impoverendo il prevedibile valore delle cedole dei CCT. In molti casi, la prospettiva di un loro dimezzamento è divenuto un aspetto quanto mai reale. Perché un mutamento tanto drastico? Per due fondamentali motivi: la diminuzione

progressiva dei consumi, causata dai timori che il rallentamento economico possa essere particolarmente accentuato e si protragga per lungo tempo, al di là degli interventi del settore pubblico in aiuto a famiglie e aziende, e la sensibile riduzione del prezzo del petrolio, perché i mercati s'attendono un calo complessivo della domanda da parte dei principali paesi industrializzati.

Il ruolo dei CCT nei portafogli è dunque defilato, ridotto a modestissime percentuali? Lo sarebbe, se davvero le economie mondiali soffriranno, come molte previsioni lasciano intendere. Lo sarebbe, se davvero l'inflazione s'attesterà a livelli molto bassi, per un lungo arco di tempo. Non vi sono certezze né sulla caduta della crescita economica e neppure sulla possibilità che il costo della vita rallenti in misura importante. Le mi-

“ Il loro stretto legame con i rendimenti di mercato li rende assolutamente adatti alle fasi in cui ci si aspetta un aumento dell'inflazione ”

La scala del Rating

n	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) BANCA PUBBLICA TEDESCA (HA FINANZIATO LA RIUNIFICAZIONE)
- 2) BANCA COMMERCIALE OLANDESE. QUOTA MINIMA 10MILA EURO
- 3) SOCIETÀ CHE GESTISCE TRASPORTI FERROVIARI IN GERMANIA
- 4) SOCIETÀ TEDESCA CHE FABBRICA IMPIANTI ELETTRICI ED ELETTRONICI DI VARIA APPLICAZIONE
- 5) GRUPPO BANCARIO ITALIANO. EMISSIONE SUBORDINATA, LOWER TIER II. QUOTA MINIMA 50MILA EURO 28-5-2013: RIMBORSO A 100 O CEDOLA VARIABILE 3 MESI EURIBOR + 1,98 PUNTI.
- 6) AZIENDA ELETTRICA TEDESCA
- 7) SOCIETÀ TELEFONICA FRANCESE
- 8) SOCIETÀ ALIMENTARE STATUNITENSE. QUOTA MINIMA 50MILA EURO
- 9) SOCIETÀ TEDESCA CHE GESTISCE TRASPORTI AEREI
- 10) SOCIETÀ GRANDI MAGAZZINI FRANCESE
- 11) SOCIETÀ FRANCESE CHE OPERA NEL SETTORE BEVANDE E LIQUORI QUOTA MINIMA 50MILA EURO
- 12) SOCIETÀ ITALIANA CHE GESTISCE SERVIZI DI LOTTERIA E AFFINI - QUOTA MINIMA 50MILA EURO 31-3-2016: POSSIBILE RIMBORSO A 100 O CEDOLA INDICIZZATA 6 MESI EURIBOR + 5,05
- 13) EMITTENTE PUBBLICO
- 14) SOCIETÀ CEMENTIFERA TEDESCA
- 15) EMITTENTE PUBBLICO
- 16) SOCIETÀ FINANZIARIA AZIENDA AUTOMOBILISTICA AMERICANA

GENNAIO: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 18-12-2008	REND LORDO	ANNOTAZIONI
DE0002760964	KFW	2,50	11-10-10	AAA	99,68	2,68	1
XS0110073177	ABN AMRO BANK	6,00	14-04-10	AA+	99,51	6,37	2
XS0171904583	DEUTSCHE BAHN	4,25	08-07-15	AA	102,54	3,80	3
XS0369461305	SIEMENS FINANCE	5,25	12-12-11	AA-	103,30	4,05	4
XS0365303675	INTESA SAN PAOLO	5,75	28-05-18	A+	95,03	6,23	5
XS0400467121	E.ON FINANCE	4,75	25-11-10	A	102,36	3,46	6
FR0010245555	FRANCE TELECOM	3,625	14-10-15	A-	93,69	4,73	7
XS0353180465	KRAFT FOODS	5,75	20-03-12	BBB +	100,91	5,43	8
DE000A0JQA39	DEUTSCHE LUFTHANSA	4,625	06-05-13	BBB	96,56	5,53	9
FR0010208660	PINAULT PRINTEMPS REDOUT	4,00	29-01-13	BBB	85,31	8,37	10
FR0010398271	PERNOD RICARD	4,625	06-12-13	BB+	83,46	8,90	11
XS0254095663	LOTTOMATICA	8,25	31-03-66	BB	59,85	13,97	12
XS0223369322	REPUBBLICA DI TURCHIA	4,75	06-07-12	BB-	94,66	6,48	13
XS0342136313	HEIDELBERGCEMENT	6,375	25-01-12	B+	45,67	42,00	14
DE000A0DAK68	GOVERNO DELLA GIAMAICA	11,00	27-07-12	B	83,74	17,37	15
XS0299967413	FORD CREDIT EUROPE	7,125	15-01-13	B-	53,40	27,55	16

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

sure che i vari Governi hanno attuato e quelle che, probabilmente, attueranno in futuro sono mutate direttamente dagli anni Trenta del secolo scorso, quando il Presidente americano, con abile mossa, dette vita al cosiddetto New Deal. L'intervento pubblico in economia, tanto osteggiato dai puristi del capitalismo, può consentire, in situazioni incerte e difficili, un'uscita dalla fase di crisi, in tempi molto più rapidi di quanto avverrebbe, in assenza di simili decisioni. La costante presenza delle Banche Centrali, molte delle quali hanno posto in essere una strategia di riduzione dei tassi di riferimento particolarmente agguerrita, e il coordinamento con gli Esecutivi lascia ipotizzare un controllo complessivo della situazione che s'è venuta a creare.

SE NEL 2009 I CONSUMI...

In tal modo, non si può escludere un'evoluzione meno drammatica della fase economica mondiale, nel corso del 2009. Il forte calo dei tassi potrebbe indurre sia le aziende, sia le famiglie a ricorrere a nuove forme di finanziamento, riportando, gradualmente, la propensione ai consumi su livelli crescenti. Al possibile realizzarsi di questo scenario corrisponderebbe, in tempi non ravvicinati, ma neppure molto lontani, una tendenza di prezzi al dettaglio a risalire. Il divenire del rialzo dei consumi e dei prezzi al consumatore finale potrebbe riportare le Banche Centrali sulla strada della stretta creditizia, strategia cui ricorrono ogni volta che si palesano o fasi di ripresa economica, o fasi in cui i prezzi al dettaglio tendono ad aumentare al di sopra delle indicazioni delle Banche Centrali stesse. Una prospettiva diametralmente opposta a quella che ora si sta ipotizzando per il prossimo anno, potrebbe non essere solo una situazione teorica, ma la giusta conclusione di una politica monetaria, da parte delle Banche Centrali, e di una strategia politica, da parte dei Governi, che riporti la serenità tra aziende e famiglie, dopo gli sconvolgimenti seguiti ai timori di fallimento delle banche, anche se solo una, molto importante quale Lehman Brothers, ha chiuso i battenti.

In quest'ottica, il ritorno al CCT potrebbe essere una realtà da non trascurare, perché, sic stantibus rebus, le cedole riprenderebbero il percorso tradizionale, non più afflitte da timori e incertezze sul futuro dell'economia, e, soprattutto, avendo davanti a sé una prospettiva di tassi nuovamente crescenti, anche se in misura marginale, almeno inizialmente. Non va dimenticato che i Certificati del Tesoro sono la massima espressione dei titoli pubblici a cedola variabile. Massima espressione, perché largamente scambiati sul mercato secondario, a differenza di quanto avviene per gli altri ministeri del Tesoro, anche di area euro, molto più concentrati sui prestiti a tasso fisso. Il CCT occupa uno spazio alternativo alle proposte obbligazionarie di società, esse pure a tasso indicizzato, ma con diversi parametri e scadenze. La maggior parte di questa tipologia di prodotti paga un flusso cedolare con cadenza trimestrale ed ha quale riferimento, per il calcolo della cedola, il tasso Euribor trimestrale o semestrale. Il primo, in particolare, largamente competitivo, quando i rendimenti salgono, perché offre un aggiornamento del flusso cedolare molto più frequente, esattamente doppio rispetto a quello che propone il CCT. Naturalmente, la situazione s'inverte, nelle fasi in cui i rendimenti diminuiscono. Ed è ciò che sta accadendo, perché i prezzi di mercato di alcune emissioni bancarie indicizzate al tasso Euribor a tre mesi sono vistosamente scesi.

Destinare una quota del portafoglio ai CCT, soprattutto se i loro prezzi si attestano a valori molto bassi, può costituire una strategia vincente, a posteriori, una volta che la situazione dei mercati tende alla normalità. Se, in futuro, simili momenti dovessero ripresentarsi, è consigliabile aprire una finestra nel proprio patrimonio, per consentire a strumenti svalutati di assumere un ruolo non monopolistico, a livello di peso complessivo, ma neppure troppo marginale. Non cogliere talune occasioni potrebbe essere, nell'insieme dell'attività di gestione dei propri capitali, una scelta errata. ■

“ Destinare una quota del portafoglio ai CCT, soprattutto se i loro prezzi si attestano a valori molto bassi, può costituire una strategia vincente, a posteriori, una volta che la situazione dei mercati tende alla normalità, ”