

## Focus

■ Gli attuali bassi tassi d'interesse facilitano l'indebitamento di imprenditori e famiglie. La nuova domanda di denaro rende possibile un rialzo dei tassi, che potrebbe avvenire nel 2010 ad opera delle Banche Centrali.

■ Approfittando della caduta delle loro quotazioni, si possono mettere adesso in portafoglio titoli con cedole indicizzate all'Euribor. Con una buona dose di coraggio le obbligazioni da acquistare hanno come riferimento banche internazionali, ma anche italiane.

■ Rinnovata la fiducia al sistema bancario, quello che conta in questo caso non è più la durata delle emissioni, quanto diversificare i debitori nel portafoglio. La percentuale di obbligazioni indicizzate consigliabile per un portafoglio obbligazionario varia a seconda della singola tolleranza al rischio.

# IDEA: CORPORATE LEGATI ALL'EURIBOR

**Il tasso famoso per i mutui è sceso moltissimo. Non è difficile prevederne una risalita, forse già dall'autunno. Investire adesso in questi titoli indicizzati (da comprare e tenere) può essere una scommessa vincente**

**C**i vuole una certa dose di coraggio e tanta lungimiranza, per iniziare ad investire in emissioni obbligazionarie, le cui cedole fluttuano con il mutare del valore del tasso Euribor. Proprio ora che ci si attende dalla Banca Centrale Europea una nuova riduzione del tasso di riferimento, forse l'ultimo. Ma le decisioni delle Banche Centrali non sempre segnano il cammino dei rendimenti. A giugno scorso, la Banca di Francoforte alzò il tasso di rifinanziamento in pronti contro termine al 4,25%, quando già si parlava di una forte crisi del sistema bancario, ma non solo di quello. Salvo poi ad una rapida retromarcia, sulla scorta di un calo repentino

del tasso d'inflazione, il cui controllo è l'unica missione della Banca Europea. È prassi consolidata da anni che, a fronte di una politica particolarmente espansiva dei tassi d'interesse, imprenditori e famiglie riprendano gradualmente ad indebitarsi, i primi per sviluppare l'attività delle aziende, le seconde per acquistare immobili o beni di consumo durevoli. La domanda di denaro è solita ripartire nel momento in cui il livello dei tassi d'interesse è molto basso e l'indebitamento può avvenire a costi accessibili. Anche se non esistono automatismi, a fronte di un aumento della domanda di denaro, i tassi tendono ad irrigidirsi ed il loro valore cessa

## Emissioni consigliate

ISIN	TITOLI	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING	PREZZO 20/2/2009	REND. LORDO	MAGGIORAZIONE SU EURIBOR
XS0205532947	MORGAN STANLEY	2,862	1/15/2010	A+	95,58	7,15	25
XS0210918040	BANCA MONTE PASCHI SIENA	2,164	2/9/2010	A	99,34	2,75	12,5
DE0005590962	DEUTSCHE BANK	2,660	10/18/2010	A+	98,48	2,66	15
XS0189530990	UNICREDITO ITALIANO *	3,017	4/5/2011	A+	96,15	3,96	12,5
XS0191589695	BANCA INTESA	2,222	5/10/2011	AA-	97,65	3,20	20
XS0253851280	GOLDMAN SACHS	2,205	5/11/2011	A	88,99	7,50	20
XS0196762263	EDISON *	3,110	7/19/2011	BBB+	96,96	3,86	60
XS0273234137	MERRILL LYNCH	2,315	10/31/2011	A	86,10	7,85	20
XS0273441278	UNICREDITO ITALIANO	2,164	11/7/2011	A+	95,20	3,89	12,5
XS0221793499	CITIGROUP	3,479	6/14/2012	A	80,81	8,74	15
XS0285148598	UNICREDITO ITALIANO	2,214	2/5/2014	A+	90,64	4,13	15
XS0195722003	BANCA LOMBARDA	4,423	6/30/2014	A-	95,00	3,38	45
IT0004292691	ENEL	3,536	1/14/2015	A+	100,80	2,65	80

Una selezione di titoli interessati il cui rendimento è legato all'andamento del tasso Euribor.

\* taglio minimo 50mila euro.

di calare. Il blocco della discesa del livello dei tassi è spesso il primo segnale che la tendenza sta per invertirsi, anche se non immediatamente. Il mercato del denaro vuole dapprima valutare se, effettivamente, si stiano creando i presupposti per una ripresa dei consumi, della produzione, dell'economia. Non passano molti mesi prima che la domanda di beni finali coinvolga un numero crescente di persone e che la fiducia dei consumatori si riporti su valori elevati, spingendo lontana la fase più critica dell'economia. Questo scenario dovrebbe riproporsi, a partire dal prossimo autunno, quando l'effetto congiunto del calo dei tassi d'interesse e delle manovre messe a punto dagli Esecutivi, dovrebbe riportare il prodotto lordo verso il segno più, dopo mesi di contrazione della ricchezza. Mancherebbero alla meta otto mesi circa. In quest'arco temporale, l'investitore dovrebbe rivedere la propria strategia, al fine di valutare se, effettivamente, la composizione del portafoglio titoli sia in grado di difendere il patrimonio da possibili incrementi dei tassi, che, nel corso del 2010, potrebbero caratterizzare le politiche delle Banche Centrali. La stessa Fed ha riconosciuto che la strategia da attuare dovrà salvaguardare il costo della vita, trascurato nella recente fase di politica monetaria, a favore di manovre per il rilancio dell'economia. Paradossalmente, potrebbe essere la Banca di Washington ad avvicinarsi alle scelte della Banca di Francoforte. La tempistica per aggiornare la composizione del portafoglio potrebbe iniziare in questi mesi, sfruttando la caduta delle quotazioni degli strumenti con cedole indicizzate ai tassi, in particolare all'Euribor. Il tasso interbancario d'area euro, che tanto fece parlare di sé, esondando, quando il suo valore salì a livelli decisamente superiori al tasso di riferimento della Bce, spintovi dalle carenze di liquidità di gran parte del sistema bancario, è tornato nel suo alveo. Il suo valore non discosta da quello del tasso di riferimento, se non per pochi centesimi, e ne seguirà la dinamica, durante i prossimi mesi.

## La scala del Rating

	S&P	MOODY'S	QUALITÀ DELL'EMITTENTE
<b>Investment Grade Superiore</b>			
	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	
<b>Investment Grade Inferiore</b>			
	BBB+	BAA1	EMITTENTE CON ADEGUATA CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI DEBITORI
	BBB	BAA2	
	BBB-	BAA3	
<b>Non Investment Grade</b>			
	BB+	BA1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI È MINORE DEGLI INVESTMENT GRADE
	BB	BA2	
	BB-	BA3	
<b>Non Investment Grade Inferiore</b>			
	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

I mercati obbligazionari non gradiscono, ora, la prospettiva che, ancora per due o tre trimestri, il flusso cedolare si mantenga su livelli abbastanza bassi e i prezzi scontano la situazione, risultandone largamente penalizzati.

Ci vuole una certa dose di coraggio anche per scegliere la tipologia di debitori da immettere in portafoglio, dal momento che la maggior parte delle emissioni fa capo alle banche internazionali, finite nell'occhio del ciclone per la presenza di titoli definiti tossici, che hanno prodotto ingenti perdite ai bilanci delle banche stesse. Anche in questo caso, la situazione appare abbastanza favorevole, poiché la cura che hanno praticato le autorità monetarie e politiche porterà benefici indubbi agli Istituti di Credito, che

“ Il mercato del denaro vuole dapprima valutare se, effettivamente, si stiano creando i presupposti per una ripresa dei consumi, della produzione, dell'economia ”

# MARZO: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 20-02-2009	REND. LORDO	ANNOTAZIONI
DE000A0XXM20KFW		2,25	31-01-11	AAA	100,14	2,18	1
XS0359632949	EKSPORTFINANS	4,375	26-04-11	AA+	103,18	2,84	2
XS0267045291	TOTAL CAPITAL	3,875	06-09-11	AA	103,74	2,33	3
XS0321515073	MEDIOBANCA	4,875	20-12-12	AA-	103,82	3,78	4
XS0212050792	IBM	3,00	08-02-10	A+	100,54	2,42	5
XS0283629946	GENERALI FINANCE	5,479	PERPETUAL	A	55,11	9,02	6
FR0010245548	FRANCE TELECOM	3,00	14-10-10	A-	100,40	2,74	7
XS0196776214	KPN	4,50	21-07-11	BBB +	101,56	3,80	8
XS0275431111	IMPERIAL TOBACCO FINANCE	4,375	22-11-13	BBB	88,80	7,24	9
XS0215828830	PORTUGAL TELECOM	3,75	26-03-12	BBB -	92,60	6,47	10
FR0010398271	PERNOD RICARD	4,625	06-12-13	BB+	92,38	6,53	11
XS0222524372	SUEDZUCKER FINANCE	5,25	PERPETUAL	BB	70,20	7,55	12
XS0223369322	REPUBBLICA DI TURCHIA	4,75	06-07-12	BB-	96,57	5,90	13
XS0252440010	NORDIC TELECOM	7,601	01-05-16	B+	83,31	10,73	14
XS0191794782	TUI	6,625	16-05-11	B	91,32	11,12	15
XS0299967413	FORD CREDIT EUROPE	7,125	15-01-13	B-	64,79	21,31	16

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

## 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                                                                                                                             | 10 ■ SOCIETÀ TELEFONICA PORTOGHESE<br>QUOTA MINIMA 50MILA EURO                                      |
| 2 ■ BANCA NORVEGESE CHE FINANZIA IMPORT / EXPORT                                                                                                       | 11 ■ SOCIETÀ FRANCESE PRODUTTRICE VINO E LIQUORI<br>QUOTA MINIMA 50MILA EURO                        |
| 3 ■ SOCIETÀ PETROLIFERA FRANCESE                                                                                                                       | 12 ■ SOCIETÀ ALIMENTARE OLANDESE                                                                    |
| 4 ■ BANCA ITALIANA CON COMPITI SPECIALI                                                                                                                | 13 ■ 30/6/2015: POSSIBILE RIMBORSO A 100 O CEDOLA 3 MESI<br>EURIBOR PIÙ 3,10 PUNTI                  |
| 5 ■ SOCIETÀ TECNOLOGICA AMERICANA                                                                                                                      | 14 ■ EMITTENTE PUBBLICO                                                                             |
| 6 ■ BRANCA OLANDESE DI ASSICURAZIONI GENERALI<br>QUOTA MINIMA 50MILA EURO 8-2-2017: POSSIBILE RIMBORSO<br>A 100 O CEDOLA 3 MESI EURIBOR PIÙ 2,14 PUNTI | 15 ■ SOCIETÀ TELEFONICA DANESE - CEDOLA 3 MESI EURIBOR<br>PIÙ 5,50 PUNTI - QUOTA MINIMA 50MILA EURO |
| 7 ■ SOCIETÀ TELEFONICA FRANCESE                                                                                                                        | 16 ■ AGENZIA DI VIAGGI TEDESCA                                                                      |
| 8 ■ SOCIETÀ TELEFONICA OLANDESE                                                                                                                        | 17 ■ FINANZIARIA AZIENDA AUTOMOBILISTICA AMERICANA                                                  |
| 9 ■ FINANZIARIA DI SOCIETÀ INGLESE PRODUTTRICE<br>DI TABACCO - QUOTA MINIMA 50MILA EURO                                                                |                                                                                                     |

verranno rimessi in grado di operare senza problemi, anche se, in molti casi, la strategia graverà sui conti pubblici e saranno ancora una volta i cittadini a dovere ripianare scelte industriali rivelatesi errate.

Le obbligazioni da acquistare hanno come riferimento banche internazionali ed anche banche interne, alcune delle quali hanno collocato prestiti subordinati, negli anni passati, per i quali furono disposte a pagare, all'atto dell'emissione, rendimenti superiori a quelli di mercato, a causa della minore garanzia offerta agli investitori, rispetto ai prestiti tradizionali. La durata di queste tipologie di emissioni non assume particolare importanza, dal momento che la fiducia nei confronti del sistema bancario è tornata sui livelli passati, come dimostra, paradossalmente, la discesa del valore del tasso euribor.

#### **PAROLA D'ORDINE: DIVERSIFICARE**

La strategia da applicare dovrebbe riguardare la diversificazione dei debitori, per quanto riguarda il comparto di portafoglio destinato a questi strumenti. Al tempo stesso, all'interno del portafoglio complessivo, il peso da attribuire alle obbligazioni indicizzate al tasso interbancario dovrebbe variare a seconda della propensione al rischio dell'investitore. Per un portafoglio a media propensione al rischio, la quota da assegnare alle emissioni con le caratteristiche ricordate sopra potrebbe variare tra il 5% e il 7,50 per cento, suddiviso tra due emittenti. Nel caso di elevata propensione al rischio, una percentuale doppia, rispetto a quella indicata per la media rischiosità, è accettabile. I debitori presenti dovrebbero, essi pure, raddoppiare.

I prodotti finanziari descritti non offrono un grado di liquidità molto alto, sia perché il valore nominale in circolazione è abbastanza modesto, se confrontato con le quantità emesse dai debitori governativi, sia perché gli strumenti con caratteristiche relativamente complesse non hanno un mercato particolarmente florido. In soldoni, una simile situazione si traduce non solo in scambi

rarefatti, ma anche, e soprattutto, in un differenziale spesso importante tra prezzi d'acquisto e di vendita. Una volta immessi in portafoglio, è consigliabile che questi prestiti vi restino il più a lungo possibile, anche fino alla data del rimborso. È per questa ragione che la quota loro assegnata, anche nei portafogli a maggiore propensione al rischio, non assume valori molto alti. Nel caso di vendita anticipata, infatti, se i mercati stanno attraversando una fase d'incertezza, l'investitore rischia di vedersi proporre un prezzo particolarmente sfavorevole.

#### **LE CEDOLE SI ADEGUANO MOLTO VELOCEMENTE**

Al di là della tempistica che ne consiglia il monitoraggio, fin d'ora, che sfoci nell'acquisto, in un momento successivo, la caratteristica più interessante di queste obbligazioni è la rapidità con cui il flusso cedolare si adegua alle nuove condizioni di mercato. La cadenza trimestrale consente di assorbire in tempi brevi i futuri rialzi dei tassi Euribor, quando si manifesteranno.

Molto più lento è l'adeguamento ai rendimenti di mercato dei titoli del ministero del Tesoro italiano, i Certificati di Credito del Tesoro (Cct), che mutano cedola ogni sei mesi. In un portafoglio che comprenda un comparto di emissioni a tasso variabile, una corretta strategia, al fine di raggiungere un giusto equilibrio, dovrebbe comprendere sia le emissioni pubbliche le cui cedole hanno quale parametro di riferimento i risultati delle aste dei Bot semestrali, molto più liquide e con differenziali di prezzo contenuti, sia le obbligazioni con cedole che fanno riferimento al tasso Euribor. Il mercato quota molte scadenze dei tassi Euribor, ma il parametro di riferimento per la gran parte dei prestiti che lo hanno adottato quale parametro per il calcolo dei flussi di interessi è la durata trimestrale. Scadenza, peraltro, che risulta essere la più trattata dal mercato, seconda solo agli scambi a 24 o 48 ore, tipici delle tesorerie bancarie che, quotidianamente, devono quadrare le entrate e le uscite di liquidità. ■

“  
**Le obbligazioni da acquistare hanno come riferimento banche internazionali ed anche banche interne, alcune delle quali hanno collocato prestiti subordinati, negli anni passati, per i quali furono disposte a pagare, all'atto dell'emissione, rendimenti superiori a quelli di mercato, a causa della minore garanzia offerta agli investitori rispetto ai prestiti tradizionali**  
”



Angelo Drusiani

Analisi di un bond a larga diffusione acquistabile sul mercato dagli investitori privati. Valutazione dei rischi e indicazioni operative

# DAIMLER, AUTO AFFIDABILE

## Emissione quinquennale

**DAIMLER**  
Daimler Financial Services

**DAIMLER INTERNATIONAL FINANCE 7,875%**  
**16 GENNAIO 2014**

RATING S&P	A-
QUANTITÀ EMESSA COMPLESSIVA	2 MILIARDI
MONETA D'EMISSIONE	€URO
CODICE ISIN	DE000A0T5SE6
PAGAMENTO CEDOLA	16 GENNAIO
PREZZO D'EMISSIONE	99,632
DATA DI REGOLAMENTO	16 GENNAIO 2009
RENDIMENTO LORDO IN EMISSIONE	7,97%
DIFF. DI RENDIMENTO SU BUND 4,25% 4/1/2014	5,73 PUNTI
QUOTA MINIMA ACQUISTABILE	1.000 EURO

**D**ue i rischi che caratterizzano l'emissione della società finanziaria dell'azienda automobilistica tedesca. Il primo è di carattere tecnico e si riferisce agli investitori italiani, che potrebbero avere difficoltà nel sottoscrivere prestiti appena collocati per la durata di un anno dalla loro emissione. Non tutti gli intermediari sono disposti ad assumersi la responsabilità legata al futuro del debitore, surrogandolo, in caso di difficoltà. Il secondo è di natura contingente: l'auto attraversa una fase complessa, con fatturati in calo e prospettive di crescita azzerate o quasi per l'anno in corso. Nonostante ciò, il grado di affidabilità dell'emittente rimane alto. Eppure, a fronte di un rating interessante, il rendimento teorico lordo, che propone il prestito quinquennale della Daimler, sfiora il 7%. Un punto in meno rispetto a quello offerto in fase di assegnazione. Tra metà e fine gennaio scorso, la quotazione dell'obbligazione è salita di quattro punti circa, con scambi molto intensi, frutto, da un lato, di prese di beneficio da parte di chi aveva acquistato il titolo in emissione; dall'altro, della volontà di acquisto di investitori che non erano direttamente intervenuti sul mercato primario.

## LIQUIDITA' E RENDIMENTO ASSICURATI

L'emittente è presente sul mercato delle obbligazioni da anni e trova risparmiatori disposti ad acquistare gli strumenti proposti di volta in volta. Sia le domande sul mercato primario, sia gli scambi su quello secondario hanno sempre livelli elevati. La liquidità del titolo è assicurata, sia per chi volesse acquistarli in un secondo tempo, sia per chi volesse venderli. Il rendimento teorico offerto è situato ad un livello medio alto, ma, in prospettiva, c'è il rischio tassi qualora a fine anno, la ripresa economica dovesse muoversi verso l'alto, provocando timori d'inflazione, ora sopiti, ma mai domati. La durata quinquennale dello strumento e le incerte prospettive dell'auto

## Valutazione rischi di INVESTIRE

RISCHIO NULLO = 0 - RISCHIO MASSIMO = 100

RISCHIO TASSI	50
RISCHIO EMITTENTE	12,5
RISCHIO LIQUIDITÀ	20
RISCHIO CAMBIO	0

**VALUTAZIONE MEDIA SU 4 ELEMENTI DI RISCHIO 20,625**

VALUT. MEDIA SU 3 ELEM. DI RISCHIO, ESCLUSO CAMBIO 27,5

sono caratteristiche che meglio s'adattano ad investitori con propensione medio alta, nei cui portafogli la quota da immettere può toccare percentuali vicine al 15%. Cautela per i risparmiatori ex Bot people, poco abituati a convivere con emissioni le cui quotazioni potrebbero subire arretramenti qualora, il prossimo anno, i rendimenti di mercato dovessero riprendere ad aumentare. ■

## Quota consigliata in portafoglio

PROPENSIONE AL RISCHIO ALTA	15,00%
PROPENSIONE AL RISCHIO MEDIA	5,00%
PROPENSIONE AL RISCHIO BASSA	2,50%