

Focus

■ Che vada bene, la crisi dei mutui subprime americani farà sentire i suoi effetti anche sui mercati obbligazionari per tutta la prima metà di quest'anno.

■ Che fare allora con le obbligazioni? La risposta dipende più che mai dal profilo di rischio di ciascun investitore.

■ Se la propensione al rischio è bassa, si dovranno privilegiare una durata breve della scadenza media dei titoli in portafoglio ed una quota limitata di emissioni societarie, più redditizie ma più rischiose. Viceversa, se la propensione al rischio è più elevata, la durata potrà essere medio-lunga e la percentuale di titoli societari più alta.

COME ASPETTARE LA FINE DELLA CRISI

Per smaltire l'effetto subprime il mercato impiegherà mesi. Che fare allora? Le indicazioni: dal profilo di rischio dipendono la durata media e la quota di emissioni societarie in portafoglio

■ di Angelo Drusiani

La vicenda dei mutui subprime americani non si concluderà se non nel momento in cui i mercati avranno ritenuto che tutte le perdite, reali o potenziali, che si manifesteranno sugli strumenti ad essi collegati avranno esaurito la loro carica negativa. I tempi? Forse metà di quest'anno, un 2008 che potrebbe partire al rallentatore, finendo, forse, con una velocità in netto recupero, sui mercati azionari, ma con una tendenza opposta, in quelli obbligazionari. Fra questi ultimi, permarrà, molto probabilmente, la

netta suddivisione tra emissioni pubbliche e prestiti societari, con questi strumenti ancora in deciso affanno, a causa della lunga fase negativa procurata dai mutui americani già ricordati. L'effetto flight to quality dividerà ancora le scelte degli investitori e, soprattutto, rappresenterà la linea di demarcazione tra mercati in crescita e mercati incerti.

STARE SUL SICURO? MOLTI TITOLI DI STATO

L'investitore con minore propensione al rischio privilegerà ancora i titoli di Stato, soprattutto quelli di area euro, mentre chi ama rischiare, perché è alla ricerca di rendimenti teorici superiori, sceglierà le emissioni societarie, la cui redditività è tornata su livelli più interessanti, ancorché spintavi dalla situazione d'incertezza che ha caratterizzato i mercati finanziari negli ultimi mesi. Tra le obbligazioni di società, le maggiori difficoltà le hanno incontrate quelle finanziarie, perché le emissioni bancarie hanno direttamente incamerato i timori legati all'incerto concedere degli utili aziendali per l'appena concluso 2007. Se i bilanci societari evidenziano un andamento non brillante, a causa di una situazione complessivamente negativa dell'economia, le difficoltà si dividono fra tutti gli attori del mercato, con conseguenze molto simili sui prezzi di mercato, ma se la situazione negativa emerge per cause riconducibili ad un comparto particolare, sarà quest'ultimo a pararne direttamente le conse-

Titoli consigliati

ISIN	EMITTENTE	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING	PREZZO 19-12-2207	RENDIMENTO LORDO
FR000492282	CARREFOUR	4,50	18-03-2009	A	99,45	4,88
NL0000102101	NETHERLANDS	2,75	15-01-2009	AAA	98,67	4,08
XSO242840345	DEUTSCHE TELEKOM	3,00	2-02-2009	A-	97,78	4,82
IT0003652077	BTP	3,00	14-04-2009	A+	98,65	4,14
DE0001135119	BUNDES	4,00	4-07-2009	AAA	99,93	4,08
FR000495848	SUEZ	5,875	13-10-2009	A-	101,30	4,99
XSO170227093	HOLCIM	4,375	23-06-2010	BBB+	97,83	5,26
FR0010206433	AUCHAN	3,00	28-06-2010	A	95,76	4,80
FR0010061242	OAT	4,00	25-04-2014	AAA	99,00	4,18
XSO210318795	DEUTSCHE TELEKOM	4,00	19-01-2015	A-	91,18	5,46
XSO214238239	THYSSENKRUPP	4,375	18-03-2015	BBB-	92,52	5,61
XSO171904583	DEUTSCHE BAHN	4,25	8-07-2015	AA	97,35	4,67
XSO240383603	RABOBANK	3,375	18-01-2016	AAA	91,38	4,68
XSO242491230	REPUBLIC OF POLAND	3,625	1-02-2016	BBB+	92,78	4,72
IT0004019581	BTP	3,75	1-08-2016	AA-	95,41	4,44
AT0000385745	REPUBLIC OF AUSTRIA	4,65	15-01-2018	AAA	102,33	4,35
XSO164831843	DEUTSCHE BAHN	4,75	14-03-2018	AA	100,26	4,71

Un selezione di titoli obbligazionari consigliabili in questa fase di mercato.

guenze, anche se, indirettamente, pure gli altri ne risentiranno, seppure in forma meno evidente. Nella seconda parte dello scorso anno, s'è riprodotto questa situazione che, inevitabilmente, avrà uno strascico importante, nel primo semestre del 2008.

DURATA, RISCHIO & RATING

Che fare, che tipologia di portafoglio adattare alle esigenze proprie, ma soprattutto a quelle del mercato? Molto più semplice è la risposta al primo quesito, perché il portafoglio sarà di breve durata, se la propensione al rischio è modesta, mentre sarà di medio-lunga durata, nel caso di propensione al rischio più elevata. Al tempo stesso, il mercato obbligazionario è in grado di proporre un numero elevato di titoli pubblici sia a breve, sia a lunga durata, con gradi d'affidabilità di buon livello, dal momento che, in area euro, il valore più basso è singola A, attribuito alla Grecia, a Cipro e Malta. Molti sono i Paesi che godono del massimo dei voti (tripla A) quali Francia, Germania, Olanda, Spagna fra i più importanti. In quest'ambito, è possibile scegliere un numero elevato di strumenti obbligazionari che offrono naturalmente rendimenti teorici lordi non particolarmente alti, perché la garanzia offerta, essa pure teorica, è considerata importante. Poiché tutte queste emissioni sono denominate in euro, la rischiosità che potrebbe derivare dalla presenza di strumenti denominati in valuta diversa dalla moneta unica sparisce completamente e l'unico teorico rischio resta quello legato al futuro dei tassi, in particolare per i titoli con durata medio lunga, i cui prezzi di mercato sono caratterizzati da una maggiore volatilità.

DIVERSIFICARE TRA EMITTENTI

Non va però sottovalutata un'importante condizione strategica: la diversificazione del rischio emittente, anche se, come s'è anticipato, esso risulta essere molto modesto, grazie al buon grado d'affidabilità

attribuito ai Paesi che hanno adottato la moneta unica europea.

Essenziale risulta essere la suddivisione del rischio emittente, qualora si scelga d'immettere in portafoglio obbligazioni societarie. In questo caso, maggiore è il numero di debitori presenti e minore sarà il rischio che s'assume il risparmiatore nei confronti di ipotetici default societari. Molti investitori italiani non hanno ancora dimenticato quanto è accaduto con i titoli pubblici argentini o con quelli di Cirio e Parmalat.

I RATING CAMBIANO

Ma il vero rischio è la possibilità che le quotazioni di mercato diminuiscano, a fronte di possibili riduzioni del grado d'affidabilità.

Questa ipotesi si verifica con maggiore frequenza, anche se non in

“ Il portafoglio sarà di breve durata se la propensione al rischio è modesta, mentre sarà di medio-lunga durata nel caso di propensione al rischio più elevata ”

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) BANCA TEDESCA SORTA PER FINANZIARE LA RIUNIFICAZIONE
- 2) SOCIETÀ INGLESE CHE OPERA IN CAMPO PETROLIFERO
- 3) SOCIETÀ FARMACEUTICA INGLESE
- 4) SOCIETÀ DI SERVIZI FRANCESE (ELETTRICITÀ)
- 5) SOCIETÀ DI SERVIZI TEDESCA (ELETTRICITÀ)
- 6) SOCIETÀ DI SERVIZI TEDESCA (ELETTRICITÀ)
- 7) SOCIETÀ TELEFONICA TEDESCA
- 8) SOCIETÀ TELEFONICA OLANDESE
- 9) SOCIETÀ DI SERVIZI ITALIANA (GAS/ELETTRICITÀ)
- 10) SOCIETÀ ITALIANA CHE GESTISCE SCOMMESSE
- 11) SOCIETÀ FINANZIARIA USA (EX GENERAL MOTORS)
- 12) TITOLO PERPETUAL CON CALL
A 100 AL 30-6-2015 - SOCIETÀ ALIMENTARE OLANDESE
- 13) SOCIETÀ TELECOMUNICAZIONI FRANCESE
- 14) SOCIETÀ STATUNITENSE CHE PRODUCE STRUMENTI PER ATTIVITÀ MEDICA
- 15) SOCIETÀ TEDESCA CHE FABBRICA PRODOTTO PER EDILIZIA-CEDOLA VARIABILE INDICIZZATA EURIBOR 3 MESI + 2,875- POSSIBILE CALL A 100 IL 15-7-08-MINIMO 50MILA EURO
- 16) SOCIETÀ AUTOMOBILISTICA STATUNITENSE

GENNAIO: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 18-10-2007	REND LORDO	ANNOTAZIONI
DE0002760964	KFW	2,50	11-10-2010	AAA	95,49	4,24	1
XS0095768437	BURMAH CASTROL	4,875	31-03-2009	AA+	100,64	4,24	2
XS0222377300	GLAXOSMITHKLINE	3,00	18-06-2012	AA	92,12	4,95	3
FR0000491367	ELECTRICITE DE FRANCE	5,00	28-01-2009	AA-	100,34	4,62	4
XS0172851650	RWE FINANCE	5,125	23-07-2018	A+	99,07	5,14	5
XS0322976415	E.ON INTERNATIONAL	5,125	2-10-2012	A	99,44	5,15	6
XS0210319090	DEUTSCHE TELEKOM	3,25	19-01-2010	A-	96,32	4,91	7
XS0196776214	KONINKLIJKE KPN	4,50	21-07-2011	BBB+	97,28	5,27	8
XS0179091425	AEM MILANO	4,875	30-10-2013	BBB	98,91	5,09	9
XS0182313527	LOTTOMATICA	4,80	22-12-2008	BBB-	99,70	5,12	10
XS0187751150	GENERAL MOTORS ACCEPTANCE	5,375	6-06-2011	BB+	82,50	11,60	11
XS0222524372	SUEDZUCKER INTERNATIONAL	5,25	-	BB	82,26	8,33	12
FR0000492092	ALCATEL LUCENT	4,375	17-02-2009	BB-	97,32	6,57	13
XS0134398188	FRESENIUS MEDICAL	7,375	15-06-2011	B+	102,25	6,40	14
XS0282457349	GROHE HOLDING	7,607	15-01-2014	B	92,38	9,29	15
XS0171942757	GENERAL MOTORS	7,25	3-07-2013	B-	89,25	9,78	16

misura rilevante, perché le vicende societarie possono esporre i debitori a momenti di forte incertezza, con conseguenti cadute del rating, decise dalle agenzie specializzate. Ad un minor grado d'affidabilità sul mercato finanziario corrisponde un maggior costo per l'accesso al credito, nel caso di collocamento di un nuovo prestito, mentre aumenta il rendimento, nel caso di titoli già presenti sul mercato secondario. In quest'ultimo caso, a maggiore rendimento farà da contraltare un prezzo inferiore, che, tradotto sul piano pratico, significa una perdita in conto capitale, per chi ha in portafoglio titoli cui viene ridotto il rating.

QUALE STRATEGIA PER GRADO RISCHIO

L'aspetto più interessante è la capacità d'intervenire sul mercato stesso, quando vi sono obbligazioni che subiscono la riduzione del grado d'affidabilità. Se l'investitore dispone di un buon grado di propensione al rischio, scegliere questa strategia potrebbe rivelarsi vincente, in prospettiva futura.

Negli altri casi, per chi desidera sì ottenere rendimenti teorici superiori, ma senza assumersi eccessivi rischi, la strategia da attuare è un'ipotesi di profilo non elevato, che consenta comunque d'immettere in portafoglio strumenti con un discreto grado d'affidabilità (rating), pur nella consapevolezza che, generalmente, il grado d'affidabilità assegnato alle società può variare anche in tempi ravvicinati, nel caso il debitore emittente dovesse evidenziare situazioni non brillanti, in prospettiva futura. L'esposizione a questa tipologia di strumenti è essa pure soggetta alla capacità di comportarsi con relativa freddezza, a fronte di oscillazioni negative dei mercati obbligazionari.

QUANTE SOCIETARIE IN PORTAFOGLIO

Ne consegue che se questa capacità è elevata, si può attribuire a questo comparto un peso pari al 20-25% del proprio patrimonio, considerando che questa strategia po-

trebbe far salire in misura importante la redditività complessiva, ma se la propensione al rischio è modesta, la presenza totale di obbligazioni societarie dovrà necessariamente scendere, attestandosi ad una quota massima del 7,5-10%. La durata degli strumenti è in relazione all'aspetto rischiosità: maggiore è la capacità d'assorbimento delle oscillazioni dei prezzi e maggiore sarà la presenza di strumenti con durata medio lunga, e viceversa.

E' BENE EVITARE STRUMENTI COMPLESSI

Nel complesso, la struttura di un portafoglio con una componente obbligazionaria impone una serie di scelte importanti e non sempre semplici: sarebbe determinante, in quest'ottica, evitare, in questa fase, ancora strumenti complessi con parametri di riferimento rischiosi, perché aumentano la possibilità che i prezzi di mercato divengano ancora più volatili di quanto già lo sono. Il compito delle emissioni di società dovrebbe essere quello d'incrementare la redditività teorica del patrimonio, e non di esporlo a cadute di valore sensibili, nel caso i mercati esprimano situazioni di forte incertezza. L'obiettivo è possibile, evitando l'immissione in portafoglio di strumenti con grado d'affidabilità molto basso, inferiore alla tripla B meno.

BASSO RATING ALTO RISCHIO

A quest'ultima tipologia di titoli dovrebbe rivolgersi l'investitore ad alto rischio, senza trascurare, anche in questo caso, la diversificazione dei debitori, perché si può anche perdere, investendo in strumenti finanziari, ma meglio farlo, avendo conoscenza sia delle caratteristiche degli strumenti scelti, sia dei rischi che ci si assume, sia delle contromisure da mettere in atto nelle fasi più complicate.

Con queste premesse, anche le eventuali perdite in conto capitale potranno essere "regolamentate", perché se ne potrà valutare l'impatto complessivo, sia in termini percentuali, sia in termini assoluti. ■

“ Per chi desidera ottenere rendimenti teorici superiori, ma senza assumersi eccessivi rischi, la strategia da attuare è un'ipotesi di profilo non elevato che consenta comunque di immettere in portafoglio strumenti con un discreto grado di affidabilità (rating) pur nella consapevolezza che il grado di affidabilità può variare anche in tempi ravvicinati ”