

E' L'ORA DEL TASSO FISSO A SCADENZA MEDIO-LUNGA

Focus

■ La crisi finanziaria provocata dai mutui americani è destinata ragionevolmente ad esaurire i suoi effetti peggiori nel giro di qualche mese, lasciando il posto ad un probabile rallentamento dell'economia e dei consumi.

■ Se sarà così la Banca Centrale Europea, meno preoccupata dell'inflazione proprio per il calo dei consumi e la minore domanda di petrolio, potrebbe abbassare il costo del denaro per dare fiato all'economia. In questo caso i titoli obbligazionari a tasso fisso, in particolare medio-lunghi, vedrebbero aumentare le loro quotazioni.

Oggi si può acquistare a buoni prezzi con la prospettiva di un guadagno se la Bce dovesse abbassare i tassi d'interesse. Che cosa mettere in portafoglio

■ di Angelo Drusiani

La complessa vicenda dei mutui subprime ha finito per creare non pochi problemi al comparto bancario, con riflessi relativamente importanti anche sull'andamento delle economie, soprattutto in Occidente. Colpite in particolare alcune banche anglosassoni, tedesche, olandesi e svizzere. Le difficoltà sono state originate dalla presenza nei portafogli delle aziende di credito di strumenti obbligazionari con parametri di riferimento meno affidabili di quanto gli investitori pensassero. Se per lunghi tratti degli ultimi mesi le banche si sono finanziate tra di loro a costi mol-

to alti per carenza di liquidità sul mercato, non è da escludere che anche nei confronti delle aziende loro clienti possa essere utilizzato un metro simile. Se di recente la propensione ai consumi è in parte diminuita a causa dei timori sul futuro dell'economia, è evidente che, laddove i finanziamenti alle industrie divenissero meno elastici, anche su questo fronte s'aprirebbe un vuoto preoccupante. Il rallentamento economico, a lungo temuto, potrebbe caratterizzare i primi mesi del 2009, pur senza sfociare in una vera e propria recessione. Calo dei consumi, calo degli investimenti delle aziende dovrebbero consentire una diminuzione della dinamica inflazionistica, aprendo lo spazio alla Banca Centrale Europea, per una diversa politica monetaria, che porti ad una riduzione del tasso di riferimento.

PERCHÉ LA BCE PUÒ RIDURRE I TASSI

L'ipotesi non è dietro l'angolo, perché la quotazione del petrolio tiene in allarme costante non solo la Banca Centrale, ma anche altre Banche occidentali. Non vi sono però dubbi che la Banca di Francoforte risulti essere la più sensibile alla prospettive del costo della vita e che sia, al tempo stesso, molto poco sensibile alla crescita economica. In pratica, essa modula la propria politica monetaria, seguendo il cammino dell'inflazione. Se quest'ultima si riporta entro il livello fissato dalla Banca Europea, il 2%, essa guarderà con maggiore attenzione anche alla crescita economica ma, in caso di ritorno dell'inflazione ai valori di metà 2008, la manovra più probabile potrebbe essere una stretta creditizia. Al momento questa possibilità appare scongiurata per due ragioni: il rallentamento economico globale e la

Questi titoli rispondono ai requisiti

ISIN	TITOLI	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING	PREZZO 20-10-2008	REND. LORDO
XS0210318795	DEUTSCHE TELEKOM	4,00	19-01-2015	A-	87,14	6,63
XS0171904583	DEUTSCHE BAHN	4,25	8-07-2015	AA	98,57	4,67
XS0240383603	RABOBANK	3,375	18-01-2016	AAA	90,27	5,02
XS0242491230	REPUBLIC OF POLAND	3,625	1-02-2016	BBB+	87,85	5,84
XS0164831843	DEUTSCHE BAHN	4,75	14-03-2018	AA	97,80	5,08
FR000188989	OAT**	4,00	25-04-2013	AAA	101,09	3,79
NL000102325	OLANDA	3,750	15-07-2014	AAA	99,79	3,85
DE0001135283	BUNDES*	3,250	4-07-2015	AAA	96,73	3,83
AT0000386198	AUSTRIA	3,500	15-07-2015	AAA	96,64	4,10
IT0004361041	BTP	4,50	1-08-2018	A+	98,76	4,72

* Tesoro tedesco
** Tesoro francese.

“ L’anno che verrà, pur con un retaggio di incertezze che hanno sfiduciato gli investitori per circa 18 mesi, non dovrebbe allungare la striscia negativa, perché la lunga vicenda dei mutui subprime potrebbe trovare una logica conclusione entro i prossimi 60 giorni ”

conseguente diminuzione dei consumi. Il primo aspetto convive con una minore domanda di materie prime, il secondo di beni di consumo. Le due situazioni caratterizzano le fasi più difficili della vita sociale dei Paesi occidentali e offrono alle Banche Centrali il motivo per attuare una politica dei tassi definita espansiva, in quanto un loro calo dovrebbe permettere alle aziende e alle famiglie d’indebitarsi a costi inferiori. Spesso né le une, né le altre attingono al credito nei primi momenti del rallentamento economico, in quanto temono che indebitarsi in fasi di mancata crescita possa rappresentare un rischio eccessivo.

L’anno che verrà, pur con un retaggio di incertezze che hanno sfiduciato gli investitori per circa 18 mesi, non dovrebbe allungare la striscia negativa, aumentando ancora l’arco

temporale di incertezza, perché la lunga vicenda dei mutui subprime potrebbe trovare una logica conclusione entro i prossimi 60 giorni. A gennaio prossimo, probabilmente, con l’inizio di un nuovo anno, il settore bancario avrà probabilmente sistemato i propri conti, che sono costati cari alla collettività mondiale, soprattutto in termini di ricchezza. Le forti svalutazioni subite dai mercati finanziari hanno pesato molto negativamente sui portafogli delle istituzioni, ma anche sui portafogli dei singoli investitori. Inevitabilmente, la propensione ai consumi si ridurrà, non solo per le perdite subite, ma anche perché l’aumento dei costi delle materie prime, che ha gravato su gran parte del 2008, ha costretto i bilanci familiari a confrontarsi con uscite di liquidità crescenti. Se questa situazione non favorisce chi è so-

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) SOCIETÀ PETROLIFERA OLANDESE.
QUOTA MINIMA 50MILA EURO
- 3) EMITTENTE PUBBLICO
- 4) SOCIETÀ ASSICURATRICE ITALIANA
- 5) SOCIETÀ ASSICURATRICE TEDESCA.
POSSIBILE RIMBORSO ANTICIPATO A 100
AL 31-5-2012 O CEDOLA INDICIZZATA A 3 MESI
EURIBOR PIÙ 1,74 PUNTI
- 6) SOCIETÀ TEDESCA CHE FORNISCE ELETTRICITÀ
- 7) EMITTENTE PUBBLICO
- 8) SOCIETÀ TELEFONICA OLANDESE
- 9) SOCIETÀ FRANCESE PRODUTTRICE DI PRODOTTI
PER EDILIZIA. QUOTA MINIMA 50MILA EURO
- 10) SOCIETÀ TEDESCA PRODUTTRICE
DI PRODOTTI PER EDILIZIA
- 11) SOCIETÀ PRODUTTRICE BEVANDE E LIQUORI
- 12) EMITTENTE PUBBLICO. QUOTA MINIMA 50MILA EURO
- 13) EMITTENTE PUBBLICO
- 14) SOCIETÀ FINANZIARIA AZIENDA AUTOMOBILISTICA
AMERICANA. QUOTA MINIMA 50MILA EURO
- 15) SOCIETÀ BANCARIA LUSSEMBURGHESE.
QUOTA MINIMA 50MILA EURO
- 16) SOCIETÀ FINANZIARIA
AZIENDA AUTOMOBILISTICA AMERICANA

NOVEMBRE: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 20-10-2008	REND LORDO	ANNOTAZIONI
AT0000386198	REPUBBLICA D'AUSTRIA	3,50	15-07-2015	AAA	96,64	4,10	1
XS0301945860	SHELL FINANCE	4,625	22-05-2017	AA+	96,33	5,19	2
SI0002102349	REPUBBLICA DI SLOVENIA	4,00	17-02-2016	AA	96,70	4,58	3
XS0097245244	GENERALI FINANCE	4,75	12-05-2014	AA-	98,78	5,05	4
XS0148887564	ALLIANZ FINANCE	6,125	31-05-2022	A+	93,47	7,45	5
XS0147030554	RWE FINANCE	6,125	26-10-2012	A	102,31	5,53	6
XS0369470397	REPUBBLICA D'UNGHERIA	5,75	11-06-2018	A-	80,29	8,91	7
XS0222766973	KONINKLIJKE KPN	4,00	22-06-2015	BBB +	81,19	7,77	8
FR0010454090	CIMENTS FRNCAIS	4,75	4-04-2017	BBB	78,93	8,31	9
XS0342136313	HEIDELBERGCEMENT FINANCE	6,375	25-01-2012	BBB-	84,09	12,71	10
FR0010398271	PERNOD RICARD	4,625	6-12-2013	BB+	82,65	9,02	11
XS0225531432	REPUBBLICA URUGUAY	6,875	19-01-2016	BB	86,23	9,63	12
DE000A0AU933	REPUBBLICA DI TURCHIA	6,500	10-02-2014	BB-	89,63	9,10	13
XS0299967413	FORD CREDIT EUROPE	7,125	15-01-2013	B+	55,00	25,73	14
XS0309114311	INTERNATIONAL INDUSTRIAL BANK	9,00	6-07-2010	B	75,32	29,20	15
XS0187751150	GENERAL MOTORS ACCEPTANCE	5,375	6-06-2011	B-	38,00	55,22	16

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

lito consumare una fetta consistente delle proprie entrate, permette viceversa ai risparmiatori di godere di qualche importante beneficio.

GUADAGNI DI PREZZO SE ITASSI CALANO

Se i rendimenti di mercato dovessero effettivamente diminuire, il valore dei titoli a cedola fissa presenti nei portafogli tenderà ad aumentare di pari passo con il miglioramento delle quotazioni delle emissioni con questo tipo di caratteristiche. In fase di tassi e rendimenti calanti, gli strumenti che mantengono stabile la loro cedola adegueranno il prezzo di mercato verso l'alto, perché il rendimento diminuisce, portandosi al livello che il mercato esprime in quella fase. Gli effetti di maggiore portata si rilevano sulle emissioni con durata medio-lunga, perché la volatilità di questa tipologia di emissioni è maggiore essendo molto più lontana la data di rimborso finale. In un arco temporale medio o lungo, molte sono le possibilità che i prezzi di questi prodotti finanziari risentano delle attese sul futuro dei tassi di mercato. Le loro oscillazioni sono pressoché quotidiane, spesso anche di spessore non trascurabile.

Prepararsi ora ad affrontare i prossimi mesi potrebbe rivelarsi a posteriori una strategia vincente. Immettere in portafoglio strumenti a tasso fisso alle attuali quotazioni di mercato dovrebbe consentire di ottenere guadagni in conto capitale non trascurabili, in tempi relativamente brevi. Una probabile diminuzione del tasso di riferimento d'area euro è previsto abbia luogo entro marzo prossimo.

Ne consegue che fin d'ora sia opportuno immettere in portafoglio strumenti a cedola fissa, al fine di "catturare" prezzi di mercato interessanti. Che tipologia di debitore scegliere: l'emittente pubblico, che ha difeso l'investitore nel 2007, o quello societario, fermo al nastro di partenza, perché le turbolenze degli ultimi 8-10 mesi hanno frenato il rapporto di fiducia che esisteva tra molti emittenti diversi dallo Stato e investitori di medio e grande taglio? La via mediana dovrebbe rappresentare il

punto di riferimento per molti risparmiatori, perché inserendo solo emissioni pubbliche si darebbe vita a un portafoglio a rendimento medio basso, mentre immettendo esclusivamente titoli societari si potrebbe creare una struttura a rendimento teorico medio alto, ma con un livello di rischio - essa pure teorica - superiore. In questo caso, è la personale propensione al rischio a determinare le scelte che verranno effettuate: laddove essa è alta, la scelta cadrà in gran parte verso le obbligazioni societarie, mentre l'ex Bot people si orienterà verso un portafoglio a prevalente presenza pubblica.

PUBBLICI O SOCIETARI, MA A TASSO FISSO

In un caso e nell'altro, sarebbe consigliabile optare per strumenti a cedola fissa, con caratteristiche estremamente semplici e con durata medio lunga, per anticipare il probabile calo dei rendimenti.

Per l'investitore cassetista, l'opportunità di disporre di un flusso per interessi di livello medio alto è assicurato generalmente dalle emissioni delle aziende, anche con scadenze non particolarmente lunghe. In quest'ottica, per chi desiderasse investire in strumenti emessi da una parte del sistema bancario, l'offerta è ampia e i rendimenti teorici lordi assumono valori ancora superiori alle analoghe emissioni di altri settori della produzione. A prescindere dalla propensione al rischio, sarebbe consigliabile evitare di attribuire un peso eccessivo a un solo comparto produttivo o a un solo emittente, perché la diversificazione è la politica fondamentale di ogni strategia di portafoglio ben impostata. Il ragionamento è riferibile alle emissioni societarie, ma anche a quelle pubbliche perché, anche per questa tipologia di debitori, è prudente optare per una presenza di più emittenti, dando spazio naturalmente pure a quelli che propongono rendimenti di livello superiore. I titoli del Tesoro italiano ne rappresentano l'esempio tipico in quanto, a causa del grado d'affidabilità inferiore a quello di molti altri Paesi d'area euro, si trovano costretti a pagare tassi più elevati. ■

“ ...è la personale propensione al rischio a determinare le scelte che verranno effettuate: laddove essa è alta, la scelta cadrà in gran parte verso le obbligazioni societarie, mentre l'ex Bot people si orienterà verso un portafoglio a prevalente presenza pubblica ”