

Attualità

E' il momento di tornare in parte alle obbligazioni con cedola variabile, impiegando risorse liberate dalla vendita di bond "fissi". Perché il costo del denaro fra USA e UE...



Il coupon si muove al ritmo dei tassi

A tirare la volata, ora, è la banca centrale statunitense, la **Federal Reserve**, che, dal 30 giugno scorso, non ha perso occasione per alzare il livello del tasso di sconto. Come avvenuto pure il 2 febbraio scorso, portando i tassi al 2,5%. Prima di lei, la **Bank of England** aveva fatto da battistrada, anche se con minore intensità e, soprattutto, limitando gli interventi ad un numero assai contenuto. Ora che la banca d'oltre Manica sembra essersi fermata, è quella d'oltre Oceano che guida al rialzo il valore dei tassi ufficiali. Ripresa dell'economia, timori legati all'**inflazione futura**, a causa del prezzo del petrolio, ma anche desiderio di calmierare le **quotazioni degli immobili**: queste, forse, alcune delle ragioni che inducono la banca degli Stati Uniti ad attuare una politica monetaria nuovamente restrittiva, dopo oltre quattro anni di politica espansiva nei confronti del credito. Il primo obiettivo, quando i tassi salgono, è di frenare, in prospettiva di medio periodo, i possibili effetti negativi sui prezzi al dettaglio, per evitare che l'inflazione salga con rapidità, e

superi i valori programmati dai singoli governi. L'aumento del costo del denaro, generato dal rialzo del tasso di sconto, dovrebbe, in teoria, rallentare la richiesta di finanziamenti da parte delle imprese, ma anche da parte dei privati. Il verificarsi contemporaneo di questi eventi ha come obiettivo finale quello di portare ad un calo naturale della propensione ai consumi e, contemporaneamente, ad un blocco dei prezzi al dettaglio, evitando il surriscaldarsi dell'inflazione. Questa è la teoria. La pratica, al momento, parla di un costo della vita che negli Stati Uniti sale in misura modesta, mentre sorprende, seppure si tratti di un incremento assai contenuto, la **risalita in area Euro, 2,4%**, nonostante la ripresa dell'economia sia più virtuale che reale e pur a fronte di una lunga fase di debolezza del dollaro americano, che avrebbe dovuto sensibilmente ridurre gli effetti negativi legati al caro petrolio.

DALLA FED ALLA BCE

Se il valore dei tassi USA, in prospettiva, risulta essere chiaro, orientata com'è la FED a proseguire nell'attuazione della politica

restrittiva del credito, più complesso e difficile si presenta il futuro in area Euro.

E' possibile che, a fronte di un'economia poco brillante, ma su cui pesano timori di inflazione superiore ai livelli programmati, anche la **Banca Centrale Europea** voglia seguire l'esempio americano?

Non lo si può escludere. Anzi, alcuni investitori s'aspettano già un **aumento di 0,25, entro metà 2005**.

Per quale ragione? Forse, per due motivi: evitare che il costo della vita salga eccessivamente e parare, in largo anticipo, i probabili riflessi negativi, che si manifesterebbero sulla moneta unica e sui rendimenti dei titoli governativi, legati al sempre più dibattuto superamento del patto di stabilità europeo.

Un terzo motivo, che mai sarà citato: il *decoupling*, l'andamento divergente della politica monetaria nei paesi d'area occidentale, non può durare a lungo.

Se i tassi salgono negli USA, anche l'area Euro s'adeguerà, esattamente come accadde nel 2001, quando l'andamento dei tassi fu di segno opposto.

TIPOLOGIA EMISSIONE	CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA%	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 24/01/05	REND. %	SPREAD SU EURIBOR	SPREAD SU BOT 6 MESI
CORPORATE	XS0171561367	VOLKSWAGEN	2,401	7-07-2005	A-	100,04	2,31	25	-
CORPORATE	DE0007062143	KFW-KREDIT WIEDERAUFBAU	2,027	1-08-2005	AAA	99,99	2,06	-12,5	-
CORPORATE	XS0108188698	LEHMAN BROTHERS	2,726	1-09-2005	A	100,43	2,00	55	-
CORPORATE	XS0116968131	DAIMLERCHRYSLER	2,424	7-09-2005	BBB	100,04	2,36	25	-
CORPORATE	XS0127103728	BANCA POP. BERGAMO	2,350	10-04-2006	A-	100,15	2,22	20	-
CORPORATE	XS0166016831	MONTE PASCHI SIENA	2,275	10-04-2006	A	100,12	2,17	12,5	-
CORPORATE	XS0099323486	BANCA NAZ. LAVORO	2,393	21-07-2006	BBB+	100,14	2,29	25	-
CORPORATE	XS0179487763	ELECTRICITE DE FRANCE	2,286	6-11-2006	AA-	100,18	2,18	25	-
CORPORATE	XS0181606178	GENERAL ELECTRIC	2,222	5-12-2006	AAA	100,05	2,20	25	-
CORPORATE	FR0010038992	FRANCE TELECOM	2,394	23-01-2007	BBB+	100,19	2,30	25	-
CORPORATE	XS0184271178	H.BANK OF SCOTLAND	2,18325	1-02-2007	AA	99,98	2,19	3,125	-
CORPORATE	XS0150357902	MEDIOBANCA	2,280	4-07-2007	AA-	100,12	2,23	12,5	-
CORPORATE	XS0146343040	ABN AMRO BANK	2,244	23-04-2007	AA-	100,16	2,17	10	-
CORPORATE	XS0176121316	MERRIL LYNCH	2,474	15-09-2008	A+	100,53	2,32	30	-
CORPORATE	XS0179527147	VENETO BANCA	2,458	5-11-2008	BBB+	100,05	2,44	30	-
CORPORATE	XS0117905777	SANPAOLO IMI	2,828	27-09-2010	A	100,44	2,74	65	-
CORPORATE	DE0005590962	DEUTSCHE BANK	2,294	18-10-2010	AA-	100,41	2,22	15	-
CORPORATE	XS0189530990	UNICREDITO ITALIANO	2,279	5-04-2011	AA-	99,99	2,28	12,5	-
CORPORATE	XS0196762263	EDISON	2,743	19-07-2011	BBB+	99,90	2,76	60	-
CORPORATE	XS0195722003	BANCA LOMBARDA	2,629	30-06-2014	BBB+	100,06	2,62	45	-
GOVERNATIVI	IT0001413944	CCT	2,400	1-12-2006	AA-	100,47	2,14	-	15

21 emissioni a confronto fra "corporate" e governativi

Nessun volo pindarico, però: **quali potrebbero essere i livelli dei tassi ufficiali, a fine anno? Negli USA, il 3,50%, in area Euro il 2,50%**. Valori certamente superiori a quelli attuali, ma non in grado di spaventare le aziende o gli stati, perché, in assoluto, rappresentano costi sopportabili, anche in una fase di propensione ai consumi poco vivace. Se queste aspettative fossero confermate, sui mercati obbligazionari i rendimenti degli strumenti pubblici e di quelli societari punterebbero verso l'alto? Sicuramente, le emissioni con durate brevi, entro i tre anni, adeguerebbero il loro rendimento a quello dei tassi ufficiali; mentre sui titoli a lunga scadenza la traslazione potrebbe essere non completa. Saliranno, in area Euro, i rendimenti dei prestiti decennali di mezzo punto, se il tasso delle operazioni di pronti contro termine finirà il 2005 al 2,50%? Forse, ma saranno le future indicazioni sull'incremento del prodotto lordo e del costo della vita a confermarlo. Sul piano pratico, ad un aumento di mezzo punto del rendimento di questa

parte della curva, corrisponde un calo di circa quattro punti delle quotazioni dei titoli, sia governativi, sia societari.

RENDIMENTI NON ESALTANTI, MA...

Da inizio secolo, la vita delle **obbligazioni a cedola indicizzata ai tassi di mercato** è stata molto grama. Pochissime presenze nei portafogli, sia perché le prospettive dei tassi erano considerate non adatte alle loro caratteristiche, sia, soprattutto, perché offrivano un rendimento assai basso, decisamente inferiore alla dinamica inflazionistica. Il loro peso è stato, in definitiva, marginale, in gran parte dei portafogli. Signori, si cambia? Non è ancora la fase che induce a mutare completamente la strategia fin qui attuata e liberare risorse, da dedicare a questa tipologia di strumenti. Da un lato, perché i tassi dovrebbero salire con moderazione, dall'altro, perché, proprio per questa ragione, i rendimenti che offrirebbero le obbligazioni indicizzate ai tassi non saranno brillanti.

Al tempo stesso, una loro **modesta presenza** può essere giustificata dalle quotazioni delle emissioni a cedola fissa con durata lunga. Chi decidesse di prendere profitto, di vendere sul mercato queste obbligazioni, incamerando guadagni in conto capitale, potrebbe destinare una parte del ricavato alle emissioni a cedola variabile. Con un duplice obiettivo: **stabilizzare i guadagni stessi**, perché i prezzi degli strumenti indicizzati ai tassi hanno oscillazioni molto contenute, e **dar vita ad un investimento di carattere temporaneo**, pronti ad uscirne, qualora le quotazioni delle emissioni a tasso fisso dovessero scendere in misura rilevante, considerata eccessiva, e tale, dunque, da potere consentire alle quotazioni stesse una ripresa in tempi rapidi. Un comportamento prudente ed uno speculativo, nella stessa strategia! €

DI ANGELO DRUSIANI