

NEL PORTAFOGLIO UNA DOSE DI SCOMMESSA?

Ingiustamente penalizzati dal mercato, che spesso ha dato giudizi frettolosi, i titoli legati al futuro andamento dei tassi di interesse possono valere in questa fase una quota - proporzionata alla personale propensione al rischio - nell'investimento obbligazionario. Ecco come e perché

■ di Angelo Drusiani

Il mercato obbligazionario, grazie ad una presenza massiccia di strumenti finanziari, offre agli investitori una vasta gamma di prodotti, che vanno da titoli con caratteristiche molto semplici a prestiti con caratteristiche molto complesse. L'obiettivo primario degli emittenti è l'indebitamento al costo più basso possibile e, anche se può apparire paradossale, molto spesso è raggiunto più facilmente con obbligazioni definite strutturate di quanto lo sia con obbligazioni di semplice lettura. Per contro, l'obiettivo primario del risparmiatore è la ricerca di un rendimento elevato. Le due esigenze potrebbero sembrare inconciliabili, se non vi fosse il mercato obbligazionario a mediarne gli effetti. Dal lato debitore, imponendo costi di raccolta legati al grado di affidabilità del debitore stesso. Dal lato dell'investitore, condizionandone la scelta, sulla base della personale propensione al ri-

schio. Un emittente che offra rendimenti elevati è, generalmente, un debitore con un basso grado d'affidabilità, i cui prodotti, di solito, vengono acquistati da chi ha una forte capacità di sopportare i rischi.

L'AFFIDABILITÀ DEL DEBITORE

Rischi, in finanza, si traducono in possibili perdite in conto capitale, a loro volta determinate da più fattori, tra i quali assume un ruolo importante il grado di affidabilità del debitore che raccoglie denaro, collocando titoli obbligazionari sul mercato.

Può essere lo Stato a scegliere la via del mercato obbligazionario, e possono esserlo tante aziende che, nei diversi settori produttivi, svolgono la loro attività imprenditoriale. Si fronteggiano, da un lato, Bot & Company, ma anche Oat francesi, Bund tedeschi, Bonos spagnoli, per citare i titoli pubblici più noti, e, dall'altro, obbligazioni di Fiat, General Motors, Ford, France Telecom, Deutsche Telekom, Telecom Italia, Allianz, Assicurazioni Generali, tante emissioni bancarie, Unicredito italiano, Capitalia, Intesa Sanpaolo, Deutsche Bank, Rentenbank, per ricordare una minima parte della miriade di emittenti presenti sul mercato obbligazionario. Generalmente, gli strumenti pubblici, emessi dai ministeri del Tesoro, propongono caratteristiche molto semplici, quali il prezzo di collocamento, quello di rimborso e il flusso cedolare con

I titoli per scommettere sul futuro dei tassi

CODICE ISIN	EMITTENTE	RATING	SCADENZA	PREZZO 21-05-2007	CEDOLA IN CORSO	CARATTERISTICHE *IL DIFFERENZIALE 10A - 2ACMS È RIFERITO AI TASSI EURO
XS0209060812	KFW	AAA	26-01-2015	87,00	2,00%	"CEDOLA PARI A 3 VOLTE IL DIFFERENZIALE*; VALORE MINIMO 2% LORDO"
XS0209956530	BEI	AAA	9-02-2015	85,75	2,00%	"CEDOLA PARI A 3 VOLTE IL DIFFERENZIALE*; VALORE MINIMO 2% LORDO"
XS0220720303	BEI A)	AAA	17-06-2020	77,50	6,00%	CEDOLA 6% FINO A 17-6-07, POI 4 VOLTE IL DIFFERENZIALE*, CEDOLA MINIMA 1,5%
DE000A0AZBC9	KFW B)	AAA	7-07-2020	73,25	5,00%	CEDOLA 5% FINO A 7-7-2007 POI 3 VOLTE IL DIFFERENZIALE*, FINO A 7-7-2011, CEDOLA MINIMA 1,25% POI 4 VOLTE IL DIFFERENZIALE*, FINO A 7-7-2015, CEDOLA MINIMA 1,25% POI 6 VOLTE IL DIFFERENZIALE*, FINO A 7-7-2020, CEDOLA MINIMA 1,25%
XS0211284491	RABOBANK	AAA	28-02-2035	74,25	5,00%	CEDOLA 5% FINO A 28-2-10, POI 4 VOLTE IL DIFFERENZIALE*, CEDOLA MIN. 2%, MAX 10%

- a) Possibilità rimborso anticipato a 100 da 17-6-07
- b) Possibilità rimborso anticipato a 100 da 7-7-07



cadenza a sei o a dodici mesi. Gli unici prodotti relativamente complessi sono i prodotti a cedola variabile, quali, ad esempio, i Cct del Tesoro italiano, le cui cedole future sono determinate dal rendimento dei Bot con durata 180 giorni circa o le emissioni francesi con cedola determinata dal rendimento dei titoli con scadenza decennale, decurtati di una quota del rendimento stesso.

I TITOLI LEGATI ALL'INFLAZIONE

Fra le più recenti emissioni, un ruolo importante, nel comparto dei titoli relativamente complessi, emergono gli strumenti indicizzati all'inflazione, collocati in quantità elevate sia dal Tesoro francese, sia da quello italiano, sia da quelli anglosassoni, negli Stati Uniti e nel Regno Unito. Anche Grecia e Polonia, in quantità molto modesta, sono presenti con loro emissioni in questo particolare comparto di mercato. La complessità di questi strumenti è contenuta in due passaggi essenziali: il valore delle cedole e del valore di rimborso saranno in parte determinate dall'incedere del costo della vita in area euro, con l'esclusione del contributo all'inflazione dei prezzi del tabacco. Si tratta, in ogni caso, di una complessità molto contenuta, limitata ai capricci dell'inflazione, peraltro quasi sempre sotto controllo, grazie alle strategie che attuano le Banche Centrali.

STRUMENTI COMPLESSI

La vera complessità la si riscontra negli strumenti obbligazionari che fissano le future cedole o il valore di rimborso sulla variazione di parametri di riferimento particolari. Parametri quali l'andamento dei listini azionari o di singoli titoli azionari, o, soprattutto, di valori dei tassi d'interesse. E' in queste ultime tipologie di obbligazioni che si sono verificate, negli ultimi anni, perdite consistenti in termine di diminuzione di prezzi di mercato e, di conseguenza, dei patrimoni direttamente gestiti. Se è vero, come è vero, che chi sceglie strumenti collegati ai mercati azionari sa di investire in prodotti a rischio medio alto, non è altrettanto vero che

chi immette in portafoglio gli strumenti del secondo tipo, quelli collegati ai movimenti dei tassi, sia convinto di trovarsi di fronte a prodotti altamente rischiosi. Gli esempi sono abbastanza vicini a noi: le obbligazioni reverse floater, collocate a fine secolo scorso e le obbligazioni definite CMS, Constant Maturity Swap, e quelle che sfruttano il differenziale di rendimento tra la curva decennale e la curva biennale, definite Curve Spread Note. Sia le obbligazioni reverse floater, sia le altre hanno dimostrato la capacità di "prevedere" il futuro andamento dei tassi d'interesse, da parte degli emittenti, perché in ambedue i casi, per una fase di mercato abbastanza prolungata, s'è assistito a cadute dei prezzi di mercato dei titoli, dal momento che l'andamento dei tassi stessi finiva per penalizzare i futuri flussi cedolari.

DIFFERENZIALE TASSI

Per restare più vicini a noi, è interessante valutare quanto è accaduto per le obbligazioni con flusso per interessi futuro legato al differenziale tra rendimento decennale e biennale. Queste emissioni prevedevano, all'atto del collocamento, un flusso cedolare di livello medio alto, per i primi tre o quattro anni, cui avrebbero fatto seguito cedole calcolate sulla base della differenza di rendimento tra titoli lunghi e titoli brevi. La fase in cui il valore delle cedole avrebbe subito il cambiamento indicato ha coinciso, in molti casi, con la forte discesa dei rendimenti a lungo termine, che, soprattutto negli Stati Uniti e in misura minore anche in area euro, ha fatto sì che la redditività delle emissioni biennali fosse superiore, rispetto a quella proposta dagli strumenti decennali. A causa della situazione venutasi a creare, i mercati hanno penalizzato sensibilmente questa tipologia di titoli, grazie ad una forte presenza speculativa, che, incurante della lunga durata di questi prodotti, ha scelto di valutare con eccessivo peso gli effetti negativi sulle cedole. Quasi che il differenziale di rendimento tra le due parti della curva fosse destinato a protrarsi per un numero elevato di anni. L'esperienza delle emissioni

“ La vera complessità la si riscontra nelle obbligazioni che fissano le future cedole o il valore di rimborso sulla variazione di parametri di riferimento particolari quali l'andamento dei listini azionari o di singoli titoli azionari o soprattutto di valori dei tassi di interesse ”

OBBLIGAZIONI

STRATEGIE DI INVESTIMENTO

reverse floater, penalizzate a lungo, a livello di prezzi, e poi premiate, quando le condizioni di mercato sono mutate, dovrebbe indurre a mantenere un atteggiamento prudente, anche per gli strumenti legati al differenziale di tassi.

MA LA CURVA DEI TASSI DOVRÀ TORNARE SU

Poiché la loro durata è mediamente compresa fra 15 e 20 anni, non si può certo escludere che, in un futuro neppure molto lontano, le condizioni favorevoli ad una fissazione delle cedole su valori medio alti si ripresentino. Non è immaginabile che un rendimento decennale ed uno biennale possano divergere fra di loro per soli 20 centesimi, per un periodo di tempo molto lungo. Un ritorno della curva dei rendimenti verso una figura ascendente è abbastanza probabile, già nel corso dei prossimi 18-24 mesi. Se ciò accadrà, anche i timori sul futuro flusso cedolare dovrebbero rientrare, offrendo a questa tipologia di strumenti una nuova vitalità, soprattutto a livello di quotazioni di mercato.

NON SONO ADATTI A CHI AMA I BOT

Chi sceglie questi prodotti finanziari, non ha certamente la stessa propensione al rischio di chi opta per i Bot o per prodotti non molto diversi, perché, al di là delle ipotesi appena indicate, non vi sono garanzie che le ipotesi stesse finiscano per verificarsi, consentendo alle future cedole di assumere nuovamente valori interessanti. Se il differenziale di rendimento fra titoli decennali e biennali dovesse confermarsi a livelli bassi come quelli attuali ancora a lungo, l'investimento, anche se fatto ora a prezzi sensibilmente scesi, potrebbe rivelarsi poco remunerativo. Chi acquista Bot o strumenti simili, questa rischiosità non l'assume né ora, né mai. Viceversa, chi acquista emissioni a cedola fissa, in fasi di rendimenti crescenti, avrà in portafoglio strumenti con prezzi in bilico, le cui quotazioni tenderanno a scendere in misura tanto maggiore, quanto

maggiore è la loro durata e quanto maggiore è la tendenza dei rendimenti ad aumentare.

NON È FACILE GESTIRE TITOLI STRUTTURATI. MA...

Non è poi tanto semplice gestire i prodotti strutturati, perché le loro caratteristiche sono strettamente legate all'evoluzione dei mercati finanziari. Immettere in portafoglio emissioni di cui non si conosce il flusso per interessi futuro o il valore di rimborso, espone a rischi non trascurabili, soprattutto in fasi di prospettive incerte, come quelle attuali.

Se la propensione al rischio non è alta, è consigliabile evitare la ricerca di strumenti troppo complessi, per non trovarsi a dover fronteggiare situazioni di prezzo non previste.

Al tempo stesso, agli attuali livelli di mercato, investire in obbligazioni che scommettano sul futuro dei tassi, in particolare dei differenziali di rendimento, potrebbe rappresentare una strategia interessante, senza alcuna garanzia di successo, naturalmente.

QUANTO DESTINARE A QUESTI STRUMENTI

Destinare una quota variabile del portafoglio a queste emissioni, (minima, per chi ha poca propensione al rischio, 3% circa; più alta, per chi ne ha in misura più consistente, 10% circa) corrisponde ad una corretta suddivisione del portafoglio stesso, al fine di evitare che il proprio giardino titoli sia composto esclusivamente da titoli pubblici, semi pubblici o, comunque, privi di qualsiasi tipo di rischiosità! ■

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 SPECIALIZZATA IN PRESTITI ALL'AGRICOLTURA E ALLE AZIENDE ALIMENTARI**
- 2) **SOCIETÀ INGLESE CHE RAFFINA E VENDE PETROLIO**
- 3) **SOCIETÀ FRANCESE ATTIVA IN CAMPO ENERGETICO**
- 4) **BANCA COMMERCIALE TEDESCA**
- 5) **TITOLI DEL TESORO ITALIANO**
- 6) **17-2-2017: RIMBORSO A 100 O CEDOLA TRIMESTRALE 3 MESI EURIBOR + 1,73 PUNTI**
- 7) **SOCIETÀ INGLESE CHE GESTISCE LA TELEFONIA**
- 8) **SOCIETÀ OPERATIVA NELLA GESTIONE DI MOLTI AEROPORTI**
- 9) **SOCIETÀ FINANZIARIA TEDESCA DELL'OMONIMO GRUPPO PRODUTTORE DI ACCIAI**
- 10) **SOCIETÀ FRANCESE ATTIVA IN GRANDI MAGAZZINI E NEL LUSO**
- 11) **SOCIETÀ FINANZIARIA AMERICANA DEL GRUPPO PRODUTTORE DI AUTOMOBILI**
- 12) **SOCIETÀ OLANDESE ATTIVA NELLA VENDITA DI ALIMENTARI AL DETTAGLIO**
- 13) **SOCIETÀ FRANCESE ATTIVA NEGL'IMPIANTI DI TELECOMUNICAZIONI**
- 14) **CEDOLA CRESCENTE FINO AL 4,74%**
- 15) **SOCIETÀ FINANZIARIA AMERICANA DEL GRUPPO PRODUTTORE DI AUTOMOBILI**
- 16) **SOCIETÀ AUTOMOBILISTICA STATUNITENSE**

GIUGNO: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 23-05-2006	REND LORDO	ANNOTAZIONI
XS0240236561	LANDWIRTSCHAFTLICHE RENTENBANK	3,125	15-07-2011	AAA	95,33	4,38	1
XS0095768437	BURMAH CASTROL	4,875	31-03-2009	AA+	100,84	4,39	2
XS0267045291	TOTAL CAPITAL	3,875	6-09-2011	AA	97,49	4,53	3
DE0003078887	WESTLB AG	4,50	24-01-2013	AA-	99,99	4,50	4
IT0003934657	BTP	4,00	1-02-2037	A+	88,30	4,79	5
XS0211637839	ALLIANZ FINANCE	4,375	PERPETUAL	A	92,98	5,31	6
XS0162614167	VODAFONE GROUP	4,25	27-05-2009	A-	99,48	4,53	7
XS0201491163	BRITISH AIRPORT AUTHORITY	4,50	30-09-2014	BBB+	98,27	4,78	8
XS0214238239	THYSSENKRUPP AG	4,375	18-03-2015	BBB	96,51	4,92	9
FR0010002121	PINAULT PRINTEMPS REDOUT	5,00	23-01-2009	BBB-	100,54	4,64	10
XS0171922486	GENERAL MOTORS ACCEPTANCE	6,00	3-07-2008	BB+	100,55	5,46	11
XS0128973590	KONINKLIJKE AHOLD NV	5,875	9-05-2008	BB	101,19	4,57	12
FR0000492092	ALCATEL-LUCENT	4,375	17-02-2009	BB-	99,45	4,70	13
XS0205537581	REPUBBLICA D'ARGENTINA	1,20	31-12-2038	B+	44,30	7,16	14
XS0160902630	FORD MOTOR CREDIT	6,75	14-01-2008	B	101,05	4,96	15
XS0171943649	GENERAL MOTORS	8,375	5-07-1933	B-	96,35	8,73	16