

COME DIFENDERSI DA INFLAZIONE E TASSI IN SALITA

Ricorrere ai titoli a tasso variabile non è una soluzione, e anche una quota di obbligazioni legate all'andamento dei prezzi non è sufficiente. Che fare? Per ottenere un rendimento più alto si possono comprare e vendere titoli a lunga scadenza approfittando di rialzi e ribassi. La strategia di investimento e il portafoglio consigliato

Focus

■ Quando i tassi d'interesse salgono, soprattutto se non di molto come sembra probabile per il prossimo futuro, difendere il patrimonio obbligazionario dall'inflazione diventa più difficile. Non basta infatti ricorrere ai titoli a tasso variabile o indicizzato.

■ Il suggerimento è quello di approfittare dei momenti di maggiore calo dei titoli a tasso fisso a medio-lungo termine per comprarne un po' e venderli, guadagnando, quando i loro prezzi come è probabile risaliranno.

■ di Angelo Drusiani

Difendere il patrimonio dall'assalto continuo dell'inflazione è il primo compito assegnato al gestore di capitali. Se i rendimenti di mercato scendono, gli strumenti a disposizione del gestore offrono ottime opportunità, perché il flusso per interessi delle obbligazioni a cedola fissa, che mantengono inalterato il valore, durante l'intera vita del prestito, è superiore all'incremento del costo della vita. Lo testimoniano le quotazioni di questa tipologia di titoli, che, nel caso propongano cedole elevate, raggiungono valori molto alti, ben superiori al valore nominale di cento. Ben diverso si presenta il quadro, quando s'ipotizza che i rendimenti si muovano verso l'alto. Il mercato, in questo caso, propone strumenti che mal proteggono il patrimonio dall'incedere dell'inflazione. Le cedole delle obbligazioni sono indicizzate a parametri che difficilmente consentono loro, pur facendo ricorso a maggiorazioni che sono tanto più elevate, quanto minore è il grado d'affidabilità, di pagare rendimenti superiori al tasso

d'inflazione. Questa situazione si verifica, in particolare, quando la salita dei rendimenti è abbastanza contenuta, mentre la realtà muterebbe sensibilmente, se i tassi di mercato tornassero su valori molto alti.

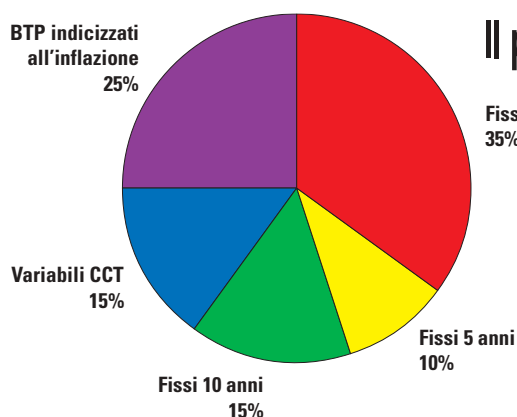
CHE COSA SUCCEDERÀ SE I TASSI VANNO SU

Se nel prossimo anno, il tasso ufficiale della Banca Centrale Europea dovesse portarsi al 3%, dall'attuale 2%, i Cct o le obbligazioni societarie non offrirebbero cedole di molto superiori. Ora, i Cct propongono cedole lorde che oscillano tra l'1,15% e l'1,25% semestrale, quando il tasso delle operazioni di pronti contro termine è del 2%. E' probabile che, a fronte di un tasso ufficiale del 3%, le stesse cedole saliranno all'1,60 - 1,65% circa. Nel contempo, anche il livello dell'inflazione potrebbe essere aumentato al 2,50 - 2,75%, anche se le analisi delle principali Banche d'affari propendono per un ritorno del costo della vita al di sotto del 2%, perché potrebbe finire l'effetto negativo causato dal prezzo del petrolio.

PERCHÉ LA BCE DOVRÀ RIALZARE

In realtà, un ritorno dell'inflazione al di sotto del valore del 2% potrebbe rappresentare un segnale molto preoccupante, perché sarebbe un segnale inequivocabile di un calo dei consumi generalizzato. Situazione, questa, che si scontrerebbe con la necessità d'aumentare il livello dei tassi ufficiali, da parte della Bce; la quale, peraltro, sarà costretta ad adottare questa strategia, perché, nel corso dei prossimi mesi, la Federal Reserve avrà molto probabilmente aumentato il valore del tasso di sconto al 4,50%.

Se quest'ipotesi troverà conferma, non sarà possibile mantenere un differenziale di oltre due punti tra tassi americani e dell'area euro: ne consegue che la Bce, forse anche suo malgrado, non potrà non abbandonare la politica monetaria espansiva, per iniziare, seppure molto gradualmente, ad orientarsi verso la politica di segno opposto, alzando cioè il livello dei tassi.



Il portafoglio da difesa

Ecco il portafoglio obbligazionario consigliato per la fase di risalita dei tassi. Oltre a Cct, titoli indicizzati all'inflazione e titoli a tasso fisso a due e cinque anni, c'è un 15% di decennali a tasso fisso con cui fare trading

del tasso d'inflazione maturato: in pratica, si tratta di una cedola fissa, ma che muta ad ogni stacco, se, come normalmente accade, il costo della vita gradualmente sale. Ma un rischio è dietro l'angolo: la quotazio-

ne dei titoli segue di pari passo il prezzo dei titoli a cedola fissa con analoga durata: pertanto, se le quotazioni di questi ultimi sono destinate a scendere ulteriormente, anche il prezzo di mercato dei titoli indicizzati all'inflazione ne seguirà il cammino. Solo negli ultimi anni di vita delle obbligazioni, gli effetti della rivalutazione del capitale si faranno sentire, poiché diverranno un importante paracadute per la sua quotazione, nel caso i rendimenti di mercato fossero ancora in salita, perché eviterebbero una caduta dei prezzi, avendo già incorporato un valore di rimborso ben superiore al valore nominale, ma rappresenterebbero un freno, qualora s'assistesse ad una discesa dei rendimenti, dal momento che il valore massimo di rimborso finirebbe per essere un freno all'au-

MA DIFENDERSI E' UN OBBLIGO!

Pur nelle difficoltà e pur nell'incertezza che accompagna le previsioni sul futuro dei tassi di mercato, quasi certamente fra sei-otto mesi il livello dei rendimenti sarà ulteriormente salito, mentre saranno diminuite ancora, per questa stessa ragione, le quotazioni delle emissioni a cedola fissa, riducendo in misura più o meno consistente il valore dei patrimoni investiti in titoli obbligazionari. Premessa: sembra inevitabile il ricorso a strumenti indicizzati ai tassi d'interesse, al rendimento dei Bot a sei mesi o all'inflazione, seppure con prudenza per questi ultimi. Ma la strategia per difendere il patrimonio, in fase di risalita dei tassi, passa inevitabilmente proprio attraverso l'utilizzo di quei titoli a cedola fissa da cui si dovrebbe fuggire per evitare le perdite in conto capitale ricordate poco sopra.

Le prime due tipologie di strumenti indicizzati hanno caratteristiche abbastanza simili, perché il loro riferimento è, direttamente o indirettamente, il livello dei rendimenti di mercato. La terza assume una connotazione particolare e d'interpretazione molto più complessa. Il valore del capitale è indicizzato al tasso d'inflazione e, a scadenza, all'investitore verrà rimborsato un valore pari a quello inizialmente sottoscritto a cento, maggiorato dell'inflazione maturata in area euro, al netto dell'incremento causato dal tabacco, 0,3% annuo circa. La cedola è fissa, ma viene calcolata sul valore nominale rivalutata quotidianamente

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 DI FAR FRONTE AGLI IMPEGNI CONTRATTI
A	A2	
A-	A3	
Investment Grade Inferiore		
BBB+	BAA1	EMITTENTE CON ADEGUATA CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI DEBITORI
BBB	BAA2	
BBB-	BAA3	
Non Investment Grade		
BB+	BA1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI È MINORE DEGLI INVESTMENT GRADE
BB	BA2	
BB-	BA3	
Non Investment Grade Inferiore		
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

La quota di decennali dovrebbe variare tra il 15 e il 20%

mento delle quotazioni. Alla luce di queste indicazioni, è evidente che strutturare un portafoglio, immettendovi esclusivamente titoli a cedola variabile, esporrebbe il capitale a pochi rischi tassi, perché le quotazioni degli strumenti non dovrebbero subire particolari variazioni, pur a fronte di aumenti dei rendimenti, ma lo esporrebbero al rischio svalutazione, perché la sua redditività finirebbe con l'essere inferiore all'inflazione.

FARE TRADING CON IL TASSO FISSO

Una quota di strumenti decennali a cedola fissa, cui attribuire un peso variabile tra il 15 e il 20%, potrebbe rappresentare la strategia adatta a tentare di risolvere questa problematica. Non mantenendolo in porta-

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) REGIONE TEDESCA
- 2) POSSIBILI RESTRIZIONI ALLA VENDITA IN ITALIA
- 3) POSSIBILE CALL 28-11-2007 A 103,38
- 4) POSSIBILI RESTRIZIONI ALLA VENDITA IN ITALIA
- 5) POSSIBILE CALL 1-10-2008 A 103,75
- 6) POSSIBILI RESTRIZIONI ALLA VENDITA IN ITALIA
- 7) POSSIBILE CALL 15-3-2008 A 104,94

DICEMBRE: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO	REND LORDO	ANNOTAZIONI
DK0009921512	REGNO DI DANIMARCA	3,125	15-10-2009	AAA	100,33	3,02	
DE0001040350	BADEN WUETTEMBERG	3,25	29-01-2008	AA+	100,75	2,89	(1)
XS0159800878	SHELL FINANCE	3,50	15-01-2007	AA	100,79	2,78	
XS0179487177	ELECTRICITE DE FRANCE	3,25	6-11-2006	AA-	100,48	2,73	
XS0212050792	IBM CORPORATION	3,00	8-02-2010	A+	99,11	3,23	(2)
FR0000483091	SCHNEIDER ELECTRICITE	6,125	19-10-2007	A	105,61	3,03	
XS0137454392	DOW CHEMICAL	5,00	18-10-2006	A-	101,93	2,78	
XS0223234823	BRITISH AMERICAN TOBACO	3,625	29-06-2012	BBB+	97,74	4,02	
XS0182313527	LOTTOMATICA	4,80	22-12-2008	BBB	103,71	3,50	
XS0180158387	ERICSSON TELEFON	6,75	28-11-2010	BBB-	110,04	4,49	(3)
XS0172026857	REGNO DEL MAROCCO	5,00	8-07-2008	BB+	103,89	3,41	(4)
FR0000109308	ALCATEL	5,625	12-03-2007	BB	103,46	2,85	
XS0211229637	REPUBBLICA DEL BRASILE	7,375	3-02-2015	BB-	108,83	6,09	
XS0192575685	CORUS GROUP	7,50	1-10-2011	B+	104,37	6,59	(5)
DE000A0ACPU0	GOVERNO DI GIAMAICA	10,50	11-02-2009	B	110,32	6,80	(6)
XS0187275952	INVENSYS	9,875	15-03-2011	B-	100,32	9,79	(7)

Inflazione e tassi



I titoli a lungo termine hanno in genere un rendimento superiore all'inflazione. Nel grafico i titoli di Stato tedeschi a 10 anni (in rosso) e l'inflazione.



I tassi ufficiali di Gran Bretagna in discesa, (giallo), Europa stabili al 2% (bianco) e Usa in salita (rosso). A fine gennaio GB e Usa potrebbero ritrovarsi allo stesso livello del 4,5%.

foglio costantemente, perché, come s'è anticipato, il suo prezzo di mercato potrebbe via via diminuire, ma utilizzandolo come strumento di trading, di obbligazione da comprare e vendere più volte, nell'arco dell'anno. Perché? Semplice, perché, molto probabilmente, la sua quotazione subirà variazioni nei due sensi in più occasioni, puntando verso il basso, quando le indicazioni statistiche parleranno di ripresa economica, e puntando verso l'alto, quando le stesse indicazioni, in tempi diversi, parleranno di economia in fase di rallentamento. Non si tratta di dati contraddittori inspiegabili, ma si tratta di rilevazioni economiche che non sempre segnano bel tempo o brutto tempo. La stagionalità delle rilevazioni, l'andamento dell'occupazione o lo sfruttamento dei macchinari, la crescita del prodotto interno o il livello di fiducia dei consumatori rappresentano alcuni dei dati di riferimento, da cui le attese sul futuro dei tassi traggono la linfa vitale. Difficilmente, il loro è un cammino regolare. Molto spesso, le indicazioni si muovono nei due sensi, perché a volte l'economia sembra correre, ma a volte sembra frenare inesorabilmente. Nessuna delle due sensazioni è quella corretta, perché, nell'arco di un anno, si valuta la media della crescita economica o dell'incremento dell'occupazione, o di altri dati ancora. Ma i mercati non fanno sconti: se la percezione della crescita economica è favorevole, immediatamente i mercati stessi si posizionano su tassi in salita, facendo scendere le quotazioni dei titoli a cedola fissa, soprattutto di quelli con durata decennale, ma subito dopo può accadere il contrario, se il dato rilevato è incline ad un'economia meno brillante. In questo caso, i mercati s'aspettano rendimenti di nuovo in calo, mentre i prezzi dei titoli a cedola fissa puntano verso l'alto. Spesso, le oscillazioni sono di almeno un punto, anche nell'arco della stessa giornata. In questo "solco", è possibile inserirsi se si ha una discreta propensione al rischio, se si è attenti ai mercati, se, in pratica, si vive quasi in simbiosi con i mercati stessi. Naturalmente, poiché è complesso e non

è concesso, per importi modesti, vendere titoli allo scoperto o effettuare attività sui prodotti derivati, anche perché i costi a carico sarebbero eccessivi, l'attività ideale, in questi casi, sarebbe l'acquisto di titoli decennali quando la loro quotazione subisce perdite rilevanti: se in un'unica seduta, queste emissioni scendono di oltre un punto, non è da escludere che, successivamente, possano riprendere parte del valore perduto. Se l'arretramento è di livello più marcato, aumentano le possibilità di rimbalzi.

COME APPROFITTADEGLI ALTI E BASSI 2006

Nel 2006, molto probabilmente, le attuali quotazioni dei titoli lunghi saranno un ricordo, perché la discesa dei loro prezzi si sarà accentuata: a quel punto, ulteriori, importanti discese saranno meno probabili, perché il rialzo dei rendimenti avrà già avuto una sostanziale conferma dai mercati. Di conseguenza, alle cadute dei prezzi, che nell'ultima parte del 2005 potrebbero susseguirsi con una discreta frequenza, senza essere affiancate da riprese delle quotazioni stesse, dovrebbero, nel prossimo anno, fare seguito miglioramenti dei prezzi stessi, consentendo all'investitore, se avrà comprato i titoli nei tempi giusti, di far salire la media dei rendimenti del portafoglio gestito. Si tratta, indubbiamente, di un'operatività non semplice e non priva di rischi, ma essa è pur sempre parte di una strategia volta a migliorare le performance attese. Se si è più prudenti, se si preferisce vivere una gestione tranquilla, ad inizio 2006, sarà probabilmente possibile investire in titoli a medio lunga durata, con rendimenti lordi superiori, rispetto a quelli odierni, di poco meno di mezzo punto.

Avendo pazienza, molta pazienza, si potrebbe aspettare fine 2006, e incamerare tassi superiori di quasi un punto. Se si vuole aspettare, si può, nel frattempo, investire in Bot annuali o in operazioni di pronti contro termine, per poi destinare una quota rilevante del capitale ai titoli decennali a rendimenti sensibilmente superiori a quelli offerti ora. ■