

TREN D

Fatti, fenomeni, studi, ricerche che fanno tendenza

REDDITO FISSO, GESTIONI SVINCOLATE DAL BENCHMARK

Secondo Linda Coleman (Schroders) l'utilizzo dei CDS, i Credit Default Swap, può consentire ai gestori più capaci di assumere posizioni aggressive nei settori che ritengono più convincenti, indipendentemente da valute, rating e aree geografiche.

Ecco come funzionano e come si possono sfruttare questi strumenti

Malgrado la serie di rialzi dei tassi d'interesse operati dalla Fed e il recente incremento da parte della Bce, i rendimenti medi sui titoli di Stato si attestano ancora a livelli molto ridotti. Per questo motivo, molti investitori in cerca di investimenti capaci di offrire rendimenti più elevati tendono a prediligere l'opzione del credito.

Negli ultimi anni le obbligazioni corporate hanno generato rendimenti decisamente interessanti, sostenute da una buona crescita globale e da una notevole redditività delle aziende. Le società hanno compiuto grandi progressi in termini di risanamento del bilancio e i tassi di inadempienza sono scesi ai minimi storici.

CORPORATE BOND, MARGINI ALL'OSSO

Tuttavia, sebbene il contesto attuale continui a presentare condizioni nettamente favorevoli per i cash-flow aziendali, è opportuno che gli investitori mantengano un atteggiamento di prudenza. Con una tale domanda di obbligazioni societarie, gli spread delle obbligazioni investment-grade – ossia il premio sui titoli di Stato che le società devono pagare per finanziarsi sul

mercato obbligazionario – sono bassissimi. Nel 2005 le obbligazioni corporate denominate in euro hanno offerto agli investitori, in media, soli 0,47 punti percentuali in più rispetto ai titoli sovrani.

A questo punto è facile osservare che, in presenza di margini addizionali tanto ristretti, le probabilità di ampliamento sono di gran lunga superiori a quelle di un'ulteriore contrazione.

PIÙ ACQUISIZIONI, PIÙ INSOLVENZE

Negli ultimi tempi è nettamente aumentato il numero di società che hanno fatto ricorso al mercato per rifinanziare i debiti contratti in occasione di operazioni di leverage buyout, e questo fattore tenderà verosimilmente a incrementare i tassi di insolvenza, che si prevede inizieranno a salire verso la fine del 2006.

Inoltre, se si considera l'attuale tendenza delle società a un maggiore orientamento agli azionisti, con la distribuzione di rendimenti più elevati, riacquisti di azioni e partecipazione a fusioni e acquisizioni, i rischi sono evidenti.

E alla luce di questi fattori di ri-

continua a pagina 8



Lisa Coleman

SCHRODERS
RESPONSABILE EUROPEAN
FIXED INCOME

■ di Luca La Ferla*

Insider

L'innovazione digitale? Passa attraverso un libretto di 48 pagine...



Siamo al termine della legislazione e comprendo gli obiettivi elettorali di questo governo e la volontà di farsi rieleggere, ma quando mi arriva nella busta delle lettere un pamphlet di 48 pagine su "L'innovazione digitale nelle famiglie" mi viene da pensare. Con il MIT (Ministero per l'Innovazione e le Tecnologie) ebbi a che fare più di due anni fa quando chiesi di prendere posizione sulle affermazioni di un "accademico" del Politecnico di Milano che andava in giro a dire che lui era in grado di falsificare in due minuti documenti firmati digitalmente. Uscì un articolo a nove colonne

sul CorriereEconomia e per rispondere a dovere a questa mistificazione della realtà scrissi un lettera aperta al Ministro Stanca (<http://www.digitaltrust.it/press/index.php/23>) poiché tra i punti cardine del programma di governo c'era appunto la firma digitale. Il risultato fu che l'addetto stampa del Ministero disse di andare avanti ma che il Ministero non poteva prendere posizioni ufficiali (a dire il vero uscì un articolo sul Sole-24 Ore da parte di un luminaire del MIT, ma senza riferimenti specifici al caso). In altre parole, vai avanti tu che a me viene da ridere. Così, io rimasi frustrato, l'"accademico" continuò il suo ciclo di convegni andando a dire in giro se

non cose false almeno tendenziose e tutto finì in un nulla di fatto. Come succede a molti di noi, incassai ed andai avanti oltretutto avendo anche scoperto che l'"accademico" era anche parte di qualche commissione tecnica parlamentare. Poi questo inaspettato regalo elettorale, un libretto di 48 pagine intitolato "L'innovazione digitale nelle famiglie", che mi spiega che esiste Internet, che con il computer si possono fare un sacco di cose (davvero?), ecc. ecc., mi ha fatto rimuginare su tante cose ed anche sul fatto perché in questo Paese le cose continuino a non procedere a dovere. Facciamo qualche passo

indietro, il libretto è stato spedito a circa 16 milioni di famiglie, il costo, tra creatività, testi, stampa e distribuzione, possiamo immaginare almeno intorno ai due euro a copia. Ma non si potevano investire 32 milioni di euro in PC o Internet Point pubblici così che 110 mila famiglie di quel 32% (circa 5 milioni) che non lo ha ancora e che questa rivoluzione invece di leggerla (e vorrei sapere in quanti lo hanno letto l'illuminante saggio) l'avrebbero toccata con mano? Interessante è anche il caso dei 45 milioni di euro stanziati nel 2004 per il portale del turismo Italia.it. Provate a digitare l'indirizzo Italia.it sul vostro navigatore due anni dopo...

segua da pagina 7

schio, come si devono comportare gli investitori in titoli di credito? A questo punto è opportuno ricordare che negli ultimi anni il mercato del credito ha conosciuto uno sviluppo esponenziale, oltrepassando i confini delle obbligazioni corporate convenzionali.

COME FUNZIONA IL CONTRATTO CDS

Tra i prodotti più acclamati figurano i Credit Default Swap (CDS): si tratta di speciali contratti in cui una parte (il "protection seller") accetta di pagare alla controparte (il "protection buyer") il valore nominale di un'obbligazione in caso di inadempienza dell'emittente, in

cambio del versamento di premi periodici.

Il valore di questi strumenti, affini a contratti assicurativi, aumenta e diminuisce in funzione della probabilità di inadempienza dell'emittente, in maniera molto analoga alle obbligazioni societarie tradizionali.

GENERARE RENDIMENTO

Tuttavia, i gestori di fondi più esperti con licenza di investire in CDS li possono sfruttare per generare rendimenti assoluti positivi anche in contesti sfavorevoli per le obbligazioni corporate, capacità che da sempre manca ai fondi d'investimento in titoli di credito tradi-

zionali.

In un fondo di investimento in obbligazioni societarie convenzionali, il gestore può solo scegliere di non detenere crediti a rischio di peggioramento. In tal modo il fondo potrà sovraperformare il benchmark, ma senza in realtà generare una performance assoluta positiva. Se si ritiene con sufficiente certezza che un credito o l'indice nel complesso siano destinati a peggiorare – e una buona analisi è sempre in grado di individuare i crediti con alte probabilità di peggioramento o miglioramento – è del tutto logico trarre beneficio da questa convinzione ricorrendo ai Credit Default Swap.

continua a pagina 10

■ di Coleman S. Kendall*

Qui New York



Confrontando le realtà economiche

Quella economica è stata definita la "scienza triste" proprio perché costringe i politici a prendere delle difficili decisioni e spesso li mette davanti a delle non facili alternative. Questo è quanto mai vero oggi, e recentemente dimostrato da ciò che accade negli Stati Uniti, in Giappone ed in Europa. Come questi affrontano le loro questioni la dice lunga su cosa dobbiamo aspettarci dai mercati nei prossimi anni.

■ Stati Uniti

Realtà: il livello odierno del deficit impone che ci debbano essere qualcosa come 700 miliardi di dollari di investimenti stranieri ogni anno. **Problema:** gli americani sono preoccupati riguardo la proprietà straniera di certi asset.

Sappiamo tutti che l'economia americana attrae ingenti capitali dall'estero. Ma se gli americani spendono troppo, o fuori dall'America si risparmia troppo, lo squilibrio che si viene a creare necessita una compensazione di due miliardi di dollari al giorno in investimenti esteri. La controversia che recentemente ha tenuto banco riguardo l'acquisto da parte della Dubai Port World dei comparti di alcuni porti americani ha portato il congresso a bloccare la vendita per presunti motivi di sicurezza. Questa è una strada pericolosa, perché se gli investitori stranieri non si sentiranno i benvenuti negli Stati Uniti, ci sarà bisogno di particolari aggiustamenti e questo farà sentire il suo peso in termini economici.

■ Giappone

Realtà: dopo 15 anni di performance economiche modeste, l'economia sta riprendendo quota e la politica economica deve cambiare a sua volta. **Problema:** gli scontri politici tra la banca centrale (Bank of Japan), il ministro delle finanze ed i politici.

Sappiamo tutti che la banca centrale giapponese non può tenere i tassi così in basso per sempre, e che il Giappone deve fronteggiare un grande deficit. Quindi i tassi di interesse devono necessariamente essere corretti al rialzo. Bank of Japan, come ogni banca centrale, vuole dimostrare la sua indipendenza dando prova che sarà la sola a decidere in quale momento alzare i tassi. Ma un rialzo fatto con troppo anticipo causerà dei seri problemi alle aziende maggiormente indebitate, ne indurrà alcune al fallimento e forse allungherà i tempi di recupero.

■ Europa

Realtà: l'integrazione economica passa necessariamente attraverso la ristrutturazione dell'industria. **Problema:** ogni governo nazionale desidera che le ristrutturazioni avvengano da qualche altra parte.

Sappiamo tutti che ci sono troppe aziende in Europa e che alcune fusioni ne migliorerebbero l'efficienza, ma nessuno vuol vedere le imprese di casa acquisite dagli stranieri. Così, se tutte le fusioni/acquisizioni verranno evitate, i benefici che l'Europa trarrà dall'integrazione saranno senz'altro modesti.

Tutti i problemi qui descritti sono poi amplificati dalle pressioni politiche (elezioni del Congresso americano a novembre, cambio nella leadership dell'LDP (il partito a cui fa riferimento il premier giapponese Koizumi) dopo quest'anno, elezioni dietro l'angolo per Francia e Italia). La speranza è che dopo le votazioni questi problemi possano trovare soluzione in modo da permettere alle rispettive economie di essere performanti, o perlomeno di minimizzare i danni all'economia. Ad urne chiuse, gli eletti potranno prendere le decisioni migliori per l'intero paese, e quando sono le buone decisioni ad essere prese il lavoro dell'economista è un po' meno triste.

segua da pagina 8

PIÙ LIQUIDI DEI CORPORATE

Il mercato dei Credit Default Swap è molto più liquido del mercato delle obbligazioni societarie tradizionali e, in termini di volume, supera di gran lunga il mercato obbligazionario convenzionale. I gestori di fondi possono utilizzare i Credit Default Swap per sfruttare

un ampliamento degli spread a livello di singoli crediti in peggioramento o a livello del mercato nel complesso, acquistando protezione del rischio di credito con singoli Credit Default Swap o facendo ricorso a prodotti indice CDS. L'impiego di CDS, inoltre, favorisce una filosofia d'investimento svincolata dal benchmark, consentendo ai gestori più capaci di assumere posizioni molto più aggressive

nei settori che ritengono più convincenti, indipendentemente da valute, rating e aree geografiche. Pertanto, considerando che la ricerca del rendimento ha comportato una contrazione degli spread ai minimi storici, sarà sempre più importante essere molto selettivi nella scelta dei singoli crediti e inoltre proteggere il portafoglio da un peggioramento globale delle condizioni di credito. ■