

Focus

■ E' possibile che la banca centrale americana e quella europea proseguano nel breve su strade opposte: anche a causa della crisi dei mutui, la Fed potrebbe abbassare ancora i tassi ufficiali, e la Bce al contrario alzarli per i timori di inflazione.

■ Che fare allora con le obbligazioni? Nelle pagine che seguono i lettori trovano le indicazioni operative da seguire a seconda della propria disponibilità al rischio.

TASSI, SE FED E BCE NON FANNO COPPIA

Ribasso in America e rialzo in Europa? Può succedere. Allora, per chi investe in euro, meglio stare sulle obbligazioni corte e sulle indicizzate. Magari con una scommessina sul dollaro

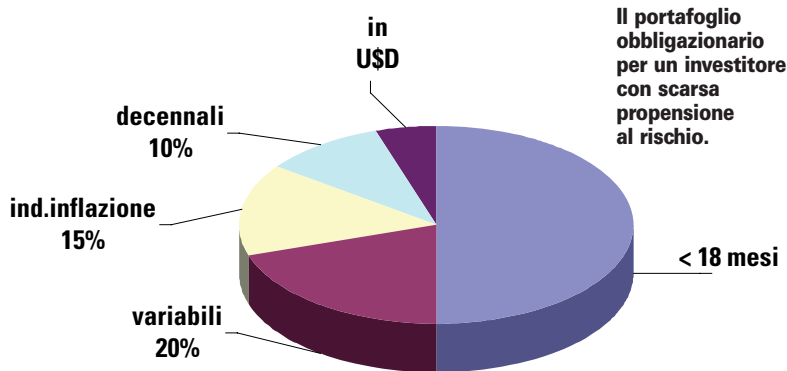
■ di Angelo Drusiani

Sarà l'anno in cui le banche centrali dell'Occidente prenderanno strade differenti? Le politiche monetarie potrebbero rivelarsi ribassiste negli Stati Uniti d'America e - con minore impatto - nel Regno Unito e rialziste in area euro. Se sulla strategia che la Federal Reserve o la Bank of England avrebbero intenzione d'attuare il consenso è molto largo fra gli analisti finanziari, decisamente controverse sono le indicazioni relative alla Banca Centrale Europea. In quest'ultimo caso, la via che porterebbe ai rialzi del tasso di riferimento appare quanto mai ardua da percorrere se, come ci si aspetta, la crescita del prodotto lordo dei Paesi che hanno adottato la moneta unica scenderà dal 2,6% del 2007 al 2% di quest'anno. Il dato relativo all'ipotetico andamento dell'economia nel 2008 rappresenta un'ipotesi moderatamente ottimista, perché molte altre analisi fissano il probabile incremento della produzione di ricchezza tra l'1,5% e l'1,8%.

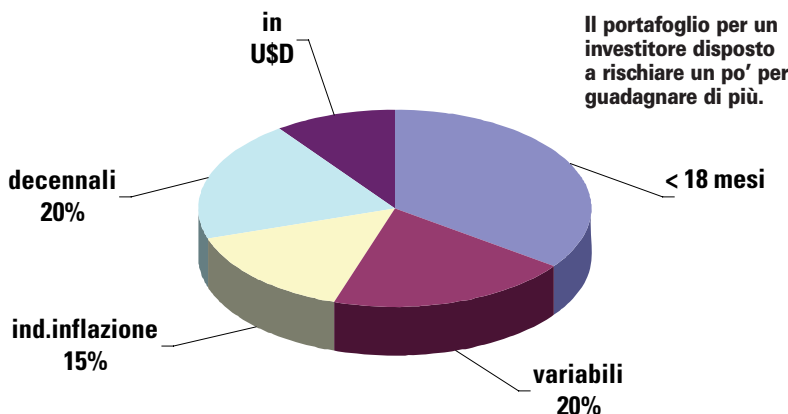
L'EUROPA STA MEGLIO

Perché spingersi a ritenere che l'economia di area euro sarà marginalmente più brillante? Perché molte società che hanno effettuato importanti operazioni di ristrutturazione negli anni passati, beneficeranno ancora di una fase positiva che si riliverà soprattutto da un andamento favorevole degli utili di bilancio. Se gli utili aziendali si mantengono, in media, su livelli alti, come potrebbe accadere per l'anno in corso, due sono gli effetti principali: da un lato, i prezzi di Borsa dovrebbero restare su quotazioni relativamente elevate, per evitare che il rapporto tra prezzo stesso e utili scenda a valori troppo bassi mentre, dall'altro, la redditività

Per chi non vuole rischiare



Per chi è pronto a osare un po'



che potrebbe caratterizzare il ritorno di chi investe in questa tipologia di strumenti sarebbe fortemente concorrenziale con le emissioni obbligatorie, offrendo maggiori opportunità a chi opera in campo finanziario. Ma perché oltre Atlantico, e anche oltre Manica, i tassi ufficiali dovrebbero scendere e in area euro salire? Perché nei due Paesi anglosassoni la politica monetaria viene attuata con molta elasticità e i cali presumibili di questa fase potrebbero trasformarsi in repentini rialzi, se le condizioni economiche dei due paesi dovessero mutare, mentre in area euro la stessa politica assume contorni molto più rigidi, e ogni variazione del tasso di rifinanziamento in pronti contro termine è oggetto di lunga meditazione. Ma la ragione principale, in questa fase, è rappresentata dall'onda lunga dei mutui subprime americani. Essa si è manifestata con maggior vigore sia negli Stati Uniti d'America, con il mancato pagamento degli interessi e la restituzione dei capitali da parte di un elevato numero di debitori, e nel Regno Unito, dove una banca specializzata, quale la Northern Rock, ha richiesto l'intervento pubblico, per evitare guai maggiori. In ambedue i Paesi, si è resa necessaria una politica monetaria da parte delle Banche Centrali a sostegno di situazioni d'incertezza inattese e di portata ben superiore alle ipotesi sia degli analisti sia delle stesse Banche Centrali.

PAURA DI INFLAZIONE

In area euro, dove la situazione si è rivelata meno rischiosa di quanto emerso nelle due realtà anglosassoni, la Banca Centrale Europea ha deciso d'attuare una strategia diversa, evitando aumenti del tasso di riferimento, ma finanziando il sistema bancario. Esso, pur a fronte d'immissione di liquidità, spesso abbondanti, ha vissuto una fase molto delicata e difficile tra novembre e dicembre scorsi, quando il tasso Euribor ha sfiorato il 5%, sia per durate brevi che per durate medie. Il livello è stato raggiunto a causa della difficoltà del sistema bancario stesso di reperire la liquidità quotidiana necessaria per gestire alla chiusura delle

stanze di compensazione. La poche banche che detenevano liquidità la prestavano a tassi crescenti. Si è trattato, in pratica, di un aumento dei tassi mascherato, che, grazie anche a una situazione dei cambi sfavorevole al dollaro americano, ha evitato che la Banca Centrale Europea decidesse di portare il tasso di riferimento al di sopra del 4%, come avrebbe voluto, in assenza di turbative d'origine esterna. Qual è la ragione che spinge ancora la Banca di Francoforte a tenere alta la tensione ed a individuare in una politica restrittiva dei tassi la via maestra? La risposta è, ancora una volta, la dinamica inflazionistica. Se si pensa che, a fine 2007, il tasso d'inflazione d'area euro esprimeva una crescita tendenziale del 3,1%, ci si rende conto che le ragioni della Banca Centrale Europea, per una politica monetaria

“ Perché oltre Atlantico i tassi dovrebbero scendere e in area euro salire? La ragione principale è l'onda lunga dei mutui subprime

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

restrittiva, sono più che fondate. L'inflazione non si manifesta negli Stati Uniti d'America e nel Regno Unito? Si manifesta, eccome, ma le due Banche Centrali hanno privilegiato la difesa dei mercati, largamente danneggiati dalla vicenda dei mutui subprime, preferendo una dinamica dei tassi discendente, suscitando in parte la meraviglia dei puristi della teoria finanziaria, che vede la battaglia contro il costo della vita quale missione fondamentale di ogni Banca Centrale.

Che strategia attuare, nel comparto obbligazionario, per difendere i propri risparmi? In generale, per un investitore che abbia una media propensione al rischio, la quota di strumenti azionari dovrebbe essere ancora limitata al 15-20% del patrimonio, destinando al comparto obbligazionario una percentuale che si spin-

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 OLANDESE
- 2) BANCA OLANDESE
- 3) FERROVIE TEDESCHE
- 4) ASSICURAZIONI
- 5) AUTOMOBILISTICI
- 6) ALIMENTARI/GRANDI MAGAZZINI
- 7) SOCIETÀ TELEFONICA TEDESCA
- 8) PRODUZIONE TABACCO
- 9) SOCIETÀ PETROLIFERA
- 10) STATO SOVRANO
- 11) BEVANDE
- 12) PRODOTTI MEDICI
- 13) STATO SOVRANO
- 14) FINANZA AUTO - STRUMENTO A CEDOLA VARIABILE
- 15) TELEFONIA DANESE
- 16) STATO SOVRANO

FEBBRAIO: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 18-10-2007	REND LORDO	ANNOTAZIONI
XS0293707617	RABOBANK NEDERLAND	4,125	4-04-2012	AAA	99,67	4,21	1
XS0128758785	ABN AMRO BANK	5,625	16-05-2011	AA+	104,06	4,28	2
XS0164831843	DEUTSCHE BAHN FINANCE	4,75	14-03-2018	AA	102,83	4,41	3
XS0097245244	GENERALI FINANCE	4,75	12-05-2014	AA-	102,91	4,21	4
XS0261718653	BMW FINANCE	4,125	24-01-2012	A+	98,06	4,62	5
XS0167864544	CARREFOUR SA	4,375	15-06-2011	A	99,52	4,50	6
XS0210318795	DEUTSCHE TELEKOM	4,00	19-01-2015	A-	93,25	5,07	7
XS0171786287	BRITISH AMERICAN TOBACO	5,125	9-07-2013	BBB+	99,76	5,17	8
XS0202649934	REPSOL FINANCE	4,625	8-10-2014	BBB	95,00	5,46	9
XS0171638330	ROMANIA	5,75	2-07-2010	BBB-	102,25	4,74	10
XS0149165986	ALLIED DOMECQ FINANCE	5,875	12-02-2009	BB+	101,68	4,57	11
XS0240918218	FRESENIUS FINANCE	5,00	21-03-2013	BB	93,64	6,44	12
XS0223369322	REPUBBLICA DI TURCHIA	4,75	6-07-2012	BB-	97,15	5,48	13
XS0202314083	FORD CREDIT EUROPE BANK	5,765	30-09-2009	B+	90,75	7,07	14
XS0146556385	TELEDANMARK AS	6,50	19-04-2012	B	99,00	6,77	15
XS0250883013	REPUBBLICA LIBANESE	5,875	12-04-2012	B-	93,75	7,65	16

ge fino all'85%, un valore particolarmente elevato. A sua volta, la componente obbligazionaria dovrebbe privilegiare le emissioni con durata non particolarmente lunga, perché i timori d'inflazione progressiva potrebbero avere effetti negativi sui prezzi di mercato degli strumenti a media e lunga durata.

DECENNALI A RISCHIO?

Se si percepisce che la politica della Banca Centrale Europea dovesse essere ancora orientata al rialzo del tasso di riferimento, le quotazioni dei titoli decennali, in particolare, ma anche quelle delle emissioni con durate simili, sarebbero a rischio: ad ogni aumento di un punto dei rendimenti di mercato, il prezzo di mercato dei titoli con scadenza a dieci anni scende, in media, di circa 7,5 punti. Le probabilità che la Bce decida d'attuare una simile politica sono modeste, anche se la difesa del costo della vita è la missione della Banca stessa. Per i più prudenti, solo all'indomani di eventuali incrementi del tasso di riferimento, quando il mercato avrà percepito che la dinamica inflazionistica è sotto controllo, si potrà pensare che per i titoli a lunga durata sarà tornato il sereno e sarà di nuovo tempo d'immetterli in portafoglio. Per costoro, questo è ancora il tempo di rivolgersi a strumenti brevi, entro 18 mesi di durata, o ad emissioni con cedole indicizzate ai tassi d'interesse, quali il rendimento dei Bot o il tasso Euribor, ambedue prevedibilmente ancora espressione di livelli medio alti.

Al rendimento del Bot sono ancorate le cedole dei Cct; titoli emessi dal Tesoro italiano, mentre al tasso Euribor, sia trimestrale, sia semestrale, sono collegate le cedole di molte emissioni societarie. Spicca, negli ultimi tempi, il collocamento settennale dell'Enel, che offre un rendimento alto, pur a fronte di un grado d'affidabilità interessante. Interessanti appaiono pure, in questa fase, le emissioni pubbliche con cedola e capitale indicizzati all'inflazione d'area euro, con l'esclusione dell'incremento del costo del tabacco. Non che il loro rendimento, a termine, sarà poi di gran lunga superiore a quello dei ti-

toli con analoga durata, ma il loro dinamismo consente comunque il recupero di gran parte del costo della vita maturato, nel periodo in cui si è investito in questa tipologia di strumenti. L'investitore che gode di una discreta dose di propensione al rischio può scegliere d'immettere in portafoglio, oltre ad obbligazioni con durata decennale, confidando in una politica monetaria espansiva da parte delle Banche Centrali, anche titoli denominati in valute diverse dall'euro. Le obbligazioni espresse in dollari americani potrebbero rappresentare una valida alternativa alla quota di emissioni in euro? Forse sì, perché è improbabile che il valore della moneta degli Stati Uniti d'America perda ancora terreno, per l'intero arco del 2008, e lo faccia in misura sensibile. A farle guadagnare terreno potrebbe essere l'esito delle elezioni presidenziali americane, fissate ad inizio novembre prossimo. Se dovesse uscire vincitore dal voto il Partito Democratico, è tradizione che la valuta si rafforzi, perché è tipico della politica di quel partito presentare la forza della nazione, anche attraverso un rapporto di cambio che eviti le cadute che il dollaro americano ha patito in questi ultimi anni.

DOVE OSARE

Il comparto obbligazionario, per un portafoglio a propensione al rischio medio alta, potrebbe essere investito al 20% in emissioni lunghe, perché l'ipotesi di aumento dei tassi potrebbe rivelarsi inconsistente, 20% in strumenti a cedola variabile, indicizzata ai tassi di mercato, 35% in obbligazioni a tasso fisso con durata massima 18 mesi, 15% in strumenti indicizzati all'inflazione e quota restante in emissioni brevi denominate in dollari americani.

La quota a rischio, in questo caso, corrisponderebbe al 30% del portafoglio, sommando sia la parte destinata ai titoli decennali, sia quelle destinata alle emissioni in valuta diversa dall'euro. D'altra parte, senza l'assunzione di alcun tipo di rischio, il rendimento a scadenza sarebbe di poco superiore al tasso d'inflazione che potrebbe manifestarsi nel corso di quest'anno. ■

“ Le obbligazioni in dollari americani potrebbero rappresentare una valida alternativa alla quota di emissioni in euro? Forse sì, perché è improbabile che il valore della moneta degli Usa perda ancora terreno, per l'intero arco del 2008, e lo faccia in misura sensibile ”