

Focus

■ La fase di grande incertezza sui mercati, che ha colpito soprattutto le banche, potrebbe essere superata. Restano però le incertezze sull'andamento delle economie.

■ E' probabile che la Banca centrale europea, sinora impegnata a contrastare l'inflazione, si trovi tra qualche mese, forse a inizio 2009, nella necessità di dover sostenere comunque l'economia tagliando i tassi di interesse così come ha fatto la Fed negli Usa.

■ Sul fronte obbligazionario sarebbero favoriti i titoli a tasso fisso a scadenza medio lunga.

■ Anche i cassetisti possono cominciare allora a mettere in portafoglio scadenze medio-lunghe, privilegiando i più sicuri titoli di Stato.

TENERSI PRONTI PER TASSI PIU' BASSI

Come impostare i portafogli in vista della riduzione del costo del denaro che la Bce potrebbe decidere a inizio 2009.

I cassetisti possono cominciare a investire su scadenze medio-lunghe. I titoli da privilegiare e il reinvestimento delle cedole

■ di Angelo Drusiani

Potremmo essere al termine di una fase d'incertezza che ha colpito soprattutto il comparto bancario, sia sul mercato azionario, sia su quello obbligazionario. D'ora in avanti, forse, sarà stata risolta la problematica relativa ai bilanci di molte banche e alle perdite che nei loro portafogli hanno prodotto la presenza di obbligazioni strutturate. Ma resteranno immutate le attese sul futuro delle economie mondiali, in particolare di quelle occidentali, Stati Uniti in testa. Se la Federal Re-

serve ha già da tempo dato vita ad una politica espansiva, in materia di tassi, per la Banca Centrale Europea si apriranno spazi analoghi, a partire, probabilmente, da inizio 2009, quando, ahinoi, anche in area euro i segnali di rallentamento economico si faranno sempre più sensibili. Se il prodotto lordo tenderà a crescere in misura sempre più modesta, anche la Banca Europea, forse, sacrificherà il mito inflazione ad un aiuto indiretto al ciclo produzione - consumi. Cosa significa, per il risparmiatore, dover convivere con una simile situazione, se, in effetti, essa si mani-

Questi rendono e sono affidabili

TITOLI	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO	REND. LORDO	
DE0001040509	LAND BADEN-WUERTTEMBERG	4,25	4-01-2018	AA+	97,95	4,51
IT0004273493	BTP	4,50	1-02-2018	A+	99,52	4,45
BE0000312216	REGNO DEL BELGIO	4,00	28-03-2018	AA+	96,48	4,46
FR0000474652	COMPAGNIE FINANCEMENT FONCIER	4,50	16-05-2018	AAA	97,98	4,76
XS0170343247	ENEL	4,75	12-06-2018	A-	96,50	5,25
XS0260024277	REPUBBLICA DI GRECIA *	4,768	5-07-2018	A	100,86	4,82
XS0173501379	BMW FINANCE	5,00	6-08-2018	A+	98,90	5,18
IE00B28HXX02	MINTESORO IRLANDA	4,50	18-10-2018	AAA	100,16	4,49
GR0138001673	REPUBBLICA DI GRECIA	4,50	20-09-2037	A	88,99	5,23
PTOTE50E0007	MINTESORO PORTOGALLO	4,10	15-04-2037	AA-	87,44	4,91
XS0205935470	ROYAL BANK OF SCOTLAND **	5,50	PERPETUAL	A	83,00	6,72
XS0120282610	SAN PAOLO IMI ***	8,126	PERPETUAL	A	102,32	8,12

* Cedola indicizzata a tasso euribor semestrale maggiorata di 9 centesimi

** Opzione call a favore dell'emittente al 31-12-09 per imborso a 100

*** Quota minima 100mila euro-10/11/2010: opzione call a favore emittente o cedola diverrà variabile, indicizzata a tasso euribor 12 mesi maggiorata di 3,50 punti

“ Se nel comparto azionario i titoli da privilegiare sono quelli meno difensivi, in quello obbligazionario la scelta è abbastanza ampia, perché abbraccia in pratica tutte le scadenze, da quelle più brevi a quelle più lunghe ”

festerà nei prossimi mesi? Se anche la Banca Centrale Europea deciderà d'attuare una strategia più elastica, riducendo il tasso di riferimento di un punto, entro la prima metà del prossimo anno, ne beneficeranno, nell'ordine: 1) le aziende, che potranno finanziare i propri investimenti a costi inferiori; 2) chi ha sottoscritto mutui, che dovrebbe pagare rate di rimborso minori, rispetto a quelle odierne; 3) gli investitori, che potrebbero essere gratificati sia sui mercati azionari, con i listini gradualmente al rialzo, grazie alle migliori prospettive societarie, grazie al calo dei tassi, sia sui mercati obbligazionari, in virtù della nuova fase ribassista dei rendimenti, in linea con il calo dei tassi della Bce. Se nel comparto azionario i settori da privilegiare sono quelli meno difensivi, che avrebbero dov-

to sostenere i mercati nelle fasi più difficili, in quello obbligazionario la scelta è abbastanza ampia, perché abbraccia, in pratica, tutte le scadenze, da quelle più brevi a quelle più lunghe. In particolare, i prezzi di queste ultime dovrebbero beneficiarne in misura più rilevante, soprattutto in un primo tempo, grazie alla loro maggiore volatilità, quando l'intera curva dei rendimenti stessi tende a portarsi su livelli via via inferiori.

STRATEGIA DI GESTIONE

Successivamente, quando il calo dei tassi avrà raggiunto la punta minima, forse a metà 2009, occorrerà monitorare con molta attenzione l'andamento dei prezzi degli strumenti obbligazionari, perché su di loro potrebbe aleggiare nuo-

La scala del Rating

S&P	MOODY'S	QUALITÀ DELL'EMITTENTE	
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	■

vamente il rischio inflazione, supportato dal precedente calo dei tassi, che, in teoria, dovrebbe favorire una ripresa dei consumi e, di conseguenza, un aumento dei prezzi al dettaglio. A fronte di questa prospettiva dei mercati obbligazionari, chi disponga di liquidità o chi sia alla vigilia del rimborso d'investimenti effettuati tempo addietro potrebbe valutare, fin d'ora, la possibilità di riprendere ad immettere in portafoglio emissioni con durata medio lunga, sia in ottica di trading, cercando di sfruttare dapprima i prezzi di mercato inferiori e poi quelli più elevati, comprando prima e vendendo poi, sia in ottica di lungo o lunghissimo periodo. Il cassetista rappresenta una figura molto diffusa tra i risparmiatori che investono in strumenti obbligazionari,

perché essi sogliono attribuire alla loro strategia una finalità ben delineata, che consiste nell'integrare le entrate finanziarie prodotte o dagli stipendi o dalle pensioni o dalla riscossione di affitti d'immobili. Per dar vita ad una politica di portafoglio di questo tipo, sarebbe consigliabile assegnarsi una disciplina abbastanza ferrea: in primis, diversificare gli emittenti, per ridurre il potenziale rischio default. In secondo luogo, immettere in portafoglio titoli con flusso cedolare mensile cadenzato, scegliendo più mesi nei quali riscuotere gli interessi. In terzo luogo, attribuire un peso rilevante agli strumenti più facilmente liquidabili, in particolare titoli governativi, anche se producono rendimenti inferiori. Alla base di questa strategia, due caratteristiche di

gestione irrinunciabili: la scelta del grado d'affidabilità, modellato a seconda della personale propensione al rischio, e un'attività paradosalmente dinamica, pur nella scelta di essere un investitore cassetista. Dinamismo che non consiste nell'acquisto e nella vendita degli strumenti obbligazionari anche più volte, movimentazione che dovrebbero porre in atto soprattutto gli amanti del trading, ma nella particolare cura da dedicare alla maturazione delle cedole. Che cosa significa curare il flusso cedolare? Evitare che la liquidità si disperda in mille rivoli, ma finisca direttamente nell'acquisto di una quota parte dello strumento che ha generato la liquidità stessa. Destinare il flusso per interessi al reinvestimento nel prodotto finanziario da

MAGGIO: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 18-10-2007	REND LORDO	ANNOTAZIONI
INVESTMENT GRADE SUPERIORE							
XS0276299541	BANCA EUROPEA INVESTIMENTI	3,75	24-11-2010	AAA	99,00	4,20	
XS0110073177	ABN AMRO BANK	6,00	14-04-2010	AA+	101,81	5,01	
XS0112278303	ENI	6,125	9-06-2010	AA	102,74	4,76	
XS0176128675	AVENTIS	4,25	15-09-2010	AA-	98,46	5,01	
XS0230243221	BMW USA	2,75	8-02-2010	A+	95,37	4,86	
DE0001049070	COMMERZBANK	6,125	25-10-2010	A	102,30	5,14	
XS0210319090	DEUTSCHE TELEKOM	3,25	19-01-2010	A-	97,54	4,76	
FR0000471724	SAINT GOBAIN	5,00	16-04-2010	BBB +	99,08	5,51	
FR0010176024	VIVENDI	3,625	6-04-2010	BBB	95,81	5,99	
XS0178322128	KINGFISHER	4,50	21-10-2010	BBB-	92,34	8,01	
XS0140280644	AHOLD FINANCE	5,875	14-03-2012	BB+	99,41	6,04	
XS0134398188	FRESENIUS MEDICAL	7,375	15-06-2011	BB	103,50	6,14	
XS0132229088	REPUBBLICA DEL VENEZUELA	11,125	25-07-2011	BB-	102,00	10,33	
XS0191794782	TUI	6,625	16-05-2011	B+	99,68	6,74	
XS0146556385	TELEDENMARK	6,500	19-04-2012	B	99,00	6,79	
XS0171942757	GENERAL MOTORS	7,25	3-07-2013	B-	83,50	11,73	

cui prende vita il flusso stesso consente, da un lato, di rispettare il dettato del calcolo del rendimento a scadenza dell'obbligazione acquistata, ma, soprattutto, permette al valore del capitale di rivalutarsi. Rivalutazione che assume contorni tanto più importanti, quanto più lunga è la durata dello strumento finanziario.

OCCHIO ALL'INFLAZIONE

In assenza di questa strategia che potrebbe accadere? Si riscuoterebbe, alla scadenza dell'emissione presente in portafoglio, lo stesso valore nominale sottoscritto all'atto dell'acquisto, con un potere d'acquisto sensibilmente ridotto. Si pensi, ad esempio, ad un titolo obbligazionario con durata dieci anni, nel corso dei quali l'inflazione salga, mediamente, del 2% all'anno, anche se l'ipotesi appare poco realistica se si considerano i costi dell'energia. Basta un calcolo terra terra per rilevare che in questo arco temporale, la capacità d'acquisto è scesa almeno del 20%, ma in realtà si tratta di un calo superiore, se si conteggia l'inflazione complessiva con il metodo dell'interesse composto. Se non si saranno reinvestite le cedole e il capitale nominale sarà invariato, rispetto a dieci anni prima, quel valore varrà l'80% del patrimonio investito all'atto dell'acquisto. La situazione peggiora, naturalmente, se la durata del prestito è di 15 o di 30 anni, perché la perdita di valore sale in misura molto più accentuata. Si rischia, in quest'ultimo caso, di lasciare sul terreno almeno il 50% del valore del capitale. Operativamente, la diversificazione del portafoglio è più facilmente adattabile a capitali importanti, a partire da 50 mila euro, con punte sempre più interessanti, se la somma da gestire supera il milione di euro. In quest'ultimo caso, in particolare, è possibile scegliere tra più offerte, miscelando opportunamente titoli governativi e societari, assecondando la propria capacità di rischiare. In ogni caso, la presenza di emissioni pubbliche facilita la strategia da attuare, perché l'investimento di capitali non elevati, se il flusso per interessi fosse contenuto, risulta più

semplice su strumenti governativi, dal momento che molti di loro sono scambiati su listini ufficiali. Per le emissioni societarie, ci si affida ai prezzi informativi delle pagine d'importanti network, che, a volte, non trattano importi considerati poco remunerativi per la loro attività di compravendita. Se l'investitore opta per una scadenza molto lunga, trentennale o cinquantennale, il grado d'affidabilità assume un ruolo rilevante, perché il debitore, in un simile arco temporale, può convivere con fasi anche complesse, che lo portano a vedersi ridurre il rating stesso. Peraltro, molte emissioni pubbliche offrono buoni livelli di cedola, per scadenze lontane e, al fine di ridurre la rischiosità dell'investimento, può essere consigliabile rinunciare ad una redditività teoricamente superiore, avendo comunque come risultato ipotetico un ritorno reddituale tutt'altro che disprezzabile.

SEGUIRE LE CEDOLE

La cura del proprio patrimonio, anche nel caso in cui si scelga di non movimentare il portafoglio di cui si dispone, induce il risparmiatore ad attivarsi per sviluppare una gestione non particolarmente dinamica, ma particolarmente attenta. Egli dovrà seguire con attenzione le valute d'accredito dei flussi cedolari, per investire la liquidità che verrà generata, in modo tale da non lasciare depositata in conto corrente, spesso a interessi vicini allo zero, la somma trasferitagli dall'emittente di obbligazioni. Se il patrimonio è cospicuo, è possibile dovere intervenire ogni mese, per reinvestire il flusso per interessi: in questo caso, la gestione assume una figura dinamica non certo trascurabile, di poco inferiore a quella messa in atto da chi sceglie la strategia di trading. Diversa è la situazione dei patrimoni minori. In questi casi, ci si deve affidare, molto spesso, ad un solo debitore, per evitare un frazionamento eccessivo e poco produttivo del portafoglio, visti i costi accessori legati all'acquisto di strumenti obbligazionari. La scelta consigliabile è quella di un affidabile Paese di area euro, ■

//
... la diversificazione del portafoglio è più facilmente adattabile a capitali importanti, a partire da 50 mila euro, con punte sempre più interessanti se la somma da gestire supera il milione di euro. In quest'ultimo caso è possibile scegliere tra più offerte, miscelando opportunamente titoli governativi e societari //