

# IN CONTROPIEDE CON I BOND BANCARI

**Focus**

■ Il coinvolgimento delle maggiori banche mondiali nella crisi dei mutui americani ha provocato una caduta dei prezzi, e quindi una salita dei rendimenti, delle loro emissioni obbligazionarie quotate sul mercato.

■ Al momento non risultano casi di banche che abbiano subito un abbassamento del rating (grado di affidabilità) come emittenti di obbligazioni.

■ Se si ha voglia di rischiare un po' per guadagnare di più si può mettere nel portafoglio obbligazionario una quota di emissioni bancarie. Il consiglio è di arrivare al massimo al 10% del portafoglio stesso.

La crisi dei mutui ha fatto scendere i prezzi (e quindi salire i rendimenti) delle emissioni dei colossi del credito. Per chi vuole approfittarne il momento è adesso. Vantaggi, rischi e consigli

■ di Angelo Drusiani

La lunga e complessa vicenda che ha caratterizzato i mercati finanziari, a partire da agosto scorso, ma con un accenno improvviso quanto di breve durata, a febbraio 2007, ha creato non pochi scompensi. Alle economie occidentali, perché s'è temuto un calo di fiducia da parte dei consumatori, con inevitabili riflessi sull'incremento del prodotto lordo. Ai mercati azionari, che, sull'ipotesi di un ridimensionamento della crescita economica, hanno visto i listini peggiorare anche con oscillazioni rilevanti. Ai titoli obbligazionari, perché se la crescita economica rallenta, il rischio di vedere il grado d'affidabilità scendere spinge i rendimenti al rialzo e le

quotazioni in senso opposto. Alle emissioni bancarie, in particolare, perché i contraccolpi sui bilanci di alcuni grandi istituti di credito, causati dai citatissimi mutui subprime, sono tutt'altro che positivi e, forse, i dati negativi non sono ancora emersi completamente. A qualche comparto del mercato, anzi ad uno solo, un contributo positivo è giunto dalla vicenda dei mutui americani: si tratta del mercato dei titoli governativi, che, come già accadde in passato, sono divenuti una sorta di bene rifugio. Il loro grado d'affidabilità, l'enorme liquidità che caratterizza il mercato secondario li rendono strumenti adatti a qualunque tipologia d'investitore. Dal risparmiatore tradizionale al portatore di liquidità internazionale l'interesse

## Si può scegliere tra questi

TITOLI	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 19-02-2012	REND. LORDO YLD_YTM_MID	
US617446HE26	MORGAN STANLEY	5,75	2-04-2013	AA- *	101,19	4,61
DE0001848083	COMMERZBANK	4,25	26-10-2013	A	100,40	3,73
US172967BZ30	CITIBANK	3,875	22-05-2014	AA3 **	98,94	4,37
XS0173290148	GOLDMAN SACHS	4,25	5-08-2014	AA-	100,11	4,19
XS0271352691	NORTHERN ROCK ***	3,875	19-10-2015	AAA	97,55	4,61
DE000DB5S501	DEUTSCHE BANK ***	4,875	25-09-2016	AA	101,53	4,39
XS0341224151	UBS LONDON	4,875	22-01-2017	AA	101,36	4,56
XS0185030698	UNICREDIT ***	4,375	11-02-2018	A+	97,55	4,73

\* OUTLOOK NEGATIVO  
\*\* RATING DI MOODY'S  
\*\*\* QUOTA MINIMA 50MILA EURO

Una selezione di obbligazioni bancarie internazionali consigliate.

per un prodotto a caratteristiche semplici e che offre rendimenti inferiori a strumenti concorrenziali, ma che espongono solamente al rischio tassi (inevitabile, peraltro) è lievitato, convogliando gran parte dell'attività che, quotidianamente, ha luogo sui mercati delle obbligazioni.

### OPPORTUNITÀ

Se uno o più strumenti finanziari finiscono sotto pressione, sui mercati, si aprono quasi sempre buone opportunità d'investimento, a condizione che l'investitore stesso disponga di un discreto grado di propensione al rischio. Il calo dei prezzi di mercato non è mai frutto di sola speculazione, anche se questa esercita un peso non trascurabile sulle quotazioni sia dei titoli azionari, sia di quelli obbligazionari, sia, soprattutto, sui rapporti di cambio tra le diverse monete. Una diminuzione generalizzata del valore di taluni strumenti, in questo caso delle obbligazioni bancarie, è un campanello d'allarme per quel comparto. Sta a significare che, nell'arco temporale che si sta attraversando, le aziende di quel settore si trovano in una fase d'incertezza. Le ragioni sono note: nei portafogli di molte grandi banche sono presenti obbligazioni strutturate, le cui cedole future e la cui data di scadenza dipendono, in parte, anche dalla vita dei mutui subprime. Se chi ha contratto questa tipologia di mutui non è in grado di rispettare gli impegni sottoscritti a suo tempo, anche i prestiti strutturati ad essi collegati si troveranno nell'impossibilità di rispettare i propri impegni. Da qui a vedere i prezzi scendere a livelli bassissimi è bastato pochissimo tempo. La presenza nei portafogli di molte banche internazionali di queste forme d'investimento, spesso in misura rilevante, ha portato a svalutazioni importanti dei patrimoni aziendali, colmati, in alcuni casi, dall'intervento dei fondi sovrani, sia dell'Oriente asiatico, sia del mondo arabo. La risoluzione dell'intricata vicenda ha luogo in forma graduale, per consentire agli organismi interni di valutare gli effetti della presenza di questi strumenti e agli investitori internazionali di decidere se sia opportuno in-

tervenire, dirottando una parte delle proprie risorse ad aziende bancarie dotate di grande esperienza e di fortissima penetrazione nei mercati finanziari. Da agosto ad oggi sono trascorsi ormai otto mesi, nel corso dei quali la Banca Centrale degli Stati Uniti ha ridotto in forma tutt'altro che graduale i tassi, sia quello di sconto, sia quello di riferimento, mentre la Banca Centrale Europea evita d'intervenire, perché vigila più sulla dinamica inflazionistica che sulle prospettive dei mercati. Ai quali, almeno in forma apparente, sembra essere del tutto indifferente. Nonostante ciò, è abbastanza improbabile pensare che la Banca di Francoforte possa mantenere il tasso di rifinanziamento al 4%, se la Federal Reserve dovesse ridurre il tasso di riferimento al 2,50%, entro giugno prossimo. Sostanzialmente, la

“ Se uno o più strumenti finanziari finiscono sotto pressione si aprono quasi sempre buone opportunità di investimento ”

### La scala del Rating

S&P	MOODY'S	QUALITÀ DELL'EMITTENTE
<b>Investment Grade Superiore</b>		
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	
<b>Investment Grade Inferiore</b>		
BBB+	BAA1	EMITTENTE CON ADEGUATA CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI DEBITORI
BBB	BAA2	
BBB-	BAA3	
<b>Non Investment Grade</b>		
BB+	BA1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI È MINORE DEGLI INVESTMENT GRADE
BB	BA2	
BB-	BA3	
<b>Non Investment Grade Inferiore</b>		
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

curva dei rendimenti dovrebbe subire una tendenza ribassista anche in area euro, in prospettiva, anche se in forma meno accentuata di quanto lo facci quella americana. Vi sono molte ragioni che inducono a ritenere che la vicenda dei mutui subprime americani s'avvierà ad una conclusione, non certo indolore per i danni finanziari che ha provocato in questi mesi, grazie alla tempestività con cui la Federal Reserve ha mutato la politica monetaria da restrittiva ad espansiva. Le critiche mosse da più parti, secondo le quali in una fase d'inflazione non completamente sotto controllo non sarebbe opportuno abbassare il livello dei tassi d'interesse, si scontrano con chi ritiene che la salvaguardia degli investitori sia altrettanto importante della salvaguardia dei consumatori, che, spesso, sono investitori essi pure.

## 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) FINANZIARIA CASA  
AUTOMOBILISTICA
- 2) RAFFINAZIONE  
E COMMERCIO PETROLIO
- 3) FORNITORE ELETTRICITÀ
- 4) SOCIETÀ CHIMICA
- 5) PRODUZIONE COMPUTER
- 6) FORNITORE ELETTRICITÀ
- 7) SOCIETÀ TELEFONICA
- 8) FINANZIARIA CASA  
AUTOMOBILISTICA
- 9) FORNITORE ELETTRICITÀ
- 10) PRODUTTORE CEMENTO
- 11) ALIMENTARI
- 12) COSTRUZIONI VARIE  
(TRENI-AEREI,ETC.)
- 13) IMPIANTI TELECOMUNICAZIONI
- 14) FINANZIARIA CASA  
AUTOMOBILISTICA
- 15) PRODOTTI PER EDILIZIA
- 16) CASA AUTOMOBILISTICA

## MARZO: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 18-10-2007	REND LORDO	ANNOTAZIONI
XS0162394299	TOYOTA MOTOR CREDIT	4,00	12-02-2010	AAA	100,60	3,58	1
XS0095768437	BURMAH CASTROL	4,875	31-03-2009	AA+	101,13	3,73	2
XS0096998561	TOKYO ELECTRIC POWER	4,375	14-05-2009	AA	100,30	3,99	3
DE0008846718	BASF	3,50	8-07-2010	AA-	99,25	3,68	4
XS0212050792	IBM CORPORATION	3,00	8-02-2010	A+	98,15	3,99	5
XS0148578262	E.ON INTERN. FINANCE	5,75	29-05-2009	A	101,83	4,15	6
FR0010245548	FRANCE TELECOM	3,00	14-10-2010	A-	96,70	4,14	7
XS0234263076	DAIMLERCHRYSLER CANADA	3,625	10-11-2010	BBB+	97,68	4,49	8
XS0179091425	A2A (ex AEM Milano)	4,875	30-10-2013	BBB	101,21	4,62	9
XS0342136313	HEIDELBERGCEMENT FINANCE	6,375	25-01-2012	BBB-	101,01	6,07	10
XS0140280644	AHOLD FINANCE	5,875	14-03-2012	BB+	101,38	5,48	11
XS0273988393	BOMBARDIER a)	7,25	15-11-2016	BB	96,25	7,85	12
FR0000492092	ALCATEL-LUCENT	4,375	17-02-2009	BB-	97,75	6,64	13
XS0282593440	FORD CREDIT EUROPE BANK b)	7,125	16-01-2012	B+	83,00	12,83	14
XS0282457349	GROHE HOLDING c)	7,451	15-01-2014	B	80,00	11,83	15
XS0171942757	GENERAL MOTORS	7,25	3-07-2013	B-	84,80	11,07	16

### QUALI BANCHE

Quali banche scegliere e di quale propensione al rischio si deve essere portatori, per intervenire ora sul mercato obbligazionario? I rischi per chi sottoscrive obbligazioni bancarie, in questa fase, potrebbero essere di natura duplice, oltre, naturalmente, a quello classico legato alle prospettive sui tassi: da un lato, è teoricamente possibile assistere al calo del rating di qualche società, da parte delle Agenzie specializzate, nel caso dovessero emergere svalutazioni del patrimonio consistenti, mentre, dall'altro, ci si può trovare dinanzi a strumenti che evidenziano pochi scambi sul mercato secondario, sia in virtù di prestiti collocati per importi non rilevanti, sia a causa delle incertezze sui dati di bilancio che inducessero chi propone prezzi in acquisto o in vendita a limitare la propria attività sul mercato stesso. I nomi più interessanti sono di natura internazionale e fanno riferimento a debitori di origine anglosassone e dell'Europa d'area euro, Italia compresa. Citibank, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Northern Rock, UBS, Commerzbank. Deutsche Bank, Unicredito Italiano, Intesa San Paolo sono solo alcuni dei nomi di istituti bancari, tra i più noti, ma anche e soprattutto tra quelli che hanno collocato un numero maggiore di prestiti attualmente scambiati sul mercato secondario. Alcune di questa banche sono state interessate, a fine dello scorso anno, da importanti svalutazioni e hanno aperto i propri capitali all'ingresso dei fondi sovrani orientati o arabi. Grazie a questi interventi di fonte estera, al momento non si sono riscontrati casi di diminuzione del grado d'affidabilità. Al tempo stesso, a prescindere da quest'ultima situazione, i rendimenti che queste aziende offrono, per accedere al mercato del risparmio, sono saliti ed è per questa ragione che i loro strumenti sono divenuti maggiormente redditizi, a fronte, naturalmente, delle ipotesi di rischiosità ricordate.

Quale peso attribuire a questo comparto obbligazionario? La misura è legata, anche in questo caso, alla propensione al rischio dell'investitore, al suo desiderio di esporre una parte del capitale ad una rischiosità teoricamente superiore a quella che assumono, acquistando titoli governativi d'area euro. Se il risparmiatore è un ex Bot people, la quota da attribuire al comparto finanziario, a quello bancario, in particolare, potrebbe essere molto bassa, non superiore al 2,50% del patrimonio, anche se non si può non far notare che una simile presenza risulterebbe pressoché ininfluenza sulla redditività complessiva del portafoglio.

### ANCHE IL 10%, MA DIVERSIFICANDO

Se aumenta la propensione al rischio, il comparto bancario può arrivare ad essere presente nella misura del 5% e del 10%, se la propensione stessa è di livello medio o di livello alto. Vi è una seconda indicazione, in relazione alla strategia da seguire: la diversificazione. Fatta eccezione per la quota pari al 2,50% del patrimonio, che dovrebbe caratterizzare chi di voglia di rischiare ne ha pochissima, per le altre due opzioni, sarebbe opportuno investire in due o più debitori, al fine di suddividere ulteriormente il teorico rischio emittente. Una quota che oscilla tra il 2 e il 3% offre una buona protezione, nel caso di rating in calo, e, al tempo stesso, sommando i diversi debitori, s'ottiene un peso complessivo in grado di forzare la redditività teorica del portafoglio obbligazionario o del comparto obbligazionario di un portafoglio bilanciato. Per sommare prudenza alla prudenza, l'acquisto dei titoli bancari può essere tatticamente effettuata in forma graduale, modulando la tempistica, al fine di cogliere eventuali occasioni favorevoli. Forse, in questa fase, potrebbe non essere opportuno attendere tempi lunghissimi, perché, se mutano le aspettative, i prezzi di questi titoli potrebbero rapidamente salire! ■

**“ Citibank,  
Goldman  
Sachs, Morgan  
Stanley, Merrill  
Lynch,  
Northern Rock,  
UBS,  
Commerzbank,  
Deutsche  
Bank,  
Unicredito,  
Intesa  
Sanpaolo sono  
solo alcuni  
dei nomi  
di istituti  
bancari  
che hanno  
collocato  
un numero  
maggiore  
di prestiti  
attualmente  
scambiati  
sul mercato  
secondario ”**