

Focus

GUADAGNARE CON IL TRADING SUI CORPORATE

La differenza di rendimento in più delle obbligazioni societarie rispetto ai titoli di Stato si era ridotta quasi a zero. Ma ora è possibile che il divario torni ad allargarsi. Ecco quando e come approfittarne

■ Nonostante il diverso livello di affidabilità, il rendimento delle obbligazioni societarie (corporate), si era avvicinato moltissimo a quello delle molto più sicure emissioni governative.

■ Ma ora, anche per i timori che riguardano le emissioni di alcune grandi case automobilistiche, in particolare la General Motors in difficoltà, sul mercato il differenziale sta gradualmente riaumentando. E nei prossimi mesi è probabile che si possa tornare ad uno scarto di rendimento significativo tra titoli societari e titoli di Stato.

■ Chi affronta il mercato da trader, cioè è disposto a correre un certo rischio per provare a guadagnare di più, avrà di fronte, proprio per i movimenti dei rendimenti che incideranno di conseguenza sui prezzi dei titoli, molte occasioni di compravendita di obbligazioni corporate.

■ Nelle pagine che seguono i lettori trovano, oltre all'analisi del mercato, le indicazioni operative per decidere quando è il momento di acquistare.

■ di Angelo Drusiani

Non saranno solo i rendimenti delle obbligazioni societarie a puntare verso l'alto, perché sorte analoga toccherà anche alle emissioni pubbliche. Sembra inevitabile che, soprattutto per le scadenze ravvicinate, la tendenza rialzista dei tassi caratterizzerà i prossimi dodici mesi. Un'accentuazione molto meno sensibile la si dovrebbe rilevare per le scadenze medio lunghe, a partire dagli strumenti con durata minima cinque anni, per proseguire verso i prodotti con data di rimborso a dieci e oltre. Su questi prestiti i timori che l'inflazione possa avere riflessi negativi nei prossimi anni vanno via via diminuendo, sia perché i rialzi dei tassi a breve hanno l'effetto di ridurre la spinta rialzista dei prezzi al dettaglio, sia perché, e questa ipotesi sta prendendo forza negli ultimi tempi, non vi sarebbero grandi spazi di crescita per le economie occidentali.

OCCIDENTE AL TRAINO DI CINA E INDIA

L'area orientale, con Cina e India in testa, segnerà un altro punto a proprio favore, perché il prodotto lordo, nei due paesi asiatici, dovrebbe sali-

re, nel 2006, rispettivamente, dell'8,9% e del 7,5%. Ancora per quest'anno, l'area euro, il Regno Unito, gli Stati Uniti, la Russia e altri paesi importanti saranno al traino di Pechino e Delhi, due locomotive lanciate su binari ad altissima velocità. Se queste indicazioni troveranno conferma, all'Occidente non resterà che fare da comparsa, limitandosi, per ora, ad essere una delle tante carrozze, a rimorchio di un'area dell'Oriente sempre più aggressiva. Ne deriveranno effetti negativi sui consumi delle famiglie, preoccupate non solo per la crescita contenuta della ricchezza, ma soprattutto del fatto che, in futuro, gli spazi per un aumento dei redditi si faranno sempre più angusti.

Per i rendimenti dei titoli pubblici, è abbastanza probabile si possa assistere ad un'altalena di valori, con tassi crescenti nel breve termine e tassi di nuovo in discesa, forse già a partire dal prossimo inverno. Solo orientata verso l'alto, viceversa, dovrebbe risultare la fase dei tassi a carico degli emittenti societari. Una disparità di trattamento? Un percorso accidentato? Nessuna meraviglia: il rendimento che i prestiti obbligazionari emessi da case automobilistiche, da aziende telefoniche,

da società di servizi o da banche, ma anche da aziende alimentari o da società di trasporti o da emittenti che appartengono ad altri comparti produttivi è diminuito eccessivamente negli ultimi anni, portando il differenziale di tasso nei confronti dei titoli pubblici a valori troppo bassi. All'atto pratico, il minor grado d'affidabilità, che generalmente caratterizza le emissioni societarie, non ha più prodotto gli effetti tipici attribuibili agli strumenti a minor rating, fatta eccezione per alcuni casi circoscritti. Investire in titoli pubblici o in prestiti societari è stato, per gran parte del 2004 e per parte del 2005, quasi indifferente, a livello di ritorno reddituale, mentre ben diversa era l'affidabilità del prodotto acquistato.

PRIMA RENDEVANO BEN PIÙ DEI BTP

E' stato come se la percezione del rischio emittente fosse svanita, assorbita da un ottimismo crescente, ma, molto più probabilmente, condizionata dal desiderio degli investitori di riappropriarsi di rendimenti elevati, costi quel che costi. E così, in un arco temporale neppure particolarmente lungo, la media del differenziale di rendimento, per i titoli classificati singola A, un livello medio alto di rating, è scesa da un valore massimo di 1,34%, rilevato ad ottobre 2002, ad un minimo di 0,30% a marzo 2005. Per titoli classificati tripla B, un livello medio d'affidabilità, s'è passati da un massimo differenziale di quasi 2,90%, ad ottobre 2002, ad un minimo di poco più di 0,64%, a marzo 2005. In ambedue i casi, s'è trattato di un calo percentuale di quasi il 78% del differenziale di rendimento fra le emissioni aziendali e quelle pubbliche. Non si può parlare di azzeramento del differenziale stesso, ma non è mancato molto a che ciò avvenisse effettivamente. Mai, negli'ultimi anni, s'era assistito ad un movimento tanto rapido, quanto ampio, a livello di valori. L'evoluzione dei mercati, con l'introduzione della moneta unica europea, ha sicuramente ampliato le possibilità d'acquisto, da parte degli investitori, come la forte riduzione dei rendimenti ha stimolato la ricerca delle

poche alternative ancora presenti. Le due concause, dove la prima ha generato sicuramente la seconda, hanno finito per divenire una sorta di schiacciasassi dei rendimenti, tendendo a livellare titoli pubblici e titoli societari, quasi fossero un unico emittente.

NUBI ALL'ORIZZONTE?

Non è una novità: alcuni debitori automobilistici, General Motors in testa, non stanno vivendo un momento favorevole. Se già a primavera 2005, qualche contraccolpo negativo s'era manifestato sui prezzi dei titoli societari, nel loro complesso, non è da escludere che anche la primavera 2006 possa riservare situazioni non dissimili. La possibilità che le incertezze che caratterizzano le prospettive di alcuni produttori di

automobili finiscano per condizionare anche gli altri produttori, ma non solo, che possano anche incidere sulle attese che riguardano l'attività delle società telefoniche e di altre che appartengono a comparti nei quali la concorrenza si fa sempre più agguerrita, è tutt'altro che un'ipotesi remota. Il mercato è sensibile e, per ora con gradualità, sta portando i differenziali di rendimento tra obbligazioni societarie e titoli pubblici verso valori superiori, e non è da escludere che, già nell'arco dei prossimi dodici mesi, i prestiti a rating tripla B possano, in media, rendere 130 punti (1,30%) in più dei titoli di Stato, valore doppio rispetto ad oggi e toccato nella primavera del 2003, mentre le emissioni a rating A possano offrire rendimenti di 70 punti (0,70%) superiori a quelli dei

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 strategia per operare sul mercato come trader

titoli di Stato, riportandosi, anche in questo caso, ai dati di primavera 2003. Perché è possibile si torni verso differenziali più significativi? Perché la tendenza a risalire dei tassi punisce, generalmente, i prodotti più deboli e perché la corsa verso il basso dei rendimenti societari ha assunto una velocità eccessiva, che, in prospettiva, potrebbe tradursi in una rincorsa verso l'alto non altrettanto veloce, ma abbastanza rapida. Turbative create al mercato da situazioni d'incertezza e di difficoltà di emittenti societari si sono già verificate in passati, con effetti contenuti, perché prevarse, in quelle fasi, la tendenza dei tassi a scendere. Ora, a fronte delle possibilità sempre più concrete di rendimenti in rialzo, quella difesa si trasformerebbe paradossalmente in un forte acceleratore della risalita,

“ Non è da escludere che nell'arco dei prossimi dodici mesi i prestiti a rating tripla B possano in media rendere 130 punti (1,30%) più dei titoli di Stato, mentre le emissioni a rating A possano offrire 70 punti (0,70%) in più ”

FEBBRAIO: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO	REND LORDO	ANNOTAZIONI
XS0210106695	RABOBANK NEDERLAND	3,125	19-07-2010	AAA	99,52	3,24	
DE0001040368	LAND BADEN WUETTEMBERG	3,500	19-11-2010	AA+	101,13	3,24	
XS0094001921	ING BANK	4,250	29-01-2009	AA	103,29	3,09	
XS0180772484	ABN AMRO BANK	4,750	4-01-2014	AA-	108,47	3,51	
XS0230663196	UNILEVER	3,375	29-09-2015	A+	96,84	3,77	
DE0008016502	DEUTSCHE POST FINANCE	4,875	30-01-2014	A	107,66	3,75	
FR0010245555	FRANCE TELECOM	3,625	14-10-2015	A-	95,91	4,14	
FR0000474843	RENAULT	4,625	28-05-2010	BBB+	104,14	3,57	
XS0184200664	DAIMLERCHRYSLER	4,125	23-01-2009	BBB	101,59	3,55	
FR0000485807	CASINO GUICHARD	6,000	6-03-2008	BBB-	104,68	3,64	
XS0129884788	FORD MOTOR CREDIT	5,625	6-06-2006	BB+	100,01	5,41	
XS0177330106	GENERAL MOTOR ACCEPTANCE	4,375	26-09-2006	BB	98,00	7,43	
XS0223369322	REPUBBLICA DI TURCHIA	4,750	6-07-2012	BB-	101,05	4,52	
XS0211479745	FIRST INVESTMENT FINANCE	7,500	1-02-2008	B+	104,42	5,13	
XS0167136786	REPUBBLICA DI URUGUAY	7,000	26-09-2012	B	107,94	5,54	
XS0111469614	COLT TELECOM GROUP	7,625	15-12-2009	B-	102,14	6,98	

imprimendo, forse, alla ripresa dei tassi offerti dalle società una spinta importante.

CHE STRATEGIA ATTUARE?

L'investitore che ha in portafoglio obbligazioni societarie può comportarsi da cassetista o da trader. Al primo, che i differenziali tornino ad aumentare interessa molto poco, perché il suo principale obiettivo è di avere in portafoglio strumenti che paghino cedole di buon livello, compito che, soprattutto in passato, i prestiti aziendali assolvevano disciplinatamente. Certo, potrà rimanergli in rimpianto di non avere venduto le obbligazioni, nel momento in cui le quotazioni avevano raggiunto valori molto alti. Ma nel suo Dna non compare, per ora, il desiderio di movimentare il portafoglio, come accade invece per l'investitore trader, abituato a considerare il mercato come luogo per effettuare anche attività speculative. Intendendo con questo termine il desiderio di comprare e vendere i titoli anche più volte, con l'obiettivo di incamerare guadagni in conto capitale.

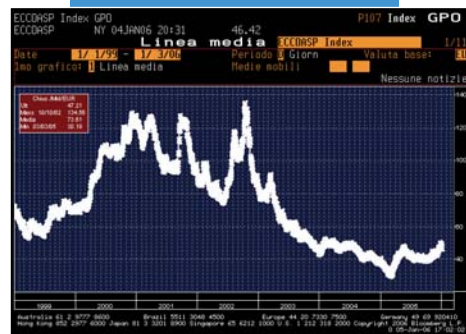
Anche per gli strumenti societari è possibile effettuare operazioni di compravendita, pur nella consapevolezza che l'arco temporale in cui esse hanno luogo è molto maggiore di quanto lo sia per i titoli pubblici. Questi ultimi, grazie all'enorme quantità di strumenti in circolazione, godono di un mercato molto più vivace, dove i prezzi d'acquisto e di vendita sono molto più vicini, di quanto lo siano per le emissioni societarie. Ciò consente a chi opera come trader di movimentare il portafoglio con maggiore facilità. Ma, se si è pazienti, si può svolgere attività analoga, per i prodotti societari, a condizione che si decida di svolgere questo compito non nello stesso giorno, ma in tempi più dilatati, che, a volte, possono essere solo di tre o quattro giorni, ma che, spesso, possono allungarsi ad una o più settimane, ad un mese. Pur a fronte di una differente tempistica, non muta lo spirito, ma soprattutto l'obiettivo dell'investitore trader, orientato a produrre un reddito aggiuntivo, nella gestione delle proprie obbligazio-

ni, perché, se i risultati saranno positivi, sommerà al flusso cedolare i guadagni in conto capitale, ottenuti attraverso l'attività di trading. Non vi sono dubbi sulla qualità di questo investitore: egli deve possedere una propensione al rischio medio alta, tale da offrirgli la possibilità d'effettuare movimenti aggressivi, all'interno del portafoglio di cui dispone, modificandone la struttura anche più volte, nel corso dell'anno. Se per il cassetista questa fase o un'altra sono indifferenti, per il trader, il calo dei prezzi di mercato non deve rappresentare, già ora, motivo d'acquisto delle obbligazioni. In particolare di quelle a rating inferiore, perché è possibile che il cosiddetto allargamento del differenziale prosegua nei prossimi mesi.

QUANDO COMPRARE I RATING ELEVATI

Diverso è l'atteggiamento nei confronti dei prestiti ad elevata affidabilità, perché le loro quotazioni, anche a fronte di possibili incertezze sul futuro di taluni emittenti, dovrebbero subire effetti contenuti. Peraltro, non è su questi strumenti obbligazionari che il trader punta il proprio interesse. Nel caso dei titoli con rating singola A, l'acquisto potrebbe essere effettuato, quando il differenziale medio si sarà portato fra 55 e 60 punti, perché è probabile che una reazione, anche solo a livello grafico, possa avere luogo, mentre questa reazione potrebbe manifestarsi, per gli strumenti caratterizzati dalla tripla B di rating, quando il differenziale stesso raggiungerà quota 100 punti. A quei livelli, i rendimenti delle emissioni societarie assumeranno valori interessanti e la tendenza del mercato potrebbe essere quella di premiarli, con acquisti diffusi. Ma una volta in portafoglio, a fronte di prezzi crescenti, sarebbe consigliabile tornare sul mercato, ma per vendere i titoli acquistati, immagazzinando il guadagno in conto capitale e pronti ad intervenire nuovamente, quando la china discendente dei prezzi, e rialzista dei rendimenti, riprenderà la sua marcia, per portarsi ai valori toccati nel 2003, ai quali, probabilmente, i tassi delle obbligazioni potrebbero tendere. ■

Margini stretti



Guardate quanto si è ridotta nell'area eurola differenza in più dei titoli con rating A (medio-alto) rispetto ai titoli governativi: da 1,34% nell'ottobre 2002 a 0,30% nel marzo 2005.



Ancora più clamoroso l'assottigliamento della differenza tra titoli classificati con rating tripla B e governativi (siamo sempre nell'area euro): da 2,90% a soltanto 0,64% in più