

E' IL MOMENTO DI TORNARE ALLE VITUPERATE STEEPENER

Non tutte le obbligazioni strutturate vengono per nuocere. Queste che giocano sulla differenza di rendimento tra durate decennali e biennali, penalizzate sinora dall'andamento dei tassi, possono tornare a dare soddisfazioni. Ecco perché

■ di Angelo Drusiani

Non tutte le obbligazioni strutturate vengono per nuocere. È noto, o dovrebbe esserlo, che gli strumenti complessi offrono caratteristiche che, spesso, espongono ad una tipologia di rischi non preventivata. Il valore futuro delle cedole o il valore di rimborso finale è frutto del legame con un parametro di riferimento che non sempre si sposa con un rendimento di buon livello. Fra le obbligazioni strutturate, le più note sono, in questa fase, le emissioni parametrate ai mutui sub prime, definite ABS o CDO, i cui effetti sui mercati finanziari sono stati particolarmente negativi. Il rilievo che operatori, investitori e analisti hanno dato a questi prodotti finanziari non dovrebbe far di-

menticare che, in passato, altri titoli obbligazionari percorsero analogo cammino: le obbligazioni denominate "reverse floater" o le più recenti "steepener", ambedue legate ai rendimenti di mercato, ambedue foriere, in forma temporanea, di forti perdite in conto capitale.

CASI ANALOGHI

Le prime, collocate nel 1998 e nell'anno successivo, hanno come caratteristica principale un sistema di calcolo delle cedole future abbastanza complesso e che ne favorisce il valore, se i rendimenti tendono ad aumentare. Le seconde, collocate negli ultimi anni, stabiliscono che le cedole future saranno determinate dal differenziale di rendimento tra durate decennali e biennali. In ambe-

due i casi, la durata media dei titoli, all'atto dell'emissione, è mediamente superiore ai dieci anni. I prezzi di mercato delle emissioni "reverse floater" subirono perdite consistenti, fino a dimezzarsi di valore, perché i rendimenti di mercato si mossero in senso opposto a quanto le caratteristiche imponevano, per dar vita a cedole di buon livello. Successivamente, gli stessi rendimenti si mossero in linea con le caratteristiche dei titoli e le loro quotazioni tornarono su valori decisamente superiori, annullando gran parte delle perdite a suo tempo subite. Situazione abbastanza simile la si sta vivendo, ora, con le obbligazioni "steepener" che premiano gli investitori se il differenziale di rendimento tra durate decennali e biennali si porterà su valori alti, su

Le emissioni da mettere in portafoglio

CODICE ISIN	EMITTENTE	RATING	SCADENZA	PREZZO	CEDOLA IN CORSO	CARATTERISTICHE *IL DIFFERENZIALE 10A - 2ACMS È RIFERITO AI TASSI EURO
XS0209060812	KFW	AAA	26-01-2015	90,25	2,00%	"CEDOLA PARI A 3 VOLTE IL DIFFERENZIALE*; CEDOLA MINIMA 2% LORDO"
XS0209956530	BEI	AAA	9-02-2015	87,12	2,00%	"CEDOLA PARI A 3 VOLTE IL DIFFERENZIALE*; CEDOLA MINIMA 2% LORDO"
XS0220720303	BEI A)	AAA	17-06-2020	75,90	1,50%	CEDOLA PARI 4 VOLTE IL DIFFERENZIALE*, CEDOLA MINIMA 1,5% LORDO
DE000A0E82X2	KFW B)	AAA	21-07-2025	72,00	5,00%	CEDOLA 5% FINO A 21-7-2008 POI 4 VOLTE IL DIFFERENZIALE*, CEDOLA MINIMA 1,25% LORDO
DE000A0E82Y0	KFW C)	AAA	10-08-1930	69,37	5,00%	CEDOLA 5% FINO A 10-8-2009 POI 4 VOLTE IL DIFFERENZIALE*, CEDOLA MINIMA 1,25% LORDO

- A) POSSIBILITÀ RIMBORSO ANTICIPATO A 100 DA 17-6-08
 B) POSSIBILITÀ RIMBORSO ANTICIPATO A 100 DA 21-7-08
 C) POSSIBILITÀ RIMBORSO ANTICIPATO A 100 DA 10-8-09

Una selezione di obbligazioni steepener consigliate.

“ In 17 riunioni consecutive dell’Organo Tecnico della Federal Reserve, il FOMC, il tasso di riferimento americano è salito dall’1% al 5,25% di giugno 2006. La strategia applicata ha favorito un aumento dei rendimenti dei titoli brevi, sino a due anni di durata, ma ha fatto scendere i rendimenti delle emissioni decennali ”

quelli tradizionali, mentre, negli ultimi diciotto mesi, esso è sceso a livelli molto bassi, fino ad essere addirittura negativo, seppure per un arco temporale molto breve. Il forte calo dei tassi d’interesse, a partire da febbraio 2001, è stato seguito, da giugno 2004, da un sensibile rialzo, in particolare negli Stati Uniti d’America. Oltre Atlantico, in 17 consecutive riunioni dell’Organo Tecnico della Federal Reserve, il FOMC, il tasso di riferimento americano è salito dall’1% al 5,25% di giugno 2006. La strategia applicata ha favorito un aumento dei rendimenti dei titoli brevi, fino a due anni di durata, ma ha fatto scendere i rendimenti delle emissioni decennali. Perché s’è verificata questa situazione? Perché, a fronte di una politica restrittiva del credito, volta a diminuire i rischi d’inflazione, i titoli “lunghi” non hanno più avvertito tale ri-

schio, per gli anni futuri, ed hanno, di conseguenza, ridotto i loro rendimenti, ritenendo che, in prospettiva, la Banca Centrale degli Stati Uniti non avrebbe più dovuto ricorrere alla leva dei tassi d’interesse, portandoli su valori superiori. Con più moderazione, lo stesso movimento s’è verificato in area euro, dove il tasso di rifinanziamento in pronti contro termine è sceso ad un minimo del 2%, livello a cui è rimasto fermo per oltre due anni, per poi risalire, con minore velocità, fino ai nostri giorni. Le due differenti realtà si sono trasferite anche sul differenziale di rendimento tra durate decennali e biennali, perché, mentre oltre Atlantico esso ha assunto un valore negativo per molti mesi, in area euro tale situazione s’è manifestata per un periodo brevissimo, quasi una toccata e fuga. In effetti, in area euro, il timore di un ritorno

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	

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) ENTE SOVRANAZIONALE CHE FINANZIA PROGETTI IN TUTTO IL MONDO
- 2) SOCIETÀ OLANDESE CHE DISTRIBUISCE GAS. QUOTA MINIMA 50MILA EURO
- 3) STRUTTURA FINANZIARIA DELLA SOCIETÀ CHE GESTISCE LE FERROVIE TEDESCHE
- 4) SOCIETÀ CHE OFFRE ASSICURAZIONI
- 5) RAMO FINANZIARIO CASA AUTOMOBILISTICA TEDESCA
- 6) SOCIETÀ ITALIANA CHE FORNISCE ELETTRICITÀ E GAS
- 7) SOCIETÀ INGLESE CHE OFFRE SERVIZI DI TELEFONIA
- 8) SOCIETÀ SVIZZERA CHE PRODUCE MATERIALE DA COSTRUZIONE
- 9) SOCIETÀ TEDESCA CHE PRODUCE ACCIAIO
- 10) SOCIETÀ FRANCESE DEL LUSO
- 11) STRUTTURA FINANZIARIA DELLA GENERAL MOTORS NON PIÙ PARTE DEL GRUPPO
- 12) SOCIETÀ CANADESE CHE PRODUCE AEREI, TRENI, ETC.
- 13) EMITTENTE PUBBLICO TURCO
- 14) SOCIETÀ INGLESE CHE PRODUCE MUSICA. POSSIBILE RIMBORSO A 104,31 IL 15-10-1008
- 15) SOCIETÀ FINANZIARIA AMERICANA DEL GRUPPO PRODUTTORE DI AUTOMOBILI.
- 16) SOCIETÀ AUTOMOBILISTICA STATUNITENSE

OTTOBRE: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 23-05-2006	REND LORDO	ANNOTAZIONI
XS0164902297	BANCA EUROPEA PER GLI INVESTIMENTI	3,25	15-10-2008	AAA	98,74	4,48	1
XS0257885086	NV NEDERLANDSE GASUNIE	4,25	20-06-2016	AA+	97,40	4,73	2
XS0164831843	DEUTSCHE BAHN FINANCE	4,75	14-03-2018	AA	99,85	4,69	3
XS0097596208	ASSICURAZIONI GENERALI	4,50	28-05-2009	AA-	99,85	4,44	4
XS0189497414	BMW FINANCE	3,875	6-04-2011	A+	97,23	4,79	5
XS0170342868	ENEL	4,25	12-06-2013	A	96,10	5,16	6
XS0162614167	VODAFONE GROUP	4,25	27-05-2009	A-	99,37	4,77	7
XS0170227093	HOLCIM FINANCE	4,375	23-06-2010	BBB+	99,05	4,81	8
XS0214238239	THYSSENKRUPP	4,375	18-03-2015	BBB	93,92	5,35	9
FR0010068486	PINAULT PRINTEMPS REDOUTE SA	5,25	29-03-2011	BBB-	99,91	5,35	10
XS0177329603	GENERAL MOTORS ACCEPTANCE	5,75	27-09-2010	BB+	91,25	9,52	11
XS0273988393	BOMBARDIER	7,25	15-11-2016	BB	102,00	6,94	12
XS0223369322	REPUBBLICA DI TURCHIA	4,75	6-07-2012	BB-	96,75	5,66	13
XS0177495107	EMI GRUOP	8,625	15-10-2013	B+	106,00	6,67	14
XS0176164803	FORD MOTOR CREDIT	5,75	12-01-2009	B	97,00	8,64	15
XS0171942757	GENERAL MOTORS	7,25	3-07-2013	B-	93,00	9,07	16

dell'inflazione ha pesato in misura maggiore di quanto lo abbia fatto negli Stati Uniti, perché, a partire dal 2006, l'economia dei tredici Paesi che hanno adottato la moneta unica sta evidenziando una crescita migliore di quella che esprime la più grande economia mondiale, quella americana. È per questa ragione, forse, che il differenziale tra i due rendimenti è rimasto su valori molto più contenuti, nel Vecchio Continente.

DOVE VANNO ITASSI

La vicenda dei mutui sub prime non dovrebbe sconvolgere la crescita dell'economia, ma si potrà averne la conferma o la smentita solo a metà del mese in corso, anche se in forma preventiva, perché il dato definitivo relativo all'incremento del prodotto lordo americano, nel terzo trimestre di quest'anno, sarà noto a metà novembre prossimo. Al tempo stesso,

dell'inflazione si rifaranno vivi, per i prossimi anni e, con molte probabilità, fra qualche mese, i rendimenti delle emissioni "lunghe" riprenderanno a salire, mentre stabili o in calo saranno i rendimenti dei titoli a breve termine. In pratica, il differenziale tra rendimenti decennali e biennali riprenderà gradualmente ad ampliarsi, riportandosi, in tempi medi, verso i valori tradizionali, che possono giungere e superare un punto. In questo caso, le caratteristiche delle emissioni strutturate definite "steepener" riprenderanno a premiare i titoli che le accolgono e le quotazioni, esse pure in forma graduale, potranno tornare verso l'alto. Strategicamente, destinare una quota del patrimonio a questa tipologia di strumenti potrebbe rappresentare una scelta vincente nel corso dei prossimi 12-18 mesi, tenendo conto che, attualmente, le quotazioni di questi pro-

caratterizzano i titoli di Stato. Fra le varie emissioni presenti sul mercato, è opportuno indirizzarsi verso quelle che propongono una cedola minima, a prescindere dall'andamento del differenziale. Essa consente di godere comunque di un flusso di liquidità, anche se modesto, che, sommato all'eventuale rivalutazione dei titoli, darebbe vita ad investimento con un ottimo rendimento.

Non si deve pensare che tutte le emissioni strutturate espongano a rischi che originano da scarsa conoscenza del parametro di riferimento. Una, in particolare, rappresenta una delle scelte più gettonate dai risparmiatori, e non solo da loro. I Certificati di Credito del Tesoro, meglio noti come Cct, fissano le cedole sulla base del rendimento dei Bot con scadenza semestrale.

Il rendimento dei Bot a 180 giorni rappresenta un parametro di riferimento assolutamente noto e di facile interpretazione e, soprattutto, di facile rilevazione. Analogo ragionamento va allargato alle obbligazioni convertibili, i cui prezzi di mercato possono subire oscillazioni molto più marcate di quelle dei Cct, perché il loro parametro di riferimento è un titolo azionario.

LE CONVERTIBILI

La caratteristica di questi strumenti è quella di permettere all'investitore di trasformarsi da creditore a socio di un'azienda quotata, in percentuali ed a prezzi stabiliti all'atto del collocamento dell'obbligazione stessa. Lo stretto legame con un titolo azionario fa sì che i movimenti di prezzo dell'azione si trasferiscano sulla quotazione dell'emissione obbligazionaria, che può esprimere variazioni positive o negative, a seconda delle oscillazioni che subisce l'azione di riferimento. Anche in questo caso, il parametro di riferimento è facilmente rilevabile e pure la sua quotazione giornaliera.

Non tutte le obbligazioni strutturate vengono per nuocere, quindi, e non tutte sono di difficile interpretazione. Ciò che conta è analizzarne le caratteristiche, prima di acquistarle, per evitare di immettere in portafoglio strumenti sconosciuti! ■

“**Strategicamente, destinare una quota del patrimonio a questa tipologia di strumenti potrebbe rappresentare una scelta vincente nel corso dei prossimi 12-18 mesi**”

il mercato si sta convincendo che la politica monetaria restrittiva non avrà seguito, negli Stati Uniti, perché essa potrebbe pesare in misura eccessiva sui consumi delle famiglie. Anche in area euro, probabilmente, la stretta monetaria sarà più blanda e il tasso di riferimento, che si prevedeva avrebbe potuto salire fino al 5%, nel 2008, forse resterà a questo livello per qualche tempo.

Paradossalmente, a questa notizia corrisponderà, nei prossimi mesi, un aumento dei rendimenti delle emissioni a lungo termine. Se la politica monetaria delle Banche Centrali dell'Occidente si concretizzerà in una fase di stasi, e aumenteranno le attese di una politica monetaria addirittura espansiva, i timori di un aumento

dotti risentono negativamente della sensibile riduzione del differenziale di rendimento tra durate decennali e biennali.

QUANTO INVESTIRE

In questa fase, è consigliabile rivolgersi ad emittenti con il massimo grado d'affidabilità e, a seconda della personale propensione al rischio, investire una percentuale del portafoglio che va da un minimo del 2% ad un massimo del 7,50% in questa tipologia di emissioni. Pesi superiori potrebbero esporre al rischio liquidità, perché i titoli, pur scambiati quotidianamente sui mercati, non godono di un'intensità di compravendite rilevanti, neppure lentamente paragonabili ai movimenti che ogni giorno