

RIEMPIRE IL PORTAFOGLIO DI CEDOLE VARIABILI

Focus

■ Il rialzo dei rendimenti delle nuove emissioni sta penalizzando le quotazioni di tutti i titoli a cedola fissa, a cominciare dai Btp.

■ E' probabile che i tassi d'interesse, e quindi i rendimenti, continuino a salire anche nei prossimi mesi.

■ Che fare per chi deve investire adesso? La scelta migliore è un portafoglio obbligazionario di soli titoli a cedola variabile, magari societari.

■ Chi vuole rischiare un po' può inserire dei decennali a tasso fisso, da rivendere appena le quotazioni saliranno.

In una fase di tassi crescenti è l'unico modo per evitare perdite in conto capitale. Il consiglio ovviamente non vale per chi tiene i titoli sino alla scadenza

■ di Angelo Drusiani

Ora l'obiettivo è opposto: quando torneranno a scendere i rendimenti? Sballottati, per anni, da tassi in costante calo, al punto da dar vita alla cosiddetta bolla obbligazionaria, legata alle elevate valutazioni dei titoli di Stato e di quelli societari, i risparmiatori si trovano nel mezzo del guado. Se vendono gli strumenti a cedola fissa in portafoglio, rischiano di subire perdite in conto capitale, perché il rialzo dei rendimenti di fine 2005 e d'inizio 2006 sta penalizzando le quotazioni di tutti i Btp o di tutte le emissioni con cedola prefissata, a prescindere dalla loro durata. Se li

mantengono in portafoglio, come se niente fosse accaduto, vedranno il patrimonio svalutarsi, perché i prezzi di mercato di questa tipologia di titoli sono scesi e diminuiranno ancora, probabilmente, nei prossimi mesi. Perché sta accadendo tutto ciò? Perché le Banche Centrali stanno attuando una politica monetaria restrittiva, aumentando il livello dei tassi ufficiali. Ma il mercato, in anticipo, aveva già scommesso su tassi crescenti ed aveva già spinto al ribasso i valori dei titoli a cedola fissa. Altro che essere felici, se i rendimenti saliranno! O, meglio, essere felici si può, a due condizioni: di avere già venduto tutti i titoli a tasso fisso che si avevano in portafoglio, dirottando il ricavato su emissioni brevissime o su strumenti a cedola variabile. Oppure, in alternativa, di venire in possesso, in questa fase, di capitali da investire. Si può anche essere indifferenti alla vicenda, se si è cassettisti, se si è investita una somma di denaro al solo fine d'incassarne gli interessi e, alla naturale scadenza, riscuotere il valore nominale a suo tempo sottoscritto. Anche qui, forse, un poco di ramma-

Ecco per voi una selezione di titoli societari a tasso indicizzato

ISIN	TITOLI	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 13-04-2006	REND LORDO*
FR0010038992	FRANCE TELECOM	2,766	23-01-2007	A-	100,13	2,84
XS0150357902	MEDIOBANCA	2,613	4-07-2007	AA-	100,15	2,78
IT0003017016	CCT	2,900	1-08-2007	AA-	100,18	2,87
XS0184020252	ABN AMRO BANK	2,591	23-01-2008	AA-	100,09	2,78
XS0178492392	UNICREDITO ITALIANO	2,591	23-10-2008	A+	99,99	2,84
XS0194887302	BEI	2,598	2-01-2009	AAA	100,28	2,92
XS0201222691	BANCHE POPOLARI UNITE	2,873	22-09-2009	A-	100,00	2,91
XS0202180534	BANCA ANTONVENETA *	2,742	30-09-2009	A1	100,50	2,86
XS0212159452	BANCA INTESA	2,685	11-02-2010	A+	99,94	2,88
IT0003801161	ENEL	2,935	14-03-2012	A+	100,80	2,66

* Quantità minima sottoscrivibile 10mila euro, rating Moody's che corrisponde a A+ di S&P

rico: "Ah! Se avessi venduto prima, e comprato titoli a cedola variabile"! Probabilmente, il flusso cedolare che s'incassa con le emissioni a tasso fisso con durata lunga non lo si riscuote con gli strumenti a tasso variabile, ma se anche l'occhio vuole la sua parte, se si guarda cioè il valore del patrimonio indicato dal deposito titoli, non basta che il conto corrente riceva gli accrediti con cadenza semestrale o annuale. Per fortuna di questa tipologia di risparmiatori il lungo termine finisce per ripagarli delle ipotetiche perdite di valore del patrimonio che si manifestano in questa fase, perché, nell'arco dei prossimi dieci, quindici o trent'anni, a seconda della durata dello strumento in portafoglio, egli avrà modo di rivedere il prezzo di mercato tornare su valori medio alti, quando, come recitava la domanda iniziale, i rendimenti riprenderanno a diminuire.

NON C'È ALTERNATIVA: VARIABILE & VARIABILE

Che fare, nel frattempo, se l'obiettivo è quello di avere un portafoglio titoli in linea con le situazioni di mercato? Non vi sono particolari alternative agli strumenti a tasso variabile, perché lo scenario che si potrebbe presentare nei prossimi mesi è il seguente: tasso di sconto statunitense al 5,25%, tasso di rifinanziamento della Banca Centrale Europea al 3,25%, tasso di sconto giapponese allo 0,10%. Per quanto il livello sia molto basso, il vero dato clamoroso sarebbe proprio il valore del tasso di Tokyo. La lunga fase di rallentamento dell'economia giapponese indusse la Banca Centrale ad azzerare il tasso di sconto alcuni anni fa. Nessun intervento ebbe luogo, perché la ripresa dell'economia manifestò i primi segnali solo nel corso del 2005, non tanto per meriti interni, quanto per la vigorosa spallata giunta da Pechino. I rapporti commerciali fra i due Paesi, vicini geograficamente, anche se lontani politicamente, hanno permesso al Giappone di uscire da una lunghissima stasi economica, grazie alle esportazioni verso la Cina. La spallata cinese ha consentito ai consumi interni giapponesi di riprendere vigore e la politica liberista dell'attuale Primo Ministro ha per-

“ Il tasso di sconto americano è più che quintuplicato nell'arco di 24 mesi, poiché è passato dall'1% di fine giugno 2004 al 5% attuale ”

messo all'economia del paese del Sol Levante di agganciare la velocissima locomotiva cinese. Se quest'aspetto è abbastanza clamoroso, non è certamente inferiore la robusta crescita del tasso di sconto americano, più che quintuplicato nell'arco di ventiquattro mesi, poiché è passato dall'1% di fine giugno 2004 al 5% attuale. In medium stat virtus? Appunto a metà strada si propone la Banca Centrale Europea, che ha alzato con molta meno rapidità il proprio tasso ufficiale, salito al 2,75% dal 2% di inizio dicembre scorso, dopo essere rimasto fermo a quel livello per circa due anni e mezzo. I rialzi dei tassi a breve si riflettono inevitabilmente sull'intera curva dei tassi stessi, andando ad interessare anche quelli lunghi, seppure, in proporzione, questi ultimi siano aumentati in misura minore. La loro duration, il grado di volatilità, hanno però avuto

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

Il rialzo dei tassi penalizza soprattutto i titoli decennali

effetti importanti sui prezzi dei titoli decennali: basti pensare che per ogni punto di rialzo del rendimento, le loro quotazioni perdono circa otto punti. Più contenuti gli effetti negativi sulle durate più brevi, ma pur sempre significative. Non è improbabile che questa situazione si manifesterà ancora nel corso dei prossimi mesi: per evitare d' esporre il patrimonio al rischio tassi, volendolo mantenere in linea con l'attuale fase di mercato, è quindi consigliabile orientarsi verso gli strumenti a tasso variabile. La differenza fondamentale fra queste emissioni e quelle a cedola fissa è che la tensioni del mercato, ovvero il rialzo o il calo dei tassi, si scaricano sui prezzi, nel caso dei titoli a cedola fissa, perché il valore della cedola non muta mai, mentre si scaricano sulle cedole, per le emissioni a tasso variabile, grazie alla loro caratteristica fundamenta-

le, che è quella di variare, con cadenza trimestrale o semestrale, a seconda della tipologia di emissioni cui fa riferimento. Nel primo caso, le quotazioni di mercato scendono o salgono, anche in misura rilevante, se i rendimenti aumentano o diminuiscono. Nel secondo caso, i prezzi di mercato oscillano in misura non particolarmente rilevante, mentre tendono a salire o a scendere i valori assegnati alle cedole che si formano via via.

COME STRUTTURARE IL PORTAFOGLIO

L'emissione più nota al pubblico, in materia di titoli a tasso variabile, è certamente quella emessa dal Tesoro italiano negli anni ottanta del secolo scorso, il Cct. In realtà, in quegli anni, lo strumento, già presente sul mercato, modificò le proprie caratteristiche, passando da titolo a cedola fissa a ti-

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) IN DATA 30-1-2013: POSSIBILITÀ RIMBORSO ANTICIPATO A 100 DA 30-1-2013 VALORE CEDOLA SARA EURIBOR TRIMESTRALE + 7,30

■ 2) TAGLIO MINIMO SOTTOSCRIVIBILE ? 50MILA

MAGGIO: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO	REND LORDO	ANNOTAZIONI
XS0221573453	KFM	2,563	8-06-2007	AAA	99,92	2,71	
XS0139997836	LANDEBNAK BADEN-WUERTEMBERG	4,25	19-12-2006	AA+	100,77	3,02	
XS0135809878	HELABA INTERNATIONAL FINANCE	4,50	25-09-2006	AA	100,65	2,90	
XS0248491556	ROYAL BANK OF CANADA	2,788	23-03-2011	AA-	100,01	2,83	
XS0141818228	BANCA SANPAOLO IMI	2,62	24-01-2007	A+	100,07	2,77	
GR0114012371	REPUBBLICA GRECA	4,65	19-04-2007	A	101,46	3,12	
XS0141544691	DEUTSCHE TELEKOM INTERNATIONAL	5,25	22-01-2007	A-	101,58	3,09	
XS0196776727	KONINKLIJKE ROYAL KPN	2,916	21-07-2009	BBB+	99,87	3,21	
DE000AODLWM8	METRO AG	3,224	7-10-2009	BBB	100,37	3,06	
FR0000471492	CASINO GUICHARD-PERRACHON	5,875	23-11-2007	BBB-	103,35	3,66	
DE0004523907	HEIDELBERGCEMENT FINANCE	6,375	22-02-2007	BB+	102,44	3,37	
XS0118241883	REPUBBLICA FEDERALE DEL BRASILE	9,50	5-10-2007	BB	108,23	3,59	
DE0008553470	REPUBBLICA DI TURCHIA	9,75	8-05-2007	BB-	106,12	3,60	
DE000TUAG059	TUI AG	8,625	PERPETUAL	B+	103,97	9,20	(1)
XS0217593176	PIAGGIO FINANCE	10,00	30-04-2012	B	115,85	6,75	(2)
XS0192976834	REPUBBLICA DEL LIBANO	7,250	20-05-2009	B-	105,48	5,27	

tolo a cedola variabile. La cedola nota era, ed è, solo la prima, mentre quelle successive sono calcolate, avendo quale riferimento il rendimento dei Bot semestrali, cui viene aggiunta una maggiorazione di quindici centesimi ogni sei mesi. Lo stacco cedolare è fissato, come per tutti i titoli del Tesoro italiano che pagano cedole, con cadenza semestrale. Ampia è divenuta, negli ultimi anni, l'offerta di emissioni a tasso variabile da parte delle società. Generalmente, il parametro di riferimento su cui calcolare le cedole future è un tasso interbancario, denominato Euribor, e la cadenza più frequentemente usata è quella trimestrale. In pratica, s'incassano, immettendo in portafoglio questi strumenti, quattro cedole ogni anno. Anche in questo caso, al valore del tasso Euribor viene aggiunta una maggiorazione, che varia a seconda del rating assegnato all'emittente, ma, allo stato attuale dei rendimenti, il flusso cedolare complessivo è ancora abbastanza contenuto. Potrebbe divenire più interessante, nel corso dei prossimi mesi, se lo scenario ipotizzato diverrà realtà. Se il grado d'affidabilità è medio alto, il portafoglio potrebbe essere destinato, per intero, a titoli a cedola variabile emessi da società. Un piccolo rischio, forse, potrebbe essere assunto, immettendo una quota non rilevante di emissioni a cedola fissa con durata decennale, qualora si abbia una buona componente di rischiosità nel proprio Dna. L'obiettivo è quello di sfruttare possibili rialzi del loro prezzo di mercato, sempre possibile anche in fase di rendimenti crescenti. ■

I FONDI PERDONO? NON VENDETELI

Perché non bisogna uscire adesso dagli obbligazionari. Da qui a un anno la situazione potrebbe essere migliore. E se si ha un patrimonio affidato in gestione...

Eravamo quattro amici al bar... E si discuteva non di politica, non di sport, non di donne, che resta l'argomento più seguito, ma di finanza...
«Ma è colpa della tassazione, se i prezzi scendono?»
«Che prezzi? Quelli delle case?»
«No, quelli sono stabili, mi sembra.»
«Anche le azioni salgono, a che ti riferisci?»
L'ultimo dei quattro si senti sotto interrogatorio, perché conosceva bene chi aveva avviato la discussione e cercò di sviare il discorso, ma fu subito apostrofato.

■ L'investimento a reddito fisso

«Tu sai bene a che mi riferisco. Ad inizio dello scorso anno, mi proponesti alcuni investimenti. Conoscendo la mia scarsa voglia di rischiare, mi offrivi una gestione obbligazionaria e un fondo obbligazionario esso pure».
«In verità, se ben ti ricordi, ti proposi d'investire almeno il 15 o il 20% in strumenti azionari perché, secondo me, ma, soprattutto, secondo gli analisti del mio gruppo, le prospettive di crescita dell'economia avrebbero favorito il comparto azionario, alcuni

settori, in particolare. Ma tu mi dicesti che eri già stato scottato da precedenti esperienze e che avresti preferito prodotti a basso rischio, come, ad esempio, titoli obbligazionari con il massimo grado d'affidabilità e con cedole di buon livello. Che altro avrei potuto offrirti, se non strumenti che investono in obbligazioni, che non espongono a rischi?»

■ Il rischio? C'è sempre

Fra gli altri due presenti, che sembrava assistessero in silenzio al dibattito, inaspettatamente un intervento chiarificatore:

«Che le obbligazioni o i titoli di Stato non espongono a rischi è tutto da vedere! Intanto, non dimentichiamo ciò che accadde con le emissioni pubbliche argentine e con alcuni titoli societari italiani».
«Ma io gli proposi gestioni e fondi investiti in titoli con alto grado d'affidabilità, con tripla o doppia A, per evitare rischi».

«E allora», intervenne il primo dei quattro amici «spiegami perché il valore dei fondi che mi hai proposto sta scendendo».

«Semplice», disse il terzo incomodo, «l'amico tuo ha di-

menticato un piccolo aspetto. Che le obbligazioni espongono non solo al rischio emittente, ma anche al rischio tassi, sempre presente e spesso più pericoloso. Non è un ragionamento complesso da spiegare: i tassi ufficiali e i rendimenti delle obbligazioni o dei titoli di Stato seguono percorsi ben precisi. Salgono, quando l'economia è in fase di ripresa e si temono aumenti dell'inflazione. Scendono, nella fase opposta. Non so se abbiate seguito quanto è accaduto negli Stati Uniti, dove il tasso di sconto era all'1%, a fine giugno 2004. Da quel giorno, ad ogni riunione, è salito fino all'attuale livello del 5%. In area euro, dal 2% si è oggi al 2,75%.

■ E i rendimenti...

Di conseguenza, si sono incrementati tutti i rendimenti dei titoli obbligazionari, perché s'adequano, quasi sempre prima che si verifichi, ai nuovi valori dei tassi ufficiali. Il guaio è che, se i rendimenti vanno verso l'alto, i prezzi dei titoli vanno nel senso contrario, e scendono. Con maggiore velocità, diminuiscono i prezzi delle obbligazioni o dei titoli di Stato con durata lunga, decennale, ad esempio. Con un andamen-

to meno rapido, quelli con durata biennale o triennale, ma anche questi perdono terreno».

«E perché la quota del fondo è scesa in misura maggiore? Il rendimento della gestione è praticamente nullo, ma non è negativo!»

■ Perché il fondo perde di più

«Anche qui v'è una ragione: il maggiore dinamismo del tuo gestore, rispetto a quello che ha caratterizzato chi gestisce il fondo d'investimento. Ma le ottiche, probabilmente, sono molto diverse. Il primo, avendo contatto diretto con il cliente, preferisce mantenere un profilo d'investimento di breve periodo, mentre il secondo è orientato a gestire patrimoni in un arco temporale di più lungo periodo. Ne consegue che il gestore del patrimonio adegua il portafoglio alle fasi di mercato con maggiore velocità di quanto lo faccia il gestore di fondi. Sta di fatto che, se osservi oggi il risultato dei tuoi investimenti obbligazionari, non potrai essere molto soddisfatto. Probabilmente, se lo farai fra un anno o fra diciotto mesi, potresti esserlo perché, ad una fase di caduta dei prezzi delle obbligazioni, fa spesso seguito un momento di ripresa delle quotazioni stesse». «Non è il momento di vendere la quota del fondo d'investimento, ma nemmeno di chiudere il rapporto di gestione patrimoniale, questo mi sembra di capire».

«Assolutamente no, perché incamereresti le perdite che si sono prodotte fino ad ora, mentre, aspettando qualche mese, potresti assistere ad un'inversione della tendenza del mercato e sia il valore della quota del fondo d'investimento, sia la valorizzazione

del patrimonio gestito potrebbero fissarsi su valori superiori. Se proprio non devi utilizzare il capitale investito, meglio faresti ad essere paziente, anche se, nell'immediato, non è da escludere che il valore della tua quota investita nel fondo d'investimento possa ancora scendere e possa subire analogo andamento, ma in misura marginale, la patrimonializzazione della gestione. No spaventarti: è una normale evoluzione dei mercati finanziari. La zavorra che hanno quelli obbligazionari è che solo in rari casi possono offrire i rendimenti a due cifre che, molto più spesso, propongono i mercati azionari. L'ancora di salvezza è che, nel contempo, non espongono a cadute rilevanti, come si può verificare per i mercati azionari».

■ Ma dove si guadagna?

«Quali sarebbero le opportunità di guadagno che propongono i mercati obbligazionari?» (A questo punto, il primo interlocutore, mosso da curiosità, vuole scoprire quale sia l'ambito operativo che proporrebbe guadagni stellari).

Qui intervenne chi aveva proposto l'investimento obbligazionario all'amico: «Se scegli prodotti che investono in valuta estera, o svolgono intensa attività di trading sugli strumenti derivati, o danno vita a portafogli con titoli di Paesi emergenti, potresti incamerare maggiori rendimenti, ma il rischio che assumi è rilevante».

■ Il fattore cambio

«In effetti», intervenne l'amico che pareva conoscere a fondo il meccanismo dei mercati finanziari, «ci

si assume altri due rischi, decidendo di scegliere questa tipologia di prodotti. Il rischio cambio è elevato, perché le oscillazioni del valore tra le monete sono rilevanti, anche tra monete forti. E' possibile che un buon rendimento venga azzerato dalla perdita di valore della moneta diversa dall'euro. Ma è pure possibile guadagnare, se si verifica il caso opposto. Non dimenticare che, tre anni fa, la quotazione dell'euro salì di oltre il 20%, nei confronti del dollaro statunitense. Al tempo stesso, se compri titoli di Paesi emergenti, rischi d'avere in portafoglio emissione poco liquide, che hanno un mercato modesto, i cui prezzi possono essere in balia proprio della scarsa liquidità. Tutto ciò è noto ai gestori, che conoscono bene i mercati, ma l'imponderabile è sempre possibile».

«Ma allora che consiglieresti?», chiese l'amico fino ad allora silente.

«Se non si ha tanta voglia di rischiare, in questa fase sarebbe opportuno colloquiare direttamente con chi vi gestisce il patrimonio, indicando le proprie priorità e la propria capacità di assorbire i rischi.

■ Tutto breve e variabile

E decidere, assieme al gestore o a chi ne fa da tramite, una composizione del portafoglio improntata a titoli con durata breve o a cedola variabile, a condizione che il gestore o il suo portavoce siano disponibili ad accettare consigli. E' difficile che accada, se si opta per fondi d'investimento, ma lo è meno se ci si rivolge a chi struttura gestioni patrimo-

niali. Questa opzione dovrebbe coprire l'85% del patrimonio, mentre la quota restante andrebbe indirizzata ad un comparto azionario, mercato con prospettive di crescita ancora interessanti».

«E per chi ha già fondi d'investimento o gestioni?», chiese ancora l'amico silente. «Ti ripeto quanto ho detto: occorre avere pazienza, perché uscire ora dagli investimenti effettuati significa capitalizzare le perdite maturate sui prodotti che hai scelto. La parte maggiore della caduta del mercato s'è già materializzata. In prospettiva, da questi livelli di prezzo, i titoli con durata lunga, responsabili delle performance negative, potrebbero perdere ancora un paio di punti, al massimo due e mezzo.

■ Ora è meglio aspettare

Poiché il loro peso, nei portafogli, è ora abbastanza contenuto, gli effetti sul valore del capitale saranno limitati. Meglio, quindi, attendere alcuni mesi, penso non meno di dieci o dodici, per vivere una fase migliore dell'attuale».

Quasi all'unisono, i tre amici che lo ascoltavano attentissimi: «Ma dove hai letto queste informazioni?» «Da nessuna parte. Non ve l'ho mai detto, ma sono un gestore di capitali».

«E perché non ci hai mai dato delle dritte?»

«Perché a volte sono delle storte. E per evitare di perdere gli amici, per un consiglio sbagliato, in buona fede, è preferibile stare in silenzio. Ma questa volta m'avete provocato e qualcosa ho dovuto dire! Ma nessuna dritta! Non è il mio stile!».