

MUTUI SUBPRIME, IL PORTAFOGLIO PER IL DOPO-CRISI

Focus

■ Un'ondata di vendite speculative ha interessato tutte le tipologie di obbligazioni a breve, media e lunga scadenza.

■ L'intero mercato obbligazionario ha subito pesanti effetti dalla crisi dei cosiddetti mutui subprime americani: ad un calo generalizzato delle quotazioni di mercato dei titoli societari si è accompagnato un allargamento del differenziale di rendimento tra titoli societari e titoli di Stato, con una gelata negli scambi quotidiani dei societari.

■ Tenuto conto di un possibile rallentamento dell'economia e di un possibile rialzo dei tassi il consiglio è di evitare una quota eccessiva di titoli a tasso fisso a lunga scadenza nel portafoglio obbligazionario, ma di equilibrare scadenze lunghe e brevi mantenendo una quota di investimento nel tasso variabile.

Gli effetti sull'intero mercato obbligazionario della sparizione dei titoli legati ai rischiosi finanziamenti immobiliari americani: la penalizzazione delle emissioni societarie e la fuga verso quelle governative. Che fare? Evitare soprattutto un eccesso di titoli a tasso fisso a lunga scadenza. Ecco i consigli

■ di Angelo Drusiani

In pochi, probabilmente, s'aspettavano prezzi in calo a causa delle complesse strutture che regolano sia il pagamento degli interessi, sia il rimborso del capitale di una quota modesta, ma non trascurabile di obbligazioni societarie. La vicenda dei mutui subprime ha caratterizzato in negativo non solo i mercati azionari, sui quali s'è trasmesso il timore che la propensione ai consumi delle famiglie, in particolare quelle degli Stati Uniti, possa subire cali anche significativi. Pure quelli obbligazionari ne hanno patito conseguenze in alcuni casi nefaste, perché una parte di strumenti definiti strutturati aveva preso come riferimento gli stessi mutui subprime. In pratica, il pagamento delle cedole, la data di rimborso e la forma di restituzione del capitale sono legati al comporta-

mento che i sottoscrittori di mutui subprime terranno durante la vita del loro mutuo. Naturalmente, se una parte consistente di questi mutuatari non adempirà fino in fondo agli obblighi assunti, il parametro trasferirà queste problematiche alle obbligazioni che vi fanno riferimento. Così è stato: alla luce di questa situazione, il mercato di questi titoli è letteralmente svanito e i prezzi di scambio spariti. Se il problema fosse limitato a questa tipologia di strumenti, le conseguenze sul mercato delle obbligazioni sarebbero state molto contenute, sia perché la maggior parte di questi strumenti è finita nei portafogli degli investitori istituzionali, sia perché, generalmente, si tratta d'investimenti a lungo termine. Gli investitori privati ne sono stati interessati marginalmente, quasi sempre attraverso l'acquisto di fondi d'investimento, all'interno dei quali erano e in parte sono ancora depositate queste tipologie di emissioni. Anche in questo caso, le quotazioni di alcuni prodotti finanziari sono state coinvolte dal cattivo andamento del mercato.

CALO GENERALIZZATO

In realtà, a fronte di una quota non rilevante di obbligazioni parimate ai mutui subprime, l'intero mercato delle obbligazioni societarie ha subito pesanti effetti, che si sono tradotti in un calo generalizzato delle quotazioni di mercato e in un allargamento del differenziale di rendimento tra questi prestiti e i titoli governativi. Verso questi ultimi s'è diretta una quota consistente di liquidità uscita sia dai mercati azionari, sia da quelli delle obbligazioni emesse da società. I rendimenti di questi prestiti sono sensibilmente saliti, ma l'effetto peggiore si è riversato sulla capacità di scambio di queste emissioni sul mercato secondario. Una vera e propria gelata ha accompagnato questo comparto, da agosto a fine anno, senza risparmiare alcuna forma di prestito, anche quelli con il massimo grado d'affidabilità. Chi fa mercato, le grandi banche d'affari interne ed internazionali, ha scelto di attuare una strategia molto

fredda, nei confronti dei venditori di titoli obbligazionari, a prescindere dalla loro durata o dalla tipologia del debitore. Attività in calo, rispetto alle media tradizionali e prezzi che, a fronte di un numero minore di acquirenti, si sono mossi verso il basso, con maggiore enfasi per gli strumenti a minore grado d'affidabilità. La liquidità che accompagna la vita dei prestiti obbligazionari ha subito un sensibile arretramento,

spostando l'asse del mercato secondario decisamente a favore dei titoli governativi. L'eccesso di domanda delle emissioni pubbliche ha creato un rialzo dei loro prezzi di mercato che, in molti casi, è sembrato essere non una valutazione delle prospettive dei tassi, ma una sistemazione di comodo, in attesa di verificare che accadrà sui mercati stessi. In pratica, i prezzi sono apparsi quasi artificiali. L'effetto

"flight to quality" ha penalizzato le emissioni societarie e rinvigorito quelle governative, grazie allo spostamento d'ingenti masse di liquidità dal primo al secondo comparto dei mercati obbligazionari.

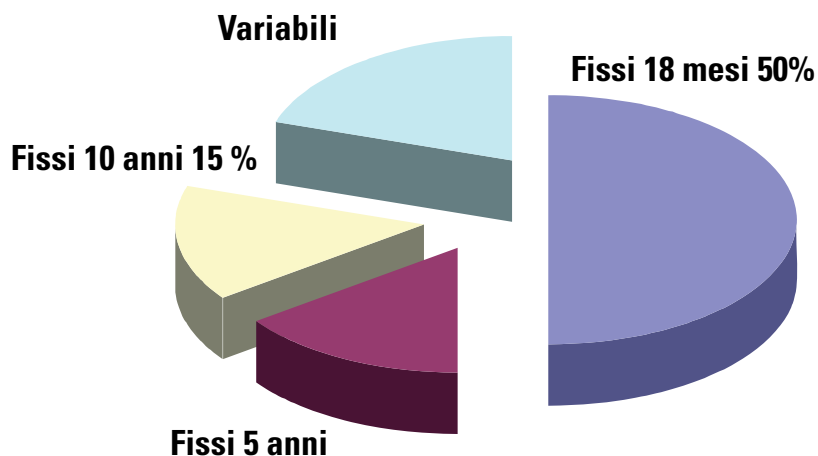
L'ECONOMIA RALLENTA?

L'attesa sulla crescita economica, in particolare negli Stati Uniti, è divenuta facile preda delle considerazioni che gli analisti hanno prodotto, a partire dallo scorso agosto, condizionati, almeno in parte, anche dall'atteggiamento dei mercati. Si può negare che la tendenza dei rendimenti è stata calante? Si può affermare che i mercati azionari si sono comportati come nei primi sei mesi del 2007? Certamente, no. Ragione per cui qualche dubbio sulle indicazioni relative alla crescita del prodotto lordo, tanto negli Stati Uniti che in area euro sono affiorate tra gli analisti che formulano previsioni sul futuro delle economie mondiali e, di conseguenza, dell'andamento dei mercati finanziari e valutari. La riduzione delle stime di crescita è stata inevitabile: negli Stati Uniti, le ipotesi d'incremento del prodotto lordo sono scese da 2,3% a 1,9%-2,0%, mentre in area euro da 2,6% a 2,3%. Effetti limitati, ma cui s'accompagnano, per i più pessimisti, rischi di utili aziendali in calo, minore occupazione e propensione ai consumi in forte diminuzione. Viceversa, chi ritiene che gli effetti dei mutui subprime saranno limitati, è ancora convinto che il calo indicato sopra sia largamente sopportabile dalle economie occidentali e che sia il numero degli occupati, sia la propensione ai consumi non diminuirà, come resteranno su valori interessanti gli utili aziendali.

E ITASSI D'INTERESSE?

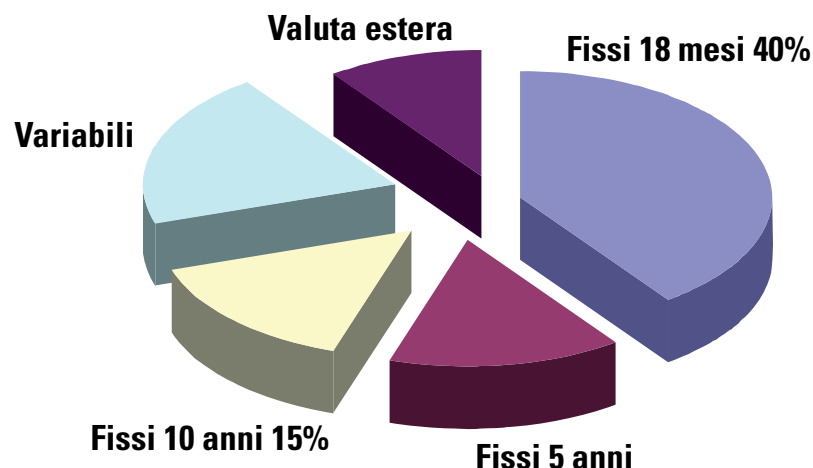
Si gioca sul filo del rasoio la previsione per l'andamento dei tassi, nel corso del 2008. Quelli ufficiali americani dovrebbero restare fermi almeno nel primo trimestre, mentre non si può escludere che la Banca Centrale Europea riprenda la stretta creditizia, nel timore che il costo della vita salga ulteriormente, alla luce delle indicazioni più recenti, che mo-

Portafoglio a basso rischio



La suddivisione consigliata tra le tipologie di titoli per un portafoglio a basso rischio.

Portafoglio a medio rischio



La suddivisione consigliata tra le tipologie di titoli per un portafoglio a rischio medio.

strano segnali di tensione, a causa del persistere del prezzo del petrolio sui livelli record. In quest'ottica, che accadrà al differenziale di rendimento fra titoli societari e governativi? Molto probabilmente, esso salirà ancora e, forse, il comparto societario dei mercati obbligazionari non tornerà a splendere, come nei mesi passati, ma potrebbe vivere una fase d'involuzione, fino a che la ferita inferta dai mutui subprime non sarà rimarginata. Gli investitori istituzionali, quasi certamente, sceglieranno ancora prodotti strutturati, anche a fronte di parametri complessi, ma lo faranno sempre meno e risparmiatori tradizionali, più volte scottati dall'aver immesso in portafoglio prodotti con caratteristiche tutt'altro che semplici. Nella prima parte del 2008, non è da escludere che la situazione d'incertezza relativa alla liquidità dei mercati secondari, per il solo comparto delle obbligazioni societarie, si consolidi, favorendo ulteriormente le quotazioni dei titoli governativi. La semplicità delle caratteristiche degli strumenti obbligazionari, forse, pagherà ancora e risulterà vincente, almeno per i primi sei mesi del 2008. Successivamente, non si può escludere un ritorno alla normalità, che consiste, negli ultimi anni, in un appiattimento della redditività dei prodotti obbligazionari, per i quali il differenziale di rendimento tra emissioni più rischiose e prestiti meno rischiosi è stato spesso molto contenuto, forse in misura eccessiva.

COME INVESTIRE

Resta il dubbio se le quotazioni di mercato degli strumenti governativi risentiranno del probabile incremento dei tassi d'area euro o se rimarranno sospinti verso l'alto dalla ricerca della qualità, com'è avvenuto da agosto scorso. Forse, prevarrà questa situazione e vivremo ancora con rendimenti troppo bassi per mercati che temono effetti inflazionistici derivanti da prezzi dell'energia in costante ascesa. Per evitare contraccolpi negativi, sarebbe opportuno, in questa fase, evitare una presenza eccessiva in portafoglio di emissioni con scadenza lunga, sulle quali, se il costo della vita subirà im-

pennate, potrebbero verificarsi sensibili cadute dei prezzi di mercato. Al tempo stesso, non si può evitarle completamente, perché le previsioni di crescita non saranno, per il 2008, così ottimistiche, come lo sono state per l'anno in corso. Un allentamento della pressione monetaria, da parte delle Banche Centrali, non è neppure da accantonare, se difficoltà economiche dovessero caratterizzare i primi mesi del 2008. Conviene stare a metà strada, attribuendo ai titoli a cedola fissa ancora una quota rilevante, ma suddivisa tra scadenze brevi e lunghe, mentre non si deve del tutto abbandonare il tasso variabile, in attesa di conferme sulle strategie delle Banche Centrali. Per chi ama maggiormente il rischio, una quota di strumenti denominati in valuta diversa dall'euro è indispensabile, per cercare di portare verso l'alto la redditività teorica del proprio portafoglio titoli. ■

“ Conviene stare a metà strada, attribuendo ai titoli a cedola fissa ancora una quota rilevante ma suddivisa tra scadenze brevi e lunghe ”

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 EROGA FINANZIAMENTI
- 2) SOCIETÀ NORVEGESE CHE FINANZIA L'EXPORT
- 3) SOCIETÀ GIAPPONESE DI SERVIZI
- 4) SOCIETÀ CHIMICA TEDESCA
- 5) SOCIETÀ TEDESCA COSTRUTTRICE D'AUTOMOBILI
- 6) SOCIETÀ FRANCESE CHE GESTISCE VENDITE AL DETTAGLIO
- 7) SOCIETÀ INGLESE DI TELEFONIA
- 8) SOCIETÀ TEDESCA COSTRUTTRICE D'AUTOMOBILI
- 9) SOCIETÀ OLANDESE CHE FORNISCE SERVIZI D'INGEGNERIA
- 10) SOCIETÀ PETROLIFERA ARGENTINA (QUOTA MINIMA 10MILA EURO)
- 11) SOCIETÀ FINANZIARIA USA (EX GENERAL MOTORS)
- 12) SOCIETÀ FINLANDESE CHE PRODUCE CARTA
- 13) EMITTENTE GOVERNATIVO
- 14) SOCIETÀ TEDESCA CHE PRODUCE CEMENTO
- 15) SOCIETÀ FINANZIARIA USA
- 16) SOCIETÀ AUTOMOBILISTICA STATUNITENSE

DICEMBRE: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 18-10-2007	REND LORDO	ANNOTAZIONI
XS0276299541	BEI	3,75	24-11-2010	AAA	98,87	4,16	1
XS0321678707	EKSPORTFINANS	4,375	20-09-2010	AA+	100,26	4,27	2
XS0096998561	TOKYO ELECTRIC POWER	4,375	14-05-2009	AA	99,76	4,45	3
DE000A0JQF26	BASF	4,00	21-04-2011	AA-	99,39	4,18	4
XS0261718653	BMW FINANCE	4,125	24-01-2012	A+	97,80	4,70	5
XS0167864544	CARREFOUR	4,375	15-06-2011	A	99,20	4,60	6
XS0162614167	VODAFONE GROUP	4,25	27-05-2009	A-	99,05	4,77	7
XS0234263076	DAIMLERCHRYSLER	3,625	10-11-2010	BBB+	96,90	4,75	8
XS0297698853	LINDE FINANCE	4,375	24-04-2012	BBB	98,23	4,80	9
XS0172751355	REPSOL FINANCE	5,00	22-07-2013	BBB-	98,73	5,23	10
XS0177329603	GENERAL MOTORS ACCEPTANCE	5,75	27-09-2010	BB+	82,00	12,97	11
XS0142044824	UPM KYMMENE	6,125	23-01-2012	BB	101,87	5,58	12
XS0223369322	REPUBBLICA DI TURCHIA	4,75	6-07-2012	BB-	97,25	5,37	13
DE0002966850	HEIDELBERGCEMENT	4,75	9-04-2009	B+	99,20	5,06	14
XS0176164803	FORD MOTOR CREDIT	5,75	12-01-2009	B	95,00	10,35	15
XS0171942757	GENERAL MOTORS	7,25	3-07-2013	B-	86,55	10,45	16