

DI NUOVO TITOLI LUNGI? SÌ, MA UN PO' ALLA VOLTA

Focus

■ Si può ricominciare a comprare e mettere in portafoglio obbligazioni a cedola fissa a lunga scadenza, anche decennale, che rendono di più di quelle a scadenza breve e media?

■ La risposta è affermativa, ma l'operazione di allungamento della scadenza media delle proprie obbligazioni va attuata gradualmente, immettendo i titoli un po' alla volta da adesso alla fine dell'anno.

■ Le incertezze legate al prezzo del petrolio e al possibile conseguente aumento dell'inflazione tengono vivo il rischio, più in Europa che negli Usa, che la salita dei tassi d'interesse non sia finita.

■ Quale percentuale del portafoglio obbligazionario dedicare ai titoli lunghi? A seconda della personale propensione al rischio è consigliabile il 10% subito per arrivare al 30% entro l'anno (rischio alto), dal 7,5% al 22,5% (rischio medio) e dal 2,5% al 15% (rischio basso).

Si può cominciare ad allungare la scadenza media del portafoglio con titoli a cedola fissa anche decennali. Ma gradualmente, da adesso alla fine dell'anno. Ecco titoli e percentuali consigliate

■ di Angelo Drusiani

All'incertezza tipica dei mercati finanziari, spesso sospesi tra prospettive rialziste dei tassi e, addirittura, ribassiste, s'è sommata, da qualche mese, la difficoltà di interpretare le indicazioni che emergono dagli interventi del Presidente della Banca Centrale degli Stati Uniti. E' un naturale rodaggio che si paga ad un nuovo modo di rapportarsi agli eventi, alle rilevazioni statistiche, ai mercati. Dopo tantissimi anni della precedente Presidenza, dalle parole di cui i mercati erano ormai abituati a trarre valutazioni, spesso corrette, sul futuro dei mercati finanziari, ora la situazione si è fatta più complessa, perché il feeling tra operatori e investitori da un lato, e nuova Presidenza dall'altro, è ancora in fase di consolidamento. Da questa nuova forma di rapporto, nascono forse i momenti di sorpresa con cui i mercati hanno reagito, nei mesi scorsi, ai primi interventi ufficiali dell'attuale Presidente. Che il suo ruolo sia importante è fuori discussione, esattamente come lo fu per il suo predecessore. Che i mercati si regolino con qualche ritardo sul significato d'attribuire ai suoi interventi, è molto probabile. Almeno così è parso, nella tarda primavera e ad inizio estate scorse.

Il preambolo è alla base di un'altra forma d'incertezza, legata, quest'ultima, alla decisione se immettere nuovamente in portafoglio strumenti a cedola fissa con durata decennale e superiore o se attendere ancora qualche tempo, per valutare quale sarà la strategia attuata dalle Banche Centrali in tema di tassi d'interesse. In pratica, per avere la conferma che la Federal Reserve limiterà il livello del tasso di sconto al 5,50% e che la Banca Centrale Europea lasci intendere che l'obiettivo finale sarà il 3,50%, limitando al 3,25% il valore da raggiungere, nel corso di quest'anno. La prospettiva che s'apre dinanzi all'investitore è abbastanza chiara, perché se i tassi non saliranno ulteriormente, negli Stati Uniti, potrebbe dipendere da due fattori correlati: una crescita del prodotto interno lordo rallentata e un aumento del costo della vita entro i limiti previsti dall'esecutivo.

INFLAZIONE & PETROLIO

Al tempo stesso, se il prezzo del petrolio dovesse restare su valori molto alti, un nuovo rischio potrebbe palesarsi sui mercati: il rallentamento dell'economia, ma, contemporaneamente, un tasso d'inflazione eccessivo, causato prevalentemente dalla quotazione del petrolio stesso. In quest'ultimo caso, che al momento, non pare avere molte probabilità di realizzarsi la Banca americana, dopo una fase di riflessione, potrebbe trovarsi nella malaugurata situazione di dovere aumentare ancora i tassi ufficiali, pur a fronte di un andamento economico tutt'altro che brillante. E si tratterebbe di un pessimo viatico. Più fortunata, in questo senso, la posizione della Banca Centrale Europea, per due ragioni: perché la ripresa economica è meno robusta di quella americana, e perché la strate-

gia rialzista dei tassi d'interesse è iniziata molto tempo dopo. Per la Banca di Francoforte le possibilità d'intervento sono molto maggiori, sia che decida di continuare ad aumentare i tassi ufficiali, sia che decida d'invertire la rotta. Lo spartiacque, come sempre in area euro, è il tasso d'inflazione; se il prezzo del petrolio resta su valori elevati, ma soprattutto se il rapporto di cambio tra euro e dollaro volgesse a favore di quest'ultimo, non v'è dubbio che prevarrebbe l'ipotesi rialzista, cominciata a dicembre scorso. Mentre se l'inflazione, pur condizionata dalla quotazione del petrolio, mantenesse gli attuali valori, non è da escludere che il livello del 3,50%, ipotizzato per marzo prossimo, potrebbe rappresentare il punto d'arrivo della politica monetaria della Banca europea.

Se negli Stati Uniti, probabilmente, l'aumento della duration (scadenza media) di portafoglio con l'investimento in titoli a cedola fissa con durata medio-lunga appare fin d'ora un'ipotesi percorribile, in area euro potrebbe esserlo, ma con cautela e prudenza.

RENDIMENTI ANCORA SU?

L'una e l'altra suggerite dalla possibilità che la curva dei rendimenti si alzi ancora, spinta all'insù delle attese di ulteriori aumenti dei tassi ufficiali. Anche se, teoricamente, dovrebbero essere i prezzi di mercato delle durate più brevi a pagare il costo dei nuovi incrementi dei tassi, è inevitabile che anche le quotazioni delle durate medie e di quelle lunghe dei titoli a cedola fissa finirebbero per subire contraccolpi negativi, fino a che la sensazione che il livello massimo dei rendimenti sia stato raggiunto. Sensazione, naturalmente, che molto difficilmente, sarà rappresentata da una data ben precisa; perché, come indicato all'esordio, l'incertezza sulle previsioni è tipica dei mercati finanziari, al punto che, contemporaneamente, le prospettive analizzate dai vari Uffici Studi, appaiono spesso contrastanti. Probabilmente la strategia da attuare, in questa fase, è l'approccio

graduale alla parte medio-lunga dei rendimenti, con un incremento, altrettanto graduale, della duration di portafoglio. Perché si parla di duration? Perché essa rappresenta, indirettamente, il grado di rischio, sia di un singolo strumento obbligazionario, sia di un intero portafoglio. Essa viene espressa in numero di anni e di millesimi di anno, come dire che una duration indicata 2,500 corrisponde a due anni e mezzo. Un suo valore molto alto, in fase di tassi ascendenti, espone sia l'obbligazione a cedola fissa, sia il portafoglio investito in prodotti a tasso fisso a possibili perdite in conto capitale, mentre offre possibili, elevati guadagni nella fase contraria. E' per questa ragione che, negli ultimi mesi, nei quali s'è accentuato il rialzo dei rendimenti, era consigliabile una duration molto bassa, addirittura inferio-

“
**La gradualità
 va attuata
 sia nella
 tempistica degli
 acquisti, sia nella
 percentuale
 da dedicare
 a questa
 tipologia
 di emissioni**
 ”

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

re ad un anno. Ma lo stesso consiglio non vale più, se si presume che la tendenza rialzista dei tassi e dei rendimenti stia giungendo al termine. Approccio graduale alla parte medio lunga della curva dei rendimenti, all'immissione in portafoglio di titoli pubblici o societari a cedola fissa con scadenza 2010, 2011 e oltre, potrebbe essere la giusta strategia, in questa fase dei mercati. La gradualità va attuata sia nella tempistica degli acquisti, sia nella percentuale da dedicare a questa tipologia di emissioni. Tra chi dedicherà pesi maggiori, in tempi minori, ai titoli con durata medio lunga e chi sceglierà percentuali modeste, in tempi più lunghi, lo spartiacque è la propensione al rischio individuale, la capacità di accettare che importanti oscillazioni dei prezzi possano aver luogo sul valore sia dei titoli acquistati, sia sulla valorizzazione del

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) BANCA NORVEGESE, SPECIALIZZATA IN FINANZIAMENTI A LUNGO TERMINE
- 2) BANCA DANESE. 16/3/2015: RIMBORSO A 100 O CEDOLA 3 MESI E3URIBOR + 1,81
- 3) BRITISH AMERICAN TOBACO
- 4) GRUPPO PHILIP MORRIS
- 5) QUANTITÀ MINIMA SOTTOSCRIVIBILE 10MILAEURO
- 6) GMAC
- 7) TELEDENMARK
- 8) AZIENDA CHIMICA. 1/6/2007: POSSIBILE RIMBORSO A 104, A DISCREZIONE EMITTENTE

SETTEMBRE: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 22-08-2006	REND LORDO	ANNOTAZIONI
XS0155230260	TOYOTA MOTOR CREDIT	4,125	15/01/08	AAA	100,64	3,632	
XS0166901396	A/S EKSPORTFINANS	3,50	16/04/08	AA+	99,63	3,727	(1)
XS0167456267	ENI	4,625	30/04/13	AA	103,25	4,056	
DE0001940005	ALLIANZ	4,25	30/07/07	AA-	101,91	3,585	
XS0170342868	ENEL	4,25	6-12-2013	A+	101,04	4,070	
XS0214318007	DANSKE BANK	4,10	16/03/18	A	98,00	4,546	(2)
XS0210319090	DEUTSCHE TELEKOM	3,25	19/01/10	A-	97,25	4,129	
XS0223234823	BAT INTERNATIONAL FINANCE	3,625	29/06/12	BBB+	95,92	4,431	(3)
DE0002484557	ALTRIA FINANCE	5,625	24/07/08	BBB	102,70	4,055	(4)
FR0010002121	PINAULT PRINTEMPS REDOUTE	5,00	23/01/09	BBB-	102,02	4,093	
DE0002966850	HEIDELBERGCEMENT	4,75	4-09-2009	BB+	101,45	4,147	(5)
XS0177329603	GENERAL MOTORS ACCEPTANCE	5,75	27/09/10	BB	99,50	5,870	(6)
XS0214851874	REPUBBLICA DEL VENEZUELA	7,00	16/03/15	BB-	107,13	5,907	
XS0176164803	FORD MOTOR CREDIT	5,75	1-12-2009	B+	96,62	7,201	
XS0146556385	TDC	6,50	19/04/12	B	102,36	5,981	(7)
XS0177187381	RHODIA	8,00	6-01-2010	B-	106,00	6,185	(8)

Un selezione dei migliori titoli a lunga scadenza

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING	PREZZO	REND
XS0167456267	ENI	4,625	30-04-2013	AA	103,25	4,056
XS0168882495	VOLKSWAGEN	4,875	22-05-2013	A-	104,52	4,074
XS0170342868	ENEL	4,25	12-06-2013	A+	101,04	4,070
IT0003472336	BTP (Italia)	4,25	1-08-2013	AA-	102,37	3,891
XS0179091425	AEM	4,875	30-10-2013	BBB	102,30	4,463
XS0193947271	AUTOSTRADE *	5,00	9-06-2014	A	103,05	4,506
XS0196712086	ACEA **	4,875	23-07-2014	A-	102,35	4,460
XS0210318795	DEUTSCHE TELEKOM	4,00	19-01-2015	A-	94,98	4,735
XS0214238239	THYSSENKRUPP	4,375	18-03-2015	BBB-	96,76	4,843
XS0171904583	DEUTSCHE BAHN (Ferrovie tedesche)	4,25	8-07-2015	AA	101,27	4,075
DE0001135291	BUNDESREPUBLIK (Germania)	3,50	4-01-2016	AAA	97,69	3,795
ES00000120G4	BONOS (Spagna)	3,15	31-01-2016	AAA	94,78	3,814
DE0010288357	GOVERNO FRANCESE	3,25	25-04-2016	AAA	95,39	3,824
XS0182242247	FINMECCANICA ***	5,75	12-12-2018	A3	108,53	4,809

*taglio minimo Euro 100.000

** taglio minimo Euro 50.000

*** possibili restrizioni vendita

PREZZI AL 22/08/06

“ **All'interno della parte di emissioni a cedola fissa sarà ancora la propensione al rischio a determinare la quota dei titoli pubblici e quella dei titoli societari** ”

portafoglio nel suo complesso. Con elevata propensione al rischio si potrebbe investire fin d'ora una quota massima del 10% del patrimonio in emissioni di questo tipo, per salire fino al 30%, entro fine anno. Con una propensione media, si potrebbe passare dal 7,5% al 22,5%, e con una propensione bassa dal 2,5 al 15%, nei tempi indicati.

QUANTE CORPORATE IN PORTAFOGLIO

All'interno della quota di emissioni a cedola fissa sarà ancora la propensione al rischio a determinare la percentuale dei titoli pubblici e di quella dei titoli societari. Questi ultimi, generalmente, espongono ad un rischio emittente superiore, perché godono di gradi d'affidabilità inferiori rispetto a molti titoli governativi. Al tempo stesso, il loro grado di liquidità sul mercato è minore, perché il singolo valore dei titoli in circolazione, il cosiddetto valore nominale, è decisamente più basso, se raffrontato ad un singolo collocamento del Tesoro italiano, francese, tedesco, spagnolo e di altri ancora. L'ulteriore suddivisione del portafoglio dei titoli a cedola fissa vedrebbe una quota paritetica tra emissioni pubbliche e societarie, nel vaso di elevata propensione al rischio, suddivisione che porterebbe al 65% la quota di titoli

pubblici, se la propensione è media, mentre la stessa quota salirebbe all'85%, se la propensione al rischio è bassa. In linea teorica, l'aspettativa di rendimento è più alta se è maggiore sia la quota di titoli a cedola fissa con durata medio lunga, sia la percentuale di titoli societari, gli uni e gli altri essendo portatori di una ipotizzata maggiore redditività. A mano a mano che diminuisce la presenza di quelle caratteristiche in portafoglio, l'aspettativa di rendimento si fa minore. Peraltro, maggiore è l'esposizione al rischio e maggiore dovrebbe essere il ritorno reddituale. Non è da escludere che, nel corso del 2007, le percentuali indicate debbano essere riviste e aumentate; ma, in questa fase, per chi vuole costruire un portafoglio più vicino al mercato, modificando in parte quello precedente, la strategia prudente indicata potrebbe essere quella più adatta. Per far spazio alle nuove quote di titoli a cedola fissa con durata medio lunga si può indifferentemente attingere, per venderle, sia alle emissioni a cedola fissa con durata brevissima, entro un anno, sia ai Cct, sia ai titoli indicizzati al tasso euribor, le emissioni societarie a cedola variabile. Questa movimentazione rappresenterebbe chiaramente che un'importante modifica di strategia è in corso d'opera. ■