

L'INCERTEZZA TASSI PIACE A CASSETTISTI E TRADER

**I primi, che tengono i titoli sino alla scadenza,
non temono i saliscendi delle quotazioni.
I secondi trovano molte occasioni di guadagno
con frequenti acquisti e vendite.
Tutte le indicazioni per scegliere le emissioni
e costruire un portafoglio adeguato ai prossimi mesi**

■ di Angelo Drusiani

Basta poco, direbbe Vasco Rossi. Basta poco, in effetti, perché il sentimento dei mercati muti e le attese sul futuro delle economie, in primis, e dei mercati finanziari, a rimorchio, si spostino da negative a positive, per tornare ad essere di segno opposto. La cronologia. **26 febbraio 2007**: l'ex Presidente della Federal Reserve indica che vi sono oltre 30% di possibilità che l'economia americana viva una fase di recessio-

I titoli giusti per un portafoglio a prova di altalene

ISIN	TITOLI	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING	PREZZO	REND. LORDO
------	--------	--------------	----------	--------	--------	-------------

A CEDOLA VARIABILE

XS0196776727	KPN	4,154	22-07-2013	BBB+	100,40	4,18
XS0244500236	DEUTSCHE TELEKOM	4,025	18-08-2013	A-	100,08	4,13
DE0005590962	DEUTSCHE BANK	3,896	19-10-2014	AA-	100,53	3,98
IT0004101447	CCT	3,96	2-07-2017	A*	100,67	4,11

A CEDOLA FISSA DURATA 10 ANNI CIRCA

XS0210318795	DEUTSCHE TELEKOM	4,00	20-01-2019	A-	94,50	4,87
XS0214238239	THYSSENKRUPP	4,375	19-03-2019	BBB-	97,00	4,84
XS0171904583	DEUTSCHE BAHN	4,25	9-07-2019	AA	99,30	4,37
XS0240383603	RABOBANK	3,375	19-01-2020	AAA	92,53	4,42
IT0004019581	BTP	3,75	2-08-2020	AA-	95,76	4,38
XS0164831843	DEUTSCHE BAHN	4,75	15-03-2022	AA	101,68	4,55

ZERO COUPONS

IT0006506007	BANCA EUROPEA INVESTIMENTI	0,00	7-12-2020	AAA	66,54	4,36
DE0001345908	BANCA EUROPEA INVESTIMENTI	0,00	6-11-2030	AAA	42,80	4,44
ES0000011876	BONOS (GOVERNO SPAGNA)	0,00	1-02-2033	AAA	38,70	4,50
XS0109077486	BANCA EUROPEA INVESTIMENTI	0,00	16-03-2034	AAA	36,00	4,51

A CEDOLA FISSA A BREVE DURATA

XS0161311484	TOTAL	3,50	29-01-2012	AA	99,53	4,09
XS0161229710	NESTLE'	3,50	12-02-2012	AAA	99,60	3,97
XS0163767105	DANONE	3,375	6-03-2012	A+	100,54	4,19
XS0154143241	VOLKSWAGEN	4,875	11-03-2012	A-	99,30	4,20
XS0182313527	LOTTOMATICA	4,80	23-12-2012	BBB	100,53	4,45

Per ogni tipologia di obbligazioni una serie di emissioni consigliate.

ne, nella parte finale dell'anno. Stesso giorno: cade la Borsa di Shanghai, su timori di possibili restrizioni, tese ad aumentarne la trasparenza. **27 febbraio 2007:** è il turno delle Borse azionarie occidentali a subire forti perdite, non limitate a quella seduta, ma anche ad altre successive. Fuggono i capitali dalle borse americane ed europee, ma non solo da quelle, per rifugiarsi nei titoli di Stato. La ragione sembrerebbe molto semplice da valutare: le economie peggioreranno e le Banche Centrali saranno costrette a ridurre i tassi ufficiali, per ridare slancio alle economie stesse. Corsa agli strumenti obbligazionari, perché, in prospettiva, le loro quotazioni saliranno, in virtù del probabile calo dei tassi e dei rendimenti di mercato. **27 marzo 2007:** l'attuale Presidente della Federal Reserve ipotizza che la crescita dell'economia americana sarà minore del previsto, per il primo semestre dall'anno in corso, ma evidenzia che il vero pericolo non è tanto l'incremento del prodotto lordo, che dovrebbe attestarsi a buoni livelli, quanto il rischio che il costo della vita salga in misura superiore alle attese.

ITASSI SALGONO, ANZI SCENDONO

Contrordine immediato sui mercati: i tassi non scenderanno più, in tempi brevi. Anzi, forse potrebbero salire anche negli Stati Uniti, mentre è certo che continueranno ad incrementarsi in area euro. Controtendenza sui mercati obbligazionari: lo smalto che li aveva caratterizzati per gran parte del mese di marzo, a seguito delle incertezze sui mercati azionari, diviene improvvisamente opaco e lascia spazio a dubbi ed incertezze su quanto potrebbe accadere se, in effetti, la Banca Centrale degli Stati Uniti decidesse di portare il tasso di sconto al 5,50%, proprio ora che si dava per certo che il 5,25% avrebbe finito per rappresentare il punto d'arrivo della politica monetaria di Washington.

Beati i cassetisti! Indifferenti alle evoluzioni dei mercati e alle indicazioni fornite dagli analisti, mantengono salde le loro posizioni in portafoglio, almeno per la quota che, a lo-

ro parere, non dovrebbe subire modifiche, nel corso degli anni. Beati i trader! Perché amano movimentare i portafogli, sfruttando le oscillazioni nei due sensi delle quotazioni e sperando di cogliere i punti di rialzo e di ribasso a loro favorevoli.

TUTTI FELICI?

Tutti felici, dunque? Forse sì, perché, paradossalmente, vi sono strumenti adatti a più stagioni. Ad esempio, i titoli a cedola fissa con durata decennale che possono offrire discrete soddisfazioni a chi li mantiene in portafoglio, per riscuotere le cedole, che, mediamente, sono più elevate, rispetto a quelle che propongono i titoli con durata breve. Al tempo stesso, la sensibilità dei loro prezzi alle prospettive dei mercati offrono uno spazio elevato d'attività ai trader, a chi è propenso

ad acquistare queste emissioni, non con il solo obiettivo d'incassarne gli interessi, ma con il prevalente scopo di averlo sì in portafoglio, ma di comprarlo e venderlo più volte. Il cassetista, di solito, non si espone a rischi particolari, se non a quelli legati al debitore, perché egli può essere interessato ad immettere in portafoglio obbligazioni a basso rating o in valuta diversa dall'euro, al fine d'incassare un rendimento teorico più elevato di quello che propongono i titoli pubblici europei. Il trader fa altrettanto: sceglie, generalmente, emissioni pubbliche ad alto grado d'affidabilità, perché questi strumenti godono di una caratteristica importantissima, la facile liquidabilità sul mercato secondario. Egli, nel contempo, non esclude dal proprio portafoglio titoli ad elevata redditività teorica, sia perché

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) **BANCA OLANDESE**
- 2) **ENTE TERRITORIALE TEDESCO**
- 3) **SOCIETÀ CHE GESTISCE LE FERROVIE TEDESCHE**
- 4) **FILIALE OLANDESE DELLE ASSICURAZIONI GENERALI. IMPORTO MINIMO 10MILA EURO**
- 5) **SOCIETÀ FINANZIARIA DEL GRUPPO AUTOMOBILISTICO TEDESCO BMW**
- 6) **SOCIETÀ FRANCESE CHE GESTISCE GRANDI MAGAZZINI**
- 7) **SOCIETÀ FRANCESE CHE GESTISCE LA TELEFONIA**
- 8) **SOCIETÀ FINANZIARIA SVIZZERA DELL'OMONIMO GRUPPO CEMENTIFERO**
- 9) **SOCIETÀ FINANZIARIA FRANCESE DELL'OMONIMO GRUPPO PRODUTTORE DI ACCIAI**
- 10) **SOCIETÀ ITALIANA CHE GESTISCE LOTTERIE, CONCORSI A PREMI, ETC.**
- 11) **EMISSIONE DEL DEBITO PUBBLICO**
- 12) **SOCIETÀ FINANZIARIA OLANDESE DELL'OMONIMO GRUPPO CHE PRODUCE MATERIALE MEDICO**
- 13) **EMISSIONE DEL DEBITO PUBBLICO**
- 14) **ENTE TERRITORIALE ARGENTINO: DEBITO RISTRUTTURATO**
- 15) **SOCIETÀ FINANZIARIA STATUNITENSE DELL'OMONIMO GRUPPO AUTOMOBILISTICO USA**
- 16) **SOCIETÀ AUTOMOBILISTICA STATUNITENSE**

MAGGIO: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 23-05-2006	REND LORDO	ANNOTAZIONI
XS0171134371	RABOBANK NEDERLAND	3,25	25-06-2010	AAA	97,23	4,20	1
DE0001040400	LAND BADEN WUETTEMBERG	3,25	18-01-2016	AA+	92,22	4,34	2
XS0205790214	DEUTSCHE BAHN FINANCE	4,25	23-11-2016	AA	98,34	4,46	3
XS0218469962	GENERALI FINANCE	3,875	6-05-2015	AA-	95,72	4,52	4
XS0282510170	BMW FINANCE	4,25	22-01-2014	A+	98,43	4,52	5
XS0167864544	CARREFOUR	4,375	15-06-2011	A	99,42	4,53	6
FR0010245555	FRANCE TELECOM	3,625	14-10-2015	A-	92,00	4,79	7
XS0207037507	HOLCIM FINANCE	4,375	9-12-2014	BBB+	97,80	4,72	8
XS0204395213	ARCELOR FINANCE	4,625	7-11-2014	BBB	98,43	4,86	9
XS0182313527	LOTTOMATICA	4,80	22-12-2008	BBB-	100,53	4,45	10
XS0172026857	REGNO DEL MAROCCO	5,00	8-07-2008	BB+	100,51	4,54	11
XS0240918218	FRESENIUS FINANCE	5,00	31-01-2013	BB	99,74	5,05	12
XS0223369322	REPUBBLICA DI TURCHIA	4,75	6-07-2012	BB-	97,46	5,28	13
XS0234082872	PROVINCIA DI BUENOS AIRES	2,00	15-05-2035	B+	50,86	8,27	14
XS0176164803	FORD MOTOR CREDIT	5,75	12-01-2009	B	98,88	6,20	15
XS0171942757	GENERAL MOTORS	7,25	3-07-2013	B-	96,38	8,01	16

espressione di debitori a basso rating o di monete costrette a pagare rendimenti molto alti, quali, fra le altre, la nuova lira turca o il fiorino ungherese, ma anche il rand del Sud Africa. In questi casi, spesso, la liquidabilità del titolo sul mercato secondario non è del tutto assicurata, perché queste emissioni vengono collocate per importi non elevati e rischiano di non attrarre operatori internazionali disposti ad esprimere quotazioni in acquisto o in vendita. Se per i titoli pubblici, la loro compravendita può avere luogo anche più volte al giorno, per le obbligazioni a basso rating o denominate in monete particolari non sempre ciò è possibile. La movimentazione del portafoglio assume, per questa tipologia di strumenti, una periodicità molto più lenta.

I PLUS DEL VARIABILE

Non si prestano a questo tipo d'attività gli strumenti a cedola variabile, perché i loro prezzi di mercato hanno oscillazioni abbastanza contenute. Le tensioni sul futuro dei tassi finiscono per scaricarsi sulle cedole, che, in fasi di aumento dei tassi, come sta accadendo ora in area euro, salgono ogni tre od ogni sei mesi, a seconda di quale sia il parametro di riferimento. In pratica, il prezzo di mercato riflette continuamente i rendimenti che il mercato impone, mentre per gli strumenti a cedola fissa occorre che il prezzo di mercato si adegui di momento in momento ai rendimenti di mercato, salendo o scendendo, a seconda che i rendimenti stessi aumentino o diminuiscano. Se questa tipologia di emissioni piace poco all'investitore trader, essa non viene certamente snobbata dall'investitore cassetista, perché, in fasi d'incertezza sul futuro dei tassi, garantisce tranquillità alle quotazioni dei titoli, mentre in fase di loro rialzo, offre entrate progressivamente crescenti, grazie al continuo ritocco verso l'alto del flusso per interessi.

Molto lontani, per caratteristiche, da questi ultimi strumenti finanziari, anche gli zero coupons s'adattano meglio agli investitori cassetisti di quanto lo facciano per quelli trader. Gli zero coupons, che si caratterizza-

no dal pagamento della cedola in un'unica soluzione, alla scadenza del prestito, vivono le stesse vicende dei titoli a cedola fissa, godendo di favorevoli incrementi dei prezzi, in fasi di rendimenti in calo, e viceversa. Le variazioni dei prezzi di mercato sono molto più sensibili, nel caso delle emissioni zero coupons, perché, in assenza del flusso cedolare, la parziale difesa nei confronti dei rendimenti di mercato, rappresentata dal pagamento delle cedole, viene meno. Il cassetista che desidera un ritorno elevato del capitale, senza doverlo gestire in prima persona, s'affida a questi prestiti, che vengono scambiati anche a prezzi molto bassi, ben inferiori a 50 su 100 di valore nominale, se la durata è molto lunga, perché non pretendono, per versare un capitale elevato, all'atto del rimborso, il reinvestimento del flusso cedolare. Questi prestiti non vengono disdegnati dagli investitori trader, perché, soprattutto in fasi di tassi calanti, il loro prezzo si rivaluta in misura molto sensibile. Anche in questo caso, le quantità emesse sono modeste e s'adattano ad un tipo di movimentazione di portafoglio molto ridotta.

QUALE PORTAFOGLIO

Delle tre principali tipologie di strumenti obbligazionari, ne beneficia maggiormente l'investitore cassetista, perché egli può indifferentemente alimentare il proprio portafoglio con ognuno di loro, attribuendo pesi diversi, a seconda delle fasi che vive il mercato. Ora, ad esempio, la quota da attribuire alle emissioni a cedola variabile potrebbe arrivare al 35% del portafoglio, a fronte di una quota del 25% di emissioni a tasso fisso con durata decennale e del 20% di emissioni zero coupons. La percentuale restante potrebbe essere destinata ai titoli a cedola fissa con durata massima 18 mesi.

Per l'investitore trader il principale punto di riferimento è il titolo decennale pubblico, perché la sua sensibilità alle attese sul futuro dei tassi, accompagnata da un elevato grado d'affidabilità, ne fanno uno strumento ad hoc per la movimentazione in portafoglio. ■

“ Ora la quota da attribuire alle emissioni a cedola variabile potrebbe arrivare al 35% del portafoglio a fronte di una quota del 25% di emissioni a tasso fisso con durata decennale e del 20% di emissioni zero coupons. La quota restante potrebbe essere destinata ai titoli a cedola fissa con durata massima 18 mesi, ”