

ALMENO UN PIZZICO DI TASSO VARIABILE

E' bene cominciare a premunirsi in vista di una possibile ripresa dell'inflazione. Se l'economia mondiale ripartirà già da fine anno, cresceranno i consumi. E se la Cina farà da traino, anche il petrolio tornerà a salire spingendo su i prezzi. Così i tassi saliranno. In portafoglio Cct e societarie indicizzate fino al 15% del totale investito

Focus

■ Molti esperti sono convinti che già da fine 2009 l'economia inizierà una graduale ripresa che potrebbe spingere al rialzo i consumi e quindi i prezzi. Al ritorno dell'inflazione le banche centrali reagirebbero alzando i tassi.

■ E' consigliabile allora cominciare da subito a mettere in portafoglio titoli a tasso variabile, i cui rendimenti sono legati all'andamento dei tassi di interesse. Come i Cct, indicizzati ai Bot, o le obbligazioni societarie (corporate) che sono invece indicizzate al tasso Euribor.

■ di Angelo Drusiani

Il comportamento di molti investitori e di molti gestori di patrimoni induce a ritenere che essi ritengano possibile una graduale ripresa dell'economia mondiale, a partire da fine anno in corso. Le variazioni intervenute nella composizione dei portafogli, all'interno dei quali la presenza di strumenti azionari ha assunto un peso maggiore, ne sono la concreta testimonianza. Le ragioni di questo prudente ottimismo possono essere ricercate, da un lato, nella politica monetaria attuata dalle Banche Centrali, e, dall'altro, dalla costante e attiva presenza dei governi. Questi ultimi, attraverso politiche fiscali favorevoli ad aziende e consumatori, hanno accompagnato le economie mondiali, in una fase particolarmente complessa. Complessità originata

non tanto dalla contrazione del prodotto lordo globale, quanto dai non chiari sviluppi della crisi che ha colpito una parte del sistema finanziario. La strategia classica applicata dalle Banche Centrali, con l'utilizzo dello strumento dei tassi d'interesse, ha prodotto effetti positivi, pur a fronte di una situazione mai vissuta negli ultimi anni.

Perplessità, dubbi e incertezze sono stati manifestati più volte, dagli addetti ai lavori, nei confronti delle politiche attuate dalle autorità monetarie, perché si è pensato che la riduzione dei tassi d'interesse non bastasse a riportare una parvenza di sereno in una fase economica di difficoltà. In effetti, senza aiuti a imprese e famiglie, da parte degli esecutivi, difficilmente la possibilità d'indebitarsi a costi molto bassi sarebbe bastata ad aiutare le economie in forte rallentamento. Ma

Queste cedole si muovono con l'Euribor

ISIN	TITOLI	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING	PREZZO	REND. LORDO	MAGGIORAZIONE SU EURIBOR
XS0210918040	BANCA MONTE PASCHI SIENA	1,452	9-02-2010	A	100,00	1,41	12,5
XS0191589695	BANCA INTESA	1,527	10-05-2011	AA-	99,34	1,84	20
XS0273441278	UNICREDITO ITALIANO	1,469	7-11-2011	AA3 *	97,75	2,31	12,5
XS0285148598	UNICREDITO ITALIANO	1,515	5-02-2014	AA3 *	94,00	2,74	15
XS0205532947	MORGAN STANLEY	1,685	15-01-2010	A	98,95	3,21	25
XS0253851280	GOLDMAN SACHS	1,527	11-05-2011	A	96,56	3,23	20
XS0273234137	MERRILL LYNCH	1,584	31-10-2011	A	88,47	6,53	20
XS0221793499	CITIGROUP	1,800	14-06-2012	A	87,76	5,74	15

* rating di Moody's

Una selezione di emissioni societarie (corporate) indicizzate al tasso Euribor e ad alto rating.

la prima mossa, che poi ha sollecitato le altre, è venuta dai Direttivi della Federal Reserve, in primis, dalla Bank of England, e, con minore velocità, dalla Banca Centrale Europea, cui hanno fatto da corollario altre Banche dell'Occidente e dell'Oriente, oltre a quelle del continente australe. Tutte orientate verso una politica espansiva, in materia di tassi d'interesse.

MA LA RIPRESA DIPENDE DA FAMIGLIE E IMPRESE

Tutto dimenticato, tutto passato? Il volano che, spinto dalle autorità monetarie politiche, ha iniziato a ruotare continuerà nella sua corsa, trascinando con sé l'intera economia mondiale? O gli effetti della crisi, non particolarmente lunga, ma segnata da timori profondi sulle conseguenze, si manifesteranno nel corso dei prossimi mesi, come un'onda lunga, che muove da lontano? Verrebbe naturale rispondere che l'attenzione con cui Banche Centrali ed Esecutivi hanno governato i difficili mesi che hanno caratterizzato le economie mondiali, da 22 mesi ad oggi, dovrebbe rappresentare una garanzia importante. In realtà, la ripresa delle economie dipende da due fattori essenziali: la fiducia delle famiglie, la cui propensione ai consumi si torni a posizionare su valori medio alti, e la volontà delle imprese a investire nuovamente in misura consistente nella propria attività. Generalmente, dapprima, sono i consumatori ad uscire dalla stasi, inducendo le aziende ad aumentare gradualmente la produzione, al fine di seguire e soddisfare le rinnovate esigenze dei consumatori stessi. Se questo meccanismo viene innescato, come sta accadendo ora, sarà poi necessario non apportare modifiche alle strategie attuate dalle Banche Centrali, per evitare che gli effetti positivi vengano ridimensionati o annullati da politiche di segno opposto. Se, oggettivamente, non è possibile ipotizzare un diverso comportamento, da parte dei Direttivi delle Banche Centrali e dei Governi, è molto più complesso valutare soggettivamente quale potrebbe essere l'atteggiamento delle famiglie in rap-

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

porto alla propensione ai consumi. Molto dipenderà da quanto colpirà le famiglie stesse e, di conseguenza, i consumi, la possibilità che una parte di aziende decida di ridurre i costi, attraverso licenziamenti dei dipendenti. È evidente che se cala il numero degli occupati, scenderà, di pari passo, la possibilità che i consumi si mantengano su buoni valori o che, addirittura, aumentino. Potrebbe verificarsi, viceversa, la situazione opposta. Tra i sociologi, i politici e gli psicologi sono in molti a ritenere che vi siano fondate ragioni per ritenere che il comportamento medio di gran parte della popolazione muterà, attestandosi a standard di vita inferiori a quelli tenuti negli ultimi vent'anni. In sostanza, e questo è il ragionamento complessivo, molta ricchezza è sta-

ta erosa dalla crisi finanziaria, che ha ridotto il valore di molti investimenti e, di conseguenza, il valore dei portafogli di molti investitori. I mercati sono pragmatici, da sempre. Non amano talune previsioni, perché già i prezzi che i mercati stessi attribuiscono agli strumenti finanziari rappresentano essi pure previsioni, aspettative. I mercati guardano alla politica monetaria attuata dalle Banche Centrali, alla presenza dei Governi e traggono conclusioni molto semplici: a tassi bassi, l'Occidente reagisce e reagirà. In soldoni: l'economia riprenderà a produrre ricchezza, ad iniziare da fine anno in corso. Sarà la Cina, forse, a trascinare l'intero globo, attraverso una politica inattesa, che dovrebbe favorire lo sviluppo delle enormi aree interne, fino ad ora

GIUGNO: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 23-03-2009	REND. LORDO	ANNOTAZIONI
XS0293707617	RABOBANK	4,125	4-04-2012	AAA	103,85	2,71	1
XS0412968793	SHELL INTERNATIONAL FINANCE	3,375	9-02-2012	AA+	102,32	2,48	2
XS0164831843	DEUTSCHE BAHN FINANCE	4,75	14-03-2018	AA	103,78	4,23	3
XS0176128675	AVENTIS	4,25	15-09-2010	AA-	103,09	1,85	4
NL0000119592	ING BANK	5,50	4-01-2012	A+	101,28	4,95	5
XS0187162325	ALLIANZ	5,50	PERPETUAL	A	73,98	13,34	6
GR0110019214	REPUBBLICA DI GRECIA	3,80	20-03-2011	A-	103,10	2,05	7
XS0179091425	A2A	4,875	30-10-2013	BBB +	103,75	3,93	8
XS0147459803	REPUBBLICA DI LITUANIA	5,875	10-05-2012	BBB	100,91	5,53	9
XS0204418791	REPUBBLICA D'UNGHERIA	3,375	28-10-2011	BBB -	96,00	5,41	10
XS0142044824	UPM KYMMENE	6,125	23-01-2012	BB+	99,13	6,47	11
XS0246487457	ABN AMRO BANK	4,31	PERPETUAL	BB	37,25	23,78	12
XS0214851874	REPUBBLICA DEL VENEZUELA	7,00	16-03-2015	BB-	64,00	17,27	13
FR0010070805	ALCATEL-LUCENT	6,375	7-04-2014	B+	80,00	12,02	14
XS0237435317	TUI	3,276	10-12-2010	B	81,13	15,45	15
XS0289333048	CEMEX FINANCE EUROPE	4,75	5-03-2014	B-	64,00	16,08	16

NB. Quota minima sottoscrivibile 50mila euro: titoli adatti a portafogli con importo di almeno 2milioni di euro .

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 COMMERCIALE OLANDESE | 10 ■ EMITTENTE PUBBLICO |
| 2 ■ SOCIETÀ PETROLIFERA OLANDESE | 11 ■ SOCIETÀ FINLANDESE CHE GESTISCE CARTIERE |
| 3 ■ SOCIETÀ CHE GESTISCE LE FERROVIE TEDESCHE | 12 ■ BANCA COMMERCIALE OLANDESE. 10-3-2016:
A DISCREZIONE EMITTENTE, RIMBORSO A 100
O CEDOLA DIVERRÀ DA FISSA A VARIABILE,
INDICIZZATA A TASSO EURIBOR 3 MESI PIÙ 1,66 PUNTI |
| 4 ■ SOCIETÀ FRANCESE CHE OPERA IN CAMPO MEDICO | 13 ■ EMITTENTE PUBBLICO |
| 5 ■ BANCA COMMERCIALE OLANDESE | 14 ■ SOCIETÀ TELECOMUNICAZIONI FRANCESE |
| 6 ■ SOCIETÀ DI ASSICURAZIONI TEDESCA. 15-1-2014:
A DISCREZIONE EMITTENTE, RIMBORSO A 100
O CEDOLA DIVERRÀ DA FISSA A VARIABILE,
INDICIZZATA A TASSO EURIBOR 3 MESI PIÙ 2,30 PUNTI | 15 ■ SOCIETÀ TEDESCA CHE FORNISCE SERVIZI VACANZIERI
CEDOLA INDICIZZATA AL TASSO EURIBOR 3
MESI PIÙ 1,55 PUNTI |
| 7 ■ EMITTENTE PUBBLICO | 16 ■ SOCIETÀ OLANDESE CHE FORNISCE PRODOTTI PER EDILIZIA |
| 8 ■ SOCIETÀ LOMBARDA CHE FORNISCE ENERGIA | |
| 9 ■ EMITTENTE PUBBLICO | |

trascurate e neppure lambite dalla crescita impetuosa del prodotto lordo, negli ultimi anni. Le Olimpiadi sono ormai un ricordo e il futuro incombe, come sempre, senza fare sconti. Fermarsi sarebbe una pazzia e, probabilmente, l'Esecutivo di Pechino lo sa e, gradualmente, sta rivolgendo la propria attenzione alle centinaia di milioni di persone, in gran parte contadini, che vivono all'interno del Paese, molto lontano dalla ricca costa sud orientale. Sviluppare la parte più povera della Cina significherebbe investimenti altissimi, necessità di mezzi di lavoro che il Paese non è ancora in grado di produrre e presenza di mano d'opera interna, coadiuvata dagli specialisti occidentali. Occidente, quindi, che dovrebbe fornire persone, macchinari e, in parte, capitali. Se ne avrà ancora!

PERCHÉ PREMUNIRSI

Se il quadro assume colori di speranza e di ottimismo, chi investe in titoli obbligazionari ha un solo obiettivo: valutare se e quanto il costo della vita potrebbe riprendere a salire. Se le economie dovessero tornare a crescere, grazie alla spinta cinese, il prezzo del petrolio, ora sornione e dormiente, riprenderebbe la sua corsa verso l'alto, influenzando negativamente sulla dinamica inflazionistica. Basterebbe un modesto rialzo della sua quotazione, che ne lasci presagire altre, per indurre le Banche Centrali, quella europea, in particolare, a frenare la brillante strategia espansiva fin qui attuata. Se l'ipotesi di una nuova fase inflazionista non trova l'accordo generalizzato, da parte degli analisti, l'investitore dovrebbe comunque premunirsi, almeno in parte, per evitare possibili contraccolpi negativi sul valore del portafoglio titoli. La strada da percorrere è molto semplice: definire una composizione del portafoglio stesso che comprenda una quota di strumenti a tasso variabile. Caratteristica fondamentale di queste obbligazioni è la continua modifica del flusso per interessi, sulla base di un parametro di riferimento di carattere finanziario, quale il tasso Euribor, il tasso interbancario ap-

plicato in area euro, o il rendimento dei Bot semestrali. Compito di queste obbligazioni è la difesa del valore del patrimonio, nelle fasi in cui i rendimenti di mercato tendono ad aumentare. È evidente che se la cedola muta ogni tre o sei mesi e assume quale dato un tasso di mercato in continua ascesa, anche gli interessi pagati dai prestiti emessi saliranno, mentre stabile rimane il flusso cedolare che pagano le obbligazioni a tasso fisso.

INVESTIMENTI GRADUALI E DIVERSIFICATI

Non è forse opportuno, ora, destinare quote rilevanti del proprio capitale a questa tipologia di strumenti, ma è consigliabile non trascurarne l'importanza. Con gradualità, il loro peso potrebbe attestarsi al 15% circa del valore complessivo del portafoglio titoli, raggiungendolo in più momenti, e suddividendo la percentuale tra emissioni governative, quali i Certificati di Credito del Tesoro (Cct) e obbligazioni societarie denominate in euro. I primi modificano il flusso cedolare ogni sei mesi e, godendo di un elevato grado di liquidità, sono facilmente acquistabili o vendibili sul mercato secondario, grazie ad un elevato valore nominale in circolazione. I secondi, nella gran parte dei casi, modificano la cedola con cadenza trimestrale e non sempre beneficiano di scambi importanti sul mercato secondario, perché collocati per quantitativi non elevati. Il rendimento dei Bot semestrali è il parametro di riferimento dei Cct, mentre l'Euribor trimestrale per i titoli societari. Ambedue sommano al dato ottenuto dal parametro di riferimento una maggiorazione pari a 30 centesimi all'anno per le emissioni governative, mentre varia, a seconda del grado di affidabilità, per le obbligazioni societarie. Minore è il rating, e più elevata è la maggiorazione.

Buona norma è quella di immettere in portafoglio le due tipologie di strumenti, al fine di diversificare i debitori, suddividendo il rischio emittente tra una rosa di nomi abbastanza ampia. ■

“ Con gradualità il loro peso potrebbe attestarsi sul 15% circa del valore del portafoglio titoli, raggiungendolo in più momenti e suddividendo la percentuale tra emissioni governative quali Cct e obbligazioni societarie denominate in euro ”

L'EMISSIONE DEL MESE

Angelo Drusiani

Analisi di un bond a larga diffusione acquistabile sul mercato dagli investitori privati. Valutazione dei rischi e indicazioni operative

BENEFICIO FISCALE PIU RENDIMENTO

Ritorno alle banche Usa!
**MORGAN STANLEY TASSO VARIABILE
20 LUGLIO 2012**

RATING S&P	A
QUANTITÀ EMESSA COMPLESSIVA	1,961 MILIARDI
MONETA D'EMISSIONE	€URO
CODICE ISIN	XS0225152411
PAGAMENTO CEDOLA	20 / 07 , 20 / 10 , 20 / 01 , 20 / 04
PREZZO D'EMISSIONE AL PUBBLICO	99,74
DATA DI REGOLAMENTO IN COLLOCAMENTO	20 LUGLIO 2005
PAR. DI RIF. PER CALCOLO CEDOLA	TASSO EURIBOR TRIM.
MAGGIORAZIONE SU PARAMETRO	30 CENTESIMI
QUOTA MINIMA ACQUISTABILE	50 MILA EURO

Valutazione rischi di INVESTIRE

RISCHIO NULLO = 0 - RISCHIO MASSIMO = 100

RISCHIO TASSI	15
RISCHIO EMITTENTE	12,5
RISCHIO LIQUIDITÀ	25
RISCHIO CAMBIO	0

**VALUTAZIONE MEDIA
SU 4 ELEMENTI DI RISCHIO 13,125**

VALUT. MEDIA SU 3 ELEM. DI RISCHIO, ESCLUSO CAMBIO 17,5

Quota consigliata in portafoglio

PROPENSIONE AL RISCHIO ALTA	15,00%
PROPENSIONE AL RISCHIO MEDIA	5,00%
PROPENSIONE AL RISCHIO BASSA	2,50%

Il sistema bancario sembra avere superato l'incerta fase che ne ha caratterizzato i mesi recenti e si avvia ad un ritorno verso la normalità. Per il mercato obbligazionario, corrisponderà non solo ad una presenza degli emittenti, in fase di collocamento di prestiti, già importante, ma anche di una tendenza delle quotazioni a valori in linea con le attese sui futuri rendimenti. Negli ultimi tempi, e ancora oggi, i prezzi di scambio sono stati condizionati più da fattori esterni ai tassi d'interesse che dalle loro prospettive. La banca americana, molto attiva in tutti i settori della finanza, è molto presente nel mercato obbligazionario, grazie ad un numero elevato di titoli, la cui scadenza più affollata è fra due anni, nel 2011, quando verranno rimborsate emissioni. La caduta delle quotazioni dei titoli di questo emittente, ma anche di altri debitori bancari, ha portato le valutazioni di molti titoli a livelli particolarmente bassi, dai quali, in buona parte, i prezzi stessi sono risaliti.

DOPPIA OPPORTUNITÀ

Investire ora in questa tipologia di strumenti, consente di cogliere due importanti opportunità. Da un lato, la possibilità di incamerare un rendimento medio alto, dal momento che la cedola è indicizzata al tasso Euribor, che, in prospettiva, dovrebbe riportarsi su dati sensibilmente superiori a quelli odierni. Dall'altro, un recupero di carattere fiscale: l'emissione verrà rimborsata nel 2012 e chi avesse subito perdite in conto capitale, nel corso del 2008, potrà, all'atto del rimborso, compensare il guadagno che gli procurerà questa obbligazione, valutata poco al di sopra di 80, con le minusvalenze accantonate a fine anno scorso. Per i prossimi anni, poi, l'investitore dovrebbe beneficiare di flussi per interessi crescenti, se, come dovrebbe verificarsi, l'incremento del prodotto lordo mondiale spingerà verso l'alto i rendimenti di mercato, i tassi ufficiali e il tasso Euribor. A fronte

dell'attesa normalizzazione dei mercati, non si può escludere che il prezzo dell'obbligazione si porti su valori vicini alla parità in tempi più brevi e che venga scambiata a quel livello ben prima della naturale scadenza. In questo caso, potrebbe essere opportuno prendere profitto e dovrebbe farlo l'investitore portatore di minusvalenze, sfruttandone il "beneficio" anzitempo. ■