

Focus

■ Ha ancora senso una politica di investimento obbligazionario che privilegi l'acquisto di titoli quotati sotto la pari, cioè sotto il valore nominale che in genere è uguale a 100?

■ Una volta si faceva questa scelta sia per motivi psicologici (alla scadenza si incassava una somma superiore a quella investita inizialmente) sia per investire una somma più contenuta. Oggi, causa il prolungato calo dei tassi che ha fatto scendere i rendimenti e salire i prezzi, i titoli sotto la pari sono molti di meno. Ma abbastanza per costruire un portafoglio.

■ Secondo la disponibilità al rischio, ecco due portafogli consigliati.

Propensione al rischio

MEDIA:

5%	Ctz e/o Bot
7,5%	strutturati Cms
5%	basso rating
15%	a 7 anni
10%	scadenza 2010
57,5%	scadenza
	2007, 2008, 2009

Propensione al rischio

ALTA:

15%	strutturati Cms
15%	a basso rating
25%	a 7 anni
15%	scadenza 2010
30%	scadenze
	2007, 2008, 2009

MA CONVIENE COMPRARE TITOLI SOTTO LA PARI?

I titoli di Stato e le obbligazioni con prezzo inferiore a 100 sino a ieri si acquistavano per motivi psicologici e per investire una somma più contenuta. Oggi, con i tassi in discesa da anni, ce ne sono pochi e non tutti buoni. A certe condizioni, però...

■ di Angelo Drusiani

Era una vecchia abitudine, cui gl'investitori italiani s'erano abituati, fino all'avvento della moneta unica: acquistare titoli obbligazionari a prezzi inferiori o uguali al valore nominale, 100. Poi, la discesa dei tassi di mercato, fino ai minimi degli ultimi tempi, ha inferto un colpo al comportamento dei risparmiatori, costringendoli a modificare radicalmente l'atteggiamento.

CE NE SONO MENO, MA...

Per questa tipologia di titoli, le obbligazioni a prezzi inferiori al valore nominale, 100, di spazio operativo ne rimane sempre meno: si va dalle obbligazioni con cedole molto basse, inferiori al 3%, ai debitori con rating "non investment grade" (quindi basso, con una buona dose di rischio), ai titoli privi di cedola, alle emissioni definite strutturate, le cui cedole future verranno calcolate sulla base dell'andamento dei tassi. Un vero rompicapo, un'offerta abbastanza generosa, ma nella quale muoversi con molta attenzione. In particolare, per i prodotti finanziari con durata lunga o per quelli con rating modesto, perché un prezzo di mercato basso non protegge da

possibili cadute. Se i rendimenti salgono o il grado d'affidabilità scende, anche le quotazioni inferiori a 100 si posizioneranno su valori ancora più bassi, tali da offrire rendimenti superiori, in linea con la media dei mercati.

PRO E CONTRO

Perché scegliere titoli ad un prezzo inferiore o uguale a 100? Non solo per una motivazione psicologica, che vede il risparmiatore orientarsi verso titoli il cui valore di rimborso sarà superiore al prezzo d'acquisto, ma anche, e soprattutto, per investire una cifra abbastanza contenuta; anche perché, rispetto agli strumenti quotati ben al di sopra del valore nominale, non vi sono differenze di rendimento.

Per contro, un titolo pagato sopra la pari, come si suole definire un acquisto a prezzi superiori al valore nominale, offre la possibilità di riscuotere cedole di livello medio alto e, alla scadenza, di godere di un credito d'imposta, perché si subirà una perdita in conto capitale, originata dalla differenza tra prezzo d'acquisto e valore di rimborso. Detto credito d'imposta consentirà, per i quattro anni successivi, di ridurre le eventuali imposte che do-

“ Anche il prezzo di mercato di una emissione garantita dal Tesoro francese, o tedesco, o spagnolo, cui è attribuito il massimo dei voti da parte delle agenzie di rating, subirebbe un calo generalizzato qualora il mercato ipotizzi una fase di rendimenti al rialzo ”

vessero scaturire da futuri guadagni in conto capitale.

QUALI STRUMENTI, QUALE STRATEGIA

La forma più semplice d'investimento consiste nell'acquisto di uno strumento pubblico italiano privo di cedola, quale il Ctz, ma anche il più noto Bot, mentre quella più complessa è l'investimento in un'obbligazione con cedola fissa per un arco temporale ben definito, al termine del quale subentrerà un flusso cedolare non noto ora, ma calcolato sulla base del differenziale di rendimento, ad esempio, tra strumenti con durata decennale e strumenti con durata biennale, le cosiddette obbligazioni strutturate CMS, Constant Maturity Swap. Fra questi estremi, una serie di strumenti molto sempli-

ci, dal punto di vista delle caratteristiche, ma più complessi, dal punto di vista della rischiosità, perché la loro durata espone, in molti casi, al rischio tassi, o perché il loro grado d'affidabilità espone al rischio debitore. Peraltro, la presenza di un rating molto alto, anche massimo, quale la tripla A, non preserva dai rischi tassi. Anche il prezzo di mercato di un'emissione garantita dal Tesoro francese o tedesco o spagnolo, cui è indistintamente attribuito il massimo dei voti, da parte delle Agenzie di rating, subirebbe un calo generalizzato, qualora il mercato stesso ipotizzi l'avvicinarsi di una fase di rendimenti in rialzo. L'effetto negativo è tanto più marcato, quanto più lunga è la durata dello strumento a cedola fissa. Paradossalmente, dovrebbe esporre ad un ri-

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

La durata espone in molti casi al rischio tassi

schio tassi minore la quotazione delle obbligazioni a rating non investment grade, quali General Motors o Ford, perché esse offrono già un rendimento molto alto, e ipotizzare che salga ulteriormente, spinto all'insù da tassi in crescita, appare difficile. Molto più semplice sarebbe ipotizzare un rialzo dello stesso rendimento, a causa di un calo del grado d'affidabilità; situazione, questa, che, per ora, non appare realistica, né possibile.

LE DOSI IN PORTAFOGLIO

Scegliendo di dar vita ad un portafoglio a buon mercato, tenuto conto della personale propensione al rischio, sarebbe consigliabile strutturarne, nel caso d'investitore a media propensione al rischio, con l'immissione del 5% di Ctz e/o Bot, del 7,5%

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) FERROVIE PUBBLICHE FRANCESI
- 2) BANCA SVEDESE
- 3) FERROVIE PUBBLICHE TEDESCHE
- 4) BANCA COMMERCIALE CANADESE
- 5) POSSIBILI RESTRIZIONI ALLA VENDITA IN ITALIA
- 6) SOCIETÀ CEMENTIFERA TEDESCA
- 7) SOCIETÀ PRODUTTRICE DI LIQUORI/VINI (BALLANTINE'S-CORVOISIER)
- 8) POSSIBILI RESTRIZIONI ALLA VENDITA IN ITALIA
- 9) SOCIETÀ PRODUTTRICE D'ELETTRICITÀ IN POLONIA
- 10) SOCIETÀ CHE OPERA NEL SETTORE PRODUZIONE GAS/PETROLIO

NOVEMBRE: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO	REND LORDO	ANNOTAZIONI
FR0000494957	SNCF	4,625	25-10-2009	AAA	106,97	2,76	(1)
XS0187012868	SWEDISH EXPORT CREDIT	2,750	30-05-2007	AA+	100,22	2,47	(2)
XS0171904583	DEUTSCHE BAHN	4,250	8-07-2015	AA	106,79	3,41	(3)
XS0172106535	ROYAL BANK OF CANADA	3,000	15-07-2008	AA-	100,82	2,68	(4)
FR0010039230	CARREFOUR	3,625	17-12-2008	A+	102,40	2,81	
XS0159585453	ELECTICITE DE PORTUGAL	5,000	20-03-2008	A	105,14	2,75	
XS0140535229	VOLKSWAGEN	4,750	7-02-2007	A-	102,75	2,54	
XS0094353108	TELECOM ITALIA	5,000	9-02-2009	BBB+	106,31	3,10	
XS0214246760	DAIMLERCHRYSLER	3,125	10-03-2008	BBB	100,36	2,96	
XS0095147673	CIR INTERNATIONAL	5,250	10-03-2009	BBB-	105,10	3,61	(5)
DE0004523907	HEIDELBERG CEMENT	6,375	22-02-2007	BB+	104,50	2,85	(6)
XS0149165986	ALLIED DOMECO	5,875	12-06-2009	BB	107,87	3,52	(7)
XS0223369322	REPUBBLICA DI TURCHIA	4,750	6-07-2012	BB-	100,10	4,73	
XS0214851874	REPUBBLICA DEL VENEZUELA	7,000	16-03-2015	B+	103,75	6,45	(8)
XS0125989128	ELEKTROWNIA TUROW	9,750	14-03-2011	B	112,75	6,85	(9)
XS0147412083	EL PASO CORPORATION	7,125	6-05-2009	B-	104,50	5,67	(10)

Ecco una selezione di titoli acquistabili sotto quota 100

ISIN	TITOLI	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 30-09-2005	REND LORDO	GRADO DI RISCHIOSITA' TASSI	CARATTERISTICHE PARTICOLARI
IT0003831192	CTZ	-	30-04-2007	AA-	96,36	2,49	BASSO	EMISSIONE TESORO ITALIANO SENZA CEDOLA
IT0003877708	BTP	2,50	15-06-2008	AA-	99,67	2,64	MEDIO	EMISSIONE TESORO ITALIANO
DE000A0EUG24	KFW	2,375	1-09-2008	AAA	99,54	2,54	MEDIO	BANCA TEDESCA
FR0010235440	COMPAGNIE FINANCEMENT FONCIER	2,375	29-01-2009	AAA	98,83	2,76	MEDIO	BANCA PUBBLICA FRANCESE QUANTITA' MINIMA ACQUISTABILE € 50MILA
XS0205614323	FORD MOTOR CREDIT	4,875	15-01-2010	BB+	93,75	6,61	MEDIO	RISCHIO EMITTENTE MEDIO ALTO QUANTITA' MINIMA ACQUISTABILE € 50MILA
ES0413211097	BANCO BILBAO VIZCAYA	2,75	7-06-2010	AAA *	99,31	2,91	MEDIO	BANCA SPAGNOLA QUANTITA' MINIMA ACQUISTABILE € 100MILA
IT0003872923	BTP	2,75	15-06-2010	AA-	99,46	2,89	MEDIO	EMISSIONE TESORO ITALIANO
FR0010206433	AUCHAN	3,00	28-06-2010	A	99,51	3,11	MEDIO	GRUPPO SUPERMERCATI FRANCESE
DE0001141471	BUNDES	2,50	8-10-2010	AAA	98,42	2,85	MEDIO	EMISSIONE TESORO TEDESCO
ES0413440076	BANCO ESPANOL DE CREDITO (BANESTO)	2,75	7-09-2012	AA1 *	97,47	3,16	ALTO	BANCA SPAGNOLA QUANTITA' MINIMA ACQUISTABILE € 100MILA
XS0171942757	GENERAL MOTORS	7,25	3-07-2013	BB	80,25	11,20	ALTO	RISCHIO EMITTENTE MEDIO ALTO
XS0230182338	ABN AMRO BANK	3,25	21-09-2015	AAA	98,63	3,42	ALTO	BANCA OLANDESE QUANTITA' MINIMA ACQUISTABILE € 50MILA
FR0010216481	OAT	3,00	25-10-2015	AAA	97,49	3,30	ALTO	EMISSIONE TESORO FRANCESE
ES00000120G4	BONOS	3,15	31-01-2016	AAA	98,62	3,31	ALTO	EMISSIONE TESORO SPAGNOLO
XS0209060812	KFW	5	26-01-2015	AAA	98,25	-	ALTO	CEDOLA 5% FINO A 26-1-06 CEDOLA 4% FINO A 26-1-07 CEDOLE SUCCESSIVE: 3*(10Y CMS- 2Y CMS)
XS0190541101	KFW	5	17-05-2016	AAA	98,00	-	ALTO	CEDOLA 5% FINO A 17-5-07 CEDOLE SUCCESSIVE: 3,5*(10Y CMS- 2Y CMS) POSSIBILE RIMBORSO ANTICIPATO DA 17-5-08 E COMUNQUE QUANDO SOMMA CEDOLE PAGATE RAGGIUNGE QUOTA 30

* Rating di Moody's: Aaa = AAA di S&P, Aa1 = AA+ S&P

Da sapere

■ **Rating**
Giudizio di merito emesso da agenzie internazionali specializzate (per esempio Moody's o Standard & Poor's) sulla capacità di una società di rimborsare nei tempi e nei modi promessi i debiti (obbligazioni) che ha contratto. Più il rating è elevato, più la società è considerata solida.

di emissioni strutturate Cms, del 5% di obbligazioni a basso rating, del 15% di strumenti con durata minima settennale, del 10% con scadenza 2010, mentre la quota rimanente andrebbe suddivisa tra emissioni con scadenza 2007, 2008 e 2009. Se si ha maggior voglia di rischiare, si dovrebbe aumentare al 25% il peso dei titoli lunghi, al 15% quello degli strutturati CMS, delle scadenze 2010 e delle emissioni a basso rating, riservando il 30% rimanente agli strumenti con scadenza compresa fra il 2007 e il 2009. Quest'ultimo portafoglio espone indubbiamente ad una discreta rischiosità, essendo la duration media superiore a tre anni, in una fase in cui le prospettive di tassi in rialzo si fanno sempre più concrete; ma, al tempo stesso, di difficile concretizzazione, stante le condizioni d'incertezza della crescita econo-

mica in area euro. Peraltro, a fronte della rischiosità assunta, l'investitore si garantirebbe un teorico rendimento medio abbastanza elevato, certamente superiore all'inflazione.

MA POI SEGUITE L'INVESTIMENTO

Una volta deciso di seguire questa strategia, non è consentito viverla staticamente: essa va seguita e curata in ogni momento, per evitare che improvvisi cambiamenti d'umore dei mercati vanifichino le scelte operate, rendendole non solo poco remunerative, ma, in alcuni casi, anche foriere di risultati negativi. Ma un investitore che ama il rischio conosce bene i mercati e sa quanto essi siano volubili, anche se ipotizzare un rialzo consistente dei tassi in area euro sembrerebbe essere, ancora oggi, una ipotesi azzardata! ■