

NON RIFUGIATEVI NEI TITOLI DI STATO

Focus

■ Un'ondata di vendite speculative ha interessato tutte le tipologie di obbligazioni a breve, media e lunga scadenza. Ma la reazione migliore non è concentrarsi sui titoli di Stato.

■ Nei mesi di agosto e settembre il differenziale di rendimento tra titoli societari e governativi è cresciuto.

■ Se la Bce dovesse decidere una politica monetaria espansiva, proprio le obbligazioni societarie potrebbero avvantaggiarsi in termini di prezzo. In portafoglio questo tipo di titoli andrà immesso secondo la propensione al rischio dell'investitore.

La crisi dei mutui ha provocato vendite di tutti i tipi di obbligazioni. Ma le emissioni societarie continuano a rendere di più di quelle governative. E occorre sempre diversificare

■ di Angelo Drusiani

Mutui subprime, da un lato, crisi della Northern Rock, dall'altro: un'estate di fuoco, purtroppo non solo in senso figurato per l'Europa del Sud, per i mercati obbligazionari, sui quali s'è abbattuto un vero e proprio ciclone. Un effetto contagio, in parte esagerato dalla speculazione e dai timori degli investitori, ha finito per far scendere le quotazioni di una quota consistente di prestiti societari, a prescindere dal loro grado d'affidabilità. Nelle fasi più complesse, tra fine agosto e metà settembre scorsi, risultava difficile trovare acquirenti di obbligazioni tripla A, emissioni a cui è attribuito il massimo livello di rating. Non v'è da meravigliarsi, se, nello stesso periodo, le banche si prestavano denaro solo a tassi molto ele-

vati: l'effetto contagio s'è trasferito anche sugli scambi di liquidità, a prescindere dal nome della banca corrispondente. Cos'è accaduto? L'eccessiva presenza di obbligazioni strutturate, il cui parametro di riferimento sono ABS o CDO, ambedue legati alla vita dei mutui, tra i quali anche i cosiddetti subprime, ha colto di sorpresa i mercati. Di fronte al timore che molti sottoscrittori di questa tipologia di mutui avrebbero potuto avere difficoltà, sia nel pagare gli interessi, sia nel restituire le quote capitale, i mercati hanno snobbato le emissioni ad essi collegate con il sistema più semplice, la caduta delle quotazioni. Peccato che gli stessi mercati abbiano allargato il loro campo d'azione ad ogni altro tipo di prestiti societari, trasferendo la liquidità ottenuta dalla vendita di questi strumenti alle emissioni pubbliche, che sono divenute, ancora una volta, un bene rifugio.

Titoli consigliati

ISIN	EMITTENTE	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING	PREZZO 18-10-2007	RENDIMENTO LORDO
FR000492282	CARREFOUR	4,50	18-03-2009	A	99,64	4,69
NL000102101	NETHERLANDS	2,75	15-01-2009	AAA	98,37	4,11
XS0242840345	DEUTSCHE TELEKOM	3,00	2-02-2009	A-	97,74	4,67
IT0003652077	BTP	3,00	14-04-2009	A+	98,34	4,20
DE0001135119	BUNDES	4,00	4-07-2009	AAA	99,81	4,12
FR000495848	SUEZ	5,875	13-10-2009	A-	102,08	4,69
XS0170227093	HOLCIM	4,375	23-06-2010	BBB+	98,80	4,83
FR0010206433	AUCHAN	3,00	28-06-2010	A	95,60	4,76
XS0210318795	DEUTSCHE TELEKOM	4,00	19-01-2015	A-	93,37	5,07
XS0214238239	THYSSENKRUPP	4,375	18-03-2015	BBB-	94,51	5,23

Un selezione di titoli obbligazionari consigliabili in questa fase di mercato.

RENDIMENTI PIÙ BASSI

Non a caso, i rendimenti dei titoli di Stato sono scesi, in quell'arco temporale, a valori molto bassi, spintivi da un eccesso di acquisti da parte degli investitori timorosi delle prospettive sia dei listini azionari, sia delle obbligazioni societarie. Dalle stelle alle stalle: nel volgere di poche sedute, prestiti che offrivano rendimenti teorici molto alti, e per questo molto richiesti dagli investitori istituzionali, banche, assicurazioni e altri, sono divenuti strumenti da evitare, perché la loro princi-

pale caratteristica, il parametro di riferimento, non garantiva più una redditività interessante, anzi...

Ma che c'entrano le vicende dei muti subprime con le obbligazioni classiche, potrebbe chiedersi il risparmiatore a bassa o media propensione al rischio, che ha immesso in portafoglio, accanto ai tradizionali Bot & C., obbligazioni bancarie o di altri emittenti con caratteristiche semplici. In teoria, ben poco. In pratica, molto di più di quanto avrebbero dovuto, perché un'ondata di vendite speculative ha interessato ogni forma di debito a breve, media o lunga scadenza. Una modesta attenzione è stata prestata ai titoli a maggiore grado d'affidabilità, ma essi pure hanno incontrato non poche difficoltà, sia in sede di collocamento sul mercato primario, sia in fase di trattative quotidiane sul mercato secondario.

OBBLIGAZIONI DA EVITARE?

È veramente da evitare il mercato obbligazionario? Meglio rifugiarsi ancora sui titoli di Stato? No, per due ragioni. La prima è che diversificare gli investimenti anche sui mercati finanziari è una regola fondamentale per ogni risparmiatore. La seconda è legata alla redditività che gli strumenti obbligazionari di società offrono: essi sono, generalmente, superiori a quelli che propongono i titoli pubblici con analoghe caratteristiche e analoghe scadenze. V'è pure una terza che alla luce di quanto riportato sopra, potrebbe apparire anacronistica, ma non lo è. Le emissioni societarie propongono caratteristiche molto più fantasiose, ancorché, in alcuni casi, rischiose. Ma non tutte lo sono o lo sono per sempre.

DUE CASI EMBLEMATICI

Si veda, in passato, quanto è accaduto per le emissioni "reverse floater" o per le "steepening". Sia le caratteristiche delle prime, sia le caratteristiche delle seconde hanno come parametro di riferimento, per definire il valore delle cedole, l'andamento dei tassi d'interesse.

In ambedue i casi, all'indomani del collocamento di queste tipologie di prestiti, la tendenza dei tassi d'interesse è stata contraria alle caratteristiche proposte dai prestiti stessi. L'immediata conseguenza è stata un forte deprezzamento delle obbligazioni, che, nel primo caso, ne dimezzarono il valore già nel corso dei primi mesi di vita. Successivamente, a fronte dell'inversione di tendenza dei rendimenti, le emissioni "reverse floater" tornarono ad essere particolarmente interessanti e chi le acquistò a prezzi bassissimi ebbe un ritorno in termini di redditività decisamente favorevole. Analoga situazione dovrebbe prospettarsi per le obbligazioni "steepening"; anche in questo caso, è probabile che la tendenza dei tassi d'interesse finisca per renderle nuovamente inte-

“**Le emissioni societarie propongono caratteristiche molto più fantasiose ancorché, in alcuni casi, rischiose**”

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 TEDESCA NATA PER FINANZIARE LA RIUNIFICAZIONE
- 2) SOCIETÀ INGLESE CHE RAFFINA E VENDE PETROLIO
- 3) SOCIETÀ ITALIANA CHE ESTRAE, RAFFINA E VENDE PETROLIO
- 4) SOCIETÀ FRANCESE ATTIVA IN CAMPO MEDICO
- 5) SOCIETÀ FINANZIARIA DEL GRUPPO OLANDESE CHE OPERA NEL CAMPO DELL'ELETTRICITÀ
- 6) SOCIETÀ FINANZIARIA DEL GRUPPO TEDESCO CHE OPERA NEL CAMPO DELL'ELETTRICITÀ
- 7) SOCIETÀ FRANCESE CHE OFFRE SERVIZI DI TELEFONIA
- 8) SOCIETÀ FINANZIARIA DEL GRUPPO ITALIANO CHE OFFRE SERVIZI DI TELEFONIA
- 9) EMITTENTE PUBBLICO
- 10) SOCIETÀ FINANZIARIA DEL GRUOPO PORTOGHESE CHE OFFRE SERVIZI DI TELEFONIA
- 11) STRUTTURA FINANZIARIA DEL GRUPPO AHOLD CHE OPERA NEL CAMPO ALIMENTARE
- 12) SOCIETÀ FINANZIARIA DEL GRUPPO OLANDESE CHE OPERA IN CAMPO MEDICO
- 13) SOCIETÀ FRANCESE CHE OFFRE SERVIZI DI TELEFONIA
- 14) OBBLIGAZIONE NATA DA RISTRUTTURAZIONE PRESTITO PRECEDENTE. AMMORTAMENTO DA 15-11-2020
- 15) EMITTENTE PUBBLICO
- 16) SOCIETÀ AUTOMOBILISTICA STATUNITENSE

NOVEMBRE: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 18-10-2007	REND LORDO	ANNOTAZIONI
DE000A0JRLV6	KFW	3,50	15-07-2009	AAA	98,64	4,33	1
XS0095768437	BURMAH CASTROL	4,875	31-03-2009	AA+	100,64	4,31	2
XS0167456267	ENI	4,625	30-04-2013	AA	99,66	4,64	3
XS0176128675	AVENTIS	4,25	15-09-2010	AA-	98,57	4,78	4
XS0147030554	RWE FINANCE	6,125	26-10-2012	A+	105,85	4,73	5
XS0148578262	E.ON INTERNATIONAL	5,75	29-05-2009	A	101,37	4,76	6
FR0000471476	FRANCE TELECOM	7,00	23-12-2009	A-	104,10	4,84	7
XS0094353108	TELECOM ITALIA FINANAZIARIA	5,00	9-02-2009	BBB+	100,16	4,82	8
XS0142739993	REPUBBLICA DI CROAZIA	6,25	11-02-2009	BBB	102,59	3,96	9
XS0096141337	PORTUGAL TELECOM INTERNAT. FINANCE	4,625	7-04-2009	BBB-	99,46	4,92	10
XS0140280644	AHOLD FINANCE	5,875	14-03-2012	BB+	102,50	5,15	11
XS0240918218	FRESENIUS FINANCE	5,00	31-03-2013	BB	96,72	5,67	12
FR0000492092	ALCATEL-LUCENT	4,375	17-02-2009	BB-	97,40	6,19	13
XS0234082872	PROVINCIA DI BUENOS AIRES	2,00	15-05-1935	B+	41,50	10,09	14
DE000A0ACPU0	GOVERNO DELLA GIAMAICA	10,50	11-02-2009	B	109,50	10,50	15
XS0171943649	GENERAL MOTORS	8,375	5-07-1933	B-	89,50	9,44	16

ressanti. Potrebbe verificarsi situazione analoga anche per i prestiti con caratteristiche semplici, i cui prezzi di mercato sono scesi in misura rilevante, per le ragioni ricordate?

MOLTO DIPENDE DALLA BCE

La risposta dipende anche dalle future decisioni della Banca Centrale Europea. Se, nell'arco del prossimo anno, a seguito di un possibile rallentamento della crescita economica, la Banca di Francoforte decidesse d'attuare una politica monetaria espansiva, è probabile che s'assistesse a un ritorno dei rendimenti verso valori inferiori, rispetto a quelli odierni. In questo caso, il differenziale di rendimento fra emissioni societarie e governative, salito sensibilmente nei mesi di agosto e settembre, di tornare su livelli più bassi, simili a quelli d'inizio 2007. L'effetto pratico sarebbe un aumento delle quotazioni dei titoli societari in misura maggiore, rispetto a quelle delle emissioni pubbliche. Il recupero sui valori di mercati attuali potrebbe essere importante e consentire all'investitore d'incamerare rendimenti medio alti.

PESO MAGGIORE AI RATING ELEVATI

Il risparmiatore che scelga queste opportunità dovrà immettere in portafoglio i prestiti che meglio esprimono la sua propensione al rischio, attribuendo un peso maggiore a quelli con rating elevato, se non ama rischiare eccessivamente, ma orientandosi verso prestiti a rating inferiore, nel caso desideri avere prodotti che propongano rendimenti teorici medio alti.

Il mercato è abbastanza generoso, perché consente di scegliere fra numerose opportunità. Sarebbe consigliabile rivolgersi a strumenti che abbiano, tra le caratteristiche distintive, oltre la redditività, la semplicità, l'esposizione al rischio tassi, anche la liquidità sul mercato secondario, la capacità di trovare sempre un compratore o un venditore che propongano prezzi

in linea con i rendimenti del momento. Un'emissione collocata per soli 50 o 100 milioni di euro non esprime questa caratteristica, mentre più facilmente lo esprime un prestito il cui valore nominale in circolazione supera i 500 milioni di euro. L'optimum sarebbe potere disporre di obbligazioni collocate per un valore minimo di un miliardo di euro, perché, in questo caso, le banche d'affari che generalmente propongono prezzi in acquisto e/ in vendita risultano essere particolarmente interessate a dar vita ad un mercato quotidiano anche con movimenti rilevanti.

IL VANTAGGIO DEI TITOLI LIQUIDI

Non si sottovaluti questa caratteristica, perché essa può risultare determinante soprattutto in fasi d'incertezza, come quella cui s'è fatto cenno. Al tempo stesso, avere in portafoglio emissioni "liquide" corrisponde ad avere un investimento che può essere trasformato in denaro contante con facilità e semplicità, senza dovere pagare un prezzo eccessivo alla decisione di ricorrere al mercato prima della naturale scadenza del prestito.

SEMPRE MEGLIO RESTARE SULL'EURO

In questa fase dell'economia mondiale, è ancora consigliabile evitare la ricerca di obbligazioni denominate in valute diverse dall'euro, perché la moneta unica, pur presentando paesi che evidenziano un'eccessiva rigidità politica, economica e finanziaria, è, ora, un punto di riferimento importante, sia perché la crescita del prodotto lordo dovrebbe mantenersi su buoni livelli, ancorché inferiori alle ipotesi formulate solo tre mesi fa, sia perché le regole che ne caratterizzano l'economia, pur nella loro più volte criticata rigidità, hanno offerto un baluardo efficace, seppure non completo, alle incerte vicende americane, con i mutui subprime, o inglesi, con le file di persone decise a ritirare i loro risparmi da alcune banche in crisi di liquidità. ■

“ Sarebbe consigliabile rivolgersi a strumenti che abbiano, tra le caratteristiche distintive, oltre alla redditività, alla semplicità, all'esposizione al rischio tassi, anche la liquidità sul mercato secondario ”