

LE OBBLIGAZIONI GIUSTE PER L'ECONOMIA 2007

Le previsioni di Investire per la crescita economica mondiale, l'inflazione, la disoccupazione, i tassi di interesse, i cambi e il petrolio. Con la strategia per il portafoglio obbligazionario e l'indicazione dei titoli più adatti per attuarla

Focus

■ Le previsioni economiche per il 2007, riportate nelle tabelle e analizzate nel testo, consigliano una scadenza media delle obbligazioni in portafoglio di almeno tre anni.

■ I titoli a medio-lunga scadenza dovrebbero rappresentare il 20% del totale. Anche per le obbligazioni societarie la quota consigliata è del 20%. Vanno ridotte le obbligazioni indicizzate all'inflazione (prevista in calo) e aumentate quelli in dollari (la moneta Usa dovrebbe rafforzarsi).

■ di Angelo Drusiani

Rallentamento graduale della crescita, nel corso del 2007, tassi d'interesse in calo, nella seconda parte del prossimo anno, prezzo del petrolio cedente, a causa di una minore richiesta, per gran parte dell'anno venturo, inflazione entro livelli contenuti,

sia perché la quotazione del petrolio dovrebbe pesare di meno sul costo della vita, sia perché, a fronte di una crescita minore, minore potrebbe essere la propensione ai consumi delle famiglie. Il quadro si riferisce soprattutto alle previsioni per l'economia americana, ma lambisce, in parte, anche l'area euro. A differenziare le due

2006/2007: Pil, inflazione, disoccupazione

PREVISIONI PER AREE 2006/2007	U.S.A.	GIAPPONE	CINA	AREA EURO		
P.I.L. 2006	3,4			2,9	10,5	2,6
P.I.L. 2007	2,7			2,5	9,0	2,2
INFLAZIONE 2006	3,4			0,6	2,0	2,3
INFLAZIONE 2007	2,5			0,7	2,5	2,1
DISOCCUPAZIONE 2006	4,7			4,1	ND	7,8
DISOCCUPAZIONE 2007	4,8			4,0	ND	7,6

Anche per l'anno prossimo, le previsioni indicano una crescita economica negli Stati Uniti superiore a quella d'area euro, nonostante la stessa economia statunitense venga indicata in rallentamento.

2006/2007: tassi d'interesse ufficiali

PREVISIONI PER AREE 2007	U.S.A.	GIAPPONE	AREA EURO
ATTUALE	5,25	0,25	3,25
DICEMBRE 2006	5,25	0,25	3,50
MARZO 2007	5,25	0,50	3,75

I tassi ufficiali evidenzieranno, probabilmente, un andamento contrapposto, con un calo, nella seconda parte del 2007, negli Stati Uniti, e un aumento sia in area euro, sia in Giappone.

2006/2007: cambio euro-dollaro e petrolio

	ATTUALI	PREVISIONEMEDIA 2006	PREVISIONEMEDIA 2007
?/USD	1,2600	1,2500	1,1500
PETROLIO			
(USD PER BARILE)	60,00	65,00	

Le previsioni sul futuro rapporto di cambio tra euro e dollaro americano abbracciano un ampio spettro di indicazioni, molte delle quali ipotizzano il valore del dollaro ancora calante. E' invece probabile che si verifichi il movimento di segno opposto, dopo anni di difficoltà per la valuta d'oltre Atlantico. Per il mercato dell'energia è probabile un calo dei prezzi, anche a fronte di eventuali cali della produzione, a causa dell'ipotizzato rallentamento economico mondiale.

sponde dell'Atlantico, un'attesa di crescita economica in aumento, in area euro, contro il rallentamento statunitense, e un ulteriore rialzo del tasso di rifinanziamento, mentre è attesa un'inversione di tendenza della politica monetaria americana, a partire dal secondo semestre del 2007. A conti fatti, l'ipotesi di incremento del prodotto lordo statunitense è fissata, per il 2006, al 3,4%, contro il 2,6% d'area euro, e, per il 2007, al 2,7%, negli Stati Uniti, ma al 2,2%, in area euro.

CINA E INDIA LOCOMOTIVE MONDIALI

Ancora una volta, la locomotiva economica occidentale dovrebbe essere a stelle e strisce, ma quella mondiale ha un colore diverso, il rosso cinese, seguito, a breve distanza, dal tricolore indiano. Se quest'anno è prevedibile che il prodotto lordo di Pechino salirà del 10,5% e quello di Delhi di un punto in meno, per il prossimo anno, le ipotesi fissano al 9% la crescita economica cinese e all'8,5% quella indiana. L'effetto sull'economia giapponese resta forte, perché, a fronte di un incremento prevedibile del 2,9%, per quest'anno, s'ipotizza un rialzo del 2,5%, nel 2007. Se è probabile che in Occidente l'economia rallenti, perché nella parte finale del prossimo anno anche l'area euro dovrebbe evidenziare una crescita calante, altrettanto non si può dire per l'estremo Oriente, in particolare per la Cina, la cui economia potrebbe trarre ancora linfa vitale dall'attività di costruzione di opere e manufatti, in vista delle Olimpiadi estive del 2008. Almeno diciotto mesi d'incremento del prodotto lordo con percentuali vicine alle due cifre è prevedibile, grazie all'apporto del grande avvenimento sportivo.

PETROLIO VERSO I 55 DOLLARI

Il rallentamento economico americano potrebbe far salire, marginalmente, la percentuale di disoccupati, dal 4,7% al 4,8%, mentre dovrebbe scendere in area euro, dal 7,8% al 7,6% e in Giappone, dal 4,1% al 4%.

Il probabile rallentamento dell'economia occidentale dovrebbe esercitare effetti positivi sul prezzo del petrolio, la cui quotazione media dovrebbe

“ **E' prevista in aumento la redditività dei titoli a breve di area euro, e in rialzo marginali quella dei titoli di durata decennale** ”

scendere dai 65 dollari americani per barile, che caratterizzerà forse quest'anno, ai 55, per l'anno prossimo. Ne consegue un favorevole andamento del costo della vita: negli Stati Uniti, l'inflazione potrebbe diminuire di quasi un punto, dal 3,4% medio del 2006 al 2,5%, nel 2007. In area euro, il calo sarà più moderato, perché si parte dal 2,3% di quest'anno, per scendere al 2,1%, l'anno prossimo. In controtendenza, l'estremo Oriente: in Cina, il costo della vita dovrebbe salire dal 2%, del 2006, al 2,5%, del 2007, mentre in Giappone, finalmente!, l'inflazione salirà, passando dallo 0,6% allo 0,7%, da questo al prossimo anno. L'insieme di queste previsioni ha due importanti obiettivi: ipotizzare il livello dei tassi ufficiali nel 2007 e, soprattutto, il valore del rapporto di cambio tra euro e dollaro statunitense. Stabile al 5,25% il tasso di sconto statuni-

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	

Sul cambio euro-dollaro previsioni controverse

tense, almeno fino a marzo prossimo, ma, forse, per ulteriori tre mesi, sono previsti in rialzo sia il tasso di rifinanziamento d'area euro al 3,75%, a marzo 2007 sia il tasso ufficiale giapponese allo 0,50%, esso pure a marzo prossimo. Pressoché invariati i rendimenti lordi della curva statunitense, mentre è prevista in aumento la redditività dei titoli a breve d'area euro, sulla falsariga di quanto accadrà per il tasso ufficiale, e in rialzo marginale quella dei titoli con durata decennale, al punto che, a marzo prossimo, i due rendimenti potrebbero essere allo stesso livello. Decisamente controversa la previsione sulla possibile quotazione del cambio tra euro e dollaro, perché a sfavore della moneta americana permangono sia il doppio deficit, commerciale e pubblico, sia la tendenza di quest'ultimo ad aumentare, mentre a sfavore dell'euro una minore capacità

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) MUNICIPALITA' TEDESCA
- 2) SETTORE FINANZIARIO SOCIETA' PETROLIFERA
- 3) AZIENDA CHIMICA
- 4) SETTORE FINANZIARIO SOCIETA' AUTOMOBILISTICA
- 5) SOCIETA' SUPERMERCATI ALIMENTARI
- 6) SOCIETA' DI TELECOMUNICAZIONI
- 7) SETTORE FINANZIARIO BRITISH AMERICAN TOBACO
- 8) GRUPPO AUTOMOBILISTICO
- 9) SOCIETA' PRODUTTRICE ACCIAIO
- 10) SOCIETA' EDILIZIA PESANTE
- 11) SOCIETA' EDILIZIA PESANTE
- 12) QUANTITA' MINIMA 50MILA EURO
- 13) RIMBORSO CON AMMORTAMENTO A QUOTE COSTANTI
- 14) SETTORE FINANZIARIO SOCIETA' AUTOMOBILISTICA
- 15) RATING SOTTO ESAME: POSSIBILE CALO

DICEMBRE: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 22-08-2006	REND LORDO	ANNOTAZIONI
DK0009921868	REGNO DI DANIMARCA	3,125	16-10-2014	AAA	98,05	3,67	
DE0001040384	LAND BADEN WUERTTEMBERG	3,50	15-01-2019	AA+	97,75	3,83	1
XS0210515788	TOTAL CAPITAL	3,25	27-01-2016	AA	97,11	3,88	2
DE000A0EUB86	BASF AG	3,375	31-05-2016	AA-	97,40	3,91	3
XS0189497414	BMW FINANCE	3,875	7-04-2015	A+	99,65	3,96	4
FR0010257873	CARREFOUR SA	3,625	7-05-2017	A	97,29	4,11	5
FR0010245548	FRANCE TELECOM	3,00	15-10-2014	A-	96,28	4,05	6
XS0223234823	BAT INTERNATIONAL FINANCE	3,625	30-06-2016	BBB+	96,93	4,25	7
XS0184200664	DAIMLERCHRYSLER	4,125	24-01-2013	BBB	100,06	4,09	8
XS0214238239	THYSSENKRUPP AG	4,375	19-03-2019	BBB-	98,22	4,64	9
AT0000341615	BAUHOOLDING STRABAG SE	5,25	19-06-2012	BB+	101,38	4,30	10
AT0000492723	FIMAG AG	4,25	18-06-2014	BB	96,50	5,35	11
XS0245387450	REPUBBLICA DI TURCHIA	5,00	2-03-2020	BB-	95,36	5,61	12
XS0175068971	BANCO HIPOTECARIO	5,00	2-12-2017	B+	94,66	6,97	13
XS0176164803	FORD MOTOR CREDIT	5,75	13-01-2013	B	98,50	6,32	14
XS0171943649	GENERAL MOTORS	8,375	6-07-1937	B-	95,94	8,77	15

2006/2007: rendimenti dei titoli pubblici

SCADENZA ATTUALE	U.S.A.	GIAPPONE	AREA EURO
2 ANNI	4,74	0,67	3,61
5 ANNI	4,65	1,16	3,65
10 ANNI	4,70	1,71	3,75

FINE 2006

2 ANNI	4,80	0,77	3,75
5 ANNI	4,66	1,25	3,78
10 ANNI	4,72	1,78	3,80

MARZO 2007

2 ANNI	4,80	0,86	3,90
5 ANNI	4,70	1,33	3,80
10 ANNI	4,75	1,84	3,92

Titoli a lunga scadenza consigliati

ISIN	TITOLI IN EURO	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING	PREZZO 22-11-2010	REND. LORDO
XS0154143241	VOLKSWAGEN	4,875	11-03-2012	A-	101,10	3,97
XS0182313527	LOTTOMATICA	4,80	23-12-2012	BBB-	101,22	4,17
XS0242840345	DEUTSCHE TELEKOM	3,00	3-02-2013	A-	97,96	3,99
IT0003652077	BTP	3,00	16-04-2013	A+	98,50	3,68
DE0001135119	BUND	4,00	5-07-2013	AAA	100,83	3,64
XS0170227093	HOLCIM	4,375	24-06-2014	BBB+	101,17	4,01
XS0176128675	AVENTIS	4,25	16-09-2014	AA-	101,10	3,93
FR0010039032	DEXIA MUNICIPAL AGENCY	4,00	27-01-2015	AAA	100,84	3,78
XS0196776214	KONINKLIJKE KPN	4,50	22-07-2015	BBB+	100,43	4,39
XS0261718653	BMW	4,125	25-01-2016	A+	100,47	4,02
XS0145758040	BAYER	6,00	11-04-2016	BBB+	108,51	4,19
XS0168882495	VOLKSWAGEN	4,875	23-05-2017	A-	104,77	4,00
IT0003472336	BTP	4,25	2-08-2017	A+	102,64	3,83
XS0179091425	AEM	4,875	31-10-2017	BBB	103,23	4,30
XS0183747905	REPUBLIC OF HUNGARY	4,50	30-01-2018	BBB+	102,90	4,03
FR0010061242	OAT	4,00	26-04-2018	AAA	101,92	3,69
XS0210318795	DEUTSCHE TELEKOM	4,00	20-01-2019	A-	96,38	4,54
XS0214238239	THYSENKRUPP	4,375	19-03-2019	BBB-	98,22	4,64
XS0242491230	REPUBLIC OF POLAND	3,625	2-02-2020	BBB+	96,69	4,04
IT0004019581	BTP	3,75	2-08-2020	A+	98,63	3,96
AT0000385745	REPUBLIC OF AUSTRIA	4,65	16-01-2022	AAA	108,02	3,76
XS0164831843	DEUTSCHE BAHN	4,75	15-03-2022	AA	105,85	4,09

TITOLI IN DOLLARI USA

XS0171794893	BEI	2,875	16-12-2014	AAA	93,29	4,73
XS0210380167	SNCF	4,125	31-12-2014	AAA	97,34	4,86
XS0172289604	KFW	3,50	16-12-2015	AAA	94,31	4,79
XS0184812435	EUROFIMA	4,25	5-02-2018	AAA	96,40	4,85
XS0244930599	EUROHYPO	5,125	22-01-2020	AAA	100,09	5,11

Le previsioni sull'andamento dei rendimenti dei titoli pubblici nel mondo (in alto) e una selezione di titoli a lunga scadenza consigliati.

d'attrazione, causata non solo da una minor crescita economica generalizzata, ma anche dalla presenza di politiche economiche e fiscali molto differenziate tra di loro, nell'ambito dei Paesi che hanno adottato la moneta unica. Chi enfatizza il primo aspetto, ipotizza che il rapporto tra euro e dollaro americano oscillerà tra 1,25 e 1,30, mentre chi sceglie il secondo, presume che sarà la valuta d'oltre Atlantico a rafforzarsi, facendo scendere il rapporto, mediamente, a 1,15.

QUALI TITOLI IN PORTAFOGLIO

Che strategia attuare, nel comparto obbligazionario dei portafogli titoli? Mantenere una duration media, pari ad almeno tre anni, con una presenza di emissioni con durata medio lunga pari al 20% circa del portafoglio stesso, sottopesando le emissioni indicizzate all'inflazione, perché attesa in crescita moderata, conservare una quota media di obbligazioni societarie, 20% del portafoglio, anche se è prevedibile che il differenziale di rendimento tra queste emissioni e quelle pubbliche ricominci ad aumentare, dopo essere tornato su valori molto bassi, nel corso di quest'anno, destinare un sovrappeso agli strumenti denominati in dollari statunitensi, ipotizzando sia la seconda tesi, che vede la moneta americana rafforzarsi, a prevalere, nel corso del 2007. Sostanzialmente, la composizione dei portafogli torna ad assomigliare a quella prevista per il 2005, perché, anche in quel caso, la quota assegnata ai dollari statunitensi fu di livello medio alto.

La rischiosità del portafoglio così strutturato è superiore alla media, sia perché la presenza di emissioni a lunga durata espone comunque al rischio tassi, sia perché la presenza di prodotti in dollari statunitensi espone al rischio valutario, notoriamente più complesso da monitorare. Per evitare che la rischiosità complessiva sia in eccesso, rispetto alla personale propensione al rischio, la strategia da attuare dovrebbe escludere la presenza di titoli in valuta estera o ridurla ad una quota complessiva pari o inferiore al 5% del patrimonio gestito: le eventuali oscillazioni del dollaro avranno in tal modo soltanto un effetto marginale. ■

1- BOND LUNGHI USA

In tanti li vogliono, e il prezzo sale. Ecco perché, secondo Mellon, conviene investire adesso nei titoli in dollari

■ di **Stewart Cowley**
gestore del Mellon
global bond fund

Ho vissuto attimi terribili l'altro giorno quando mi sono sentito trasportato nuovamente negli anni Ottanta: fortunatamente le maniche del mio abito dal taglio perfetto non erano arrotolate come quelle di Crockett e Tubbs di Miami Vice, né i miei capelli ben pettinati per necessità si erano trasformati in un taglio spettinato, corti davanti e lunghi dietro. Niente di tutto ciò, ma improvvisamente molte persone hanno iniziato a parlare e scrivere di massa monetaria, che certamente era un fenomeno degli anni Ottanta. Ciò è stato determinato dalla pubblicazione dei dati sulla massa monetaria nel Regno Unito, dati che indicavano che il credito era in crescita a un tasso che non si vedeva da 20 anni. Allora questa situazione determinò un'inflazione inconcepibile dato che troppo denaro inseguiva troppo poche attività (case, videoregistratori, abiti italiani, e così via). Ma ciò che mi ha colpito è che due cose possono sembrare uguali, presentare una vaga correlazione con il passato, ma restano di fatto completamente diverse.

INFLAZIONE FINANZIARIA

La chiave del nostro nuovo rapporto con la massa monetaria risiede nel fatto che, allora, c'erano troppo pochi beni. Al giorno d'oggi siamo inondati da importazioni convenienti, provenienti da tutto il mondo, che non fanno salire i prezzi. Anzi, a causa della maggiore quantità di denaro in circolazione i produttori competono tra loro per attirare la nostra attenzione e riducono i prezzi (ad eccezione delle abitazioni, dato che l'offerta in questo caso è necessariamente delimitata). Per cui se l'inflazione non

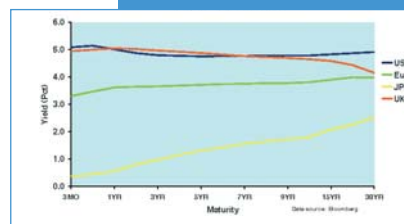
compare nei luoghi tradizionali, dov'è? La risposta è molto semplice: sta facendo incrementare i prezzi delle attività finanziarie. Obbligazioni, azioni, determinate valute, materie prime, immobili, e così via salgono verso livelli difficili da comprendere se la vostra sensibilità affonda le radici negli anni Ottanta. Prendiamo per esempio la recente ripresa delle obbligazioni. Si può costruire un'interessante tesi economica in merito riguardo al rallentamento dell'attività economia e dell'edilizia abitativa negli Stati Uniti, ma ci sono anche altre forze in gioco.

I CONTI TORNANO

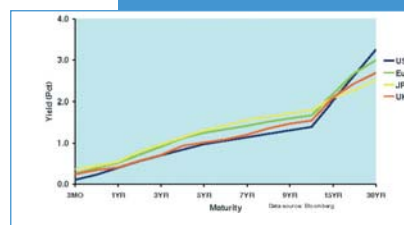
C'è il cosiddetto carry trade, che consiste, almeno per i giapponesi, nel prendere a prestito denaro a un costo trascurabile per acquistare obbligazioni estere a più alto rendimento. Ciò implica un rischio di cambio, ma anche questo si può ridurre tramite la copertura. Per cui se si prende in considerazione la situazione sui mercati obbligazionari assomiglierà al primo grafico. Se si prendono in considerazione i costi di copertura, assomiglierà al secondo grafico. Chiaramente l'acquisto migliore è rappresentato dalle attività statunitensi a lungo termine, dato che producono un rendimento superiore di circa lo 0,75% rispetto alle attività equivalenti in yen, persino al netto dei rischi di cambio. Ripetendo il calcolo (indipendentemente dalla valuta utilizzata (sterlina, dollari Usa o euro) si ottiene la stessa risposta: acquistare obbligazioni statunitensi a lungo termine.

Si tratta di un risultato importante. Ci sono molte persone con motivazioni e filosofie di investimento diverse che utilizzano i mercati finanziari, e i calcoli economici da soli non sono sempre sufficienti a spiegare tutto.

Rendono comunque di più



1 - Le curve dei rendimenti globali delle attività euro, Usa, Giappone e UK.



2 - Le stesse curve con i costi di copertura dello yen dai rischi di cambio.

Attuari e gestori di fondi hedge forse potrebbero guardare unicamente ai numeri e fare acquisti che non hanno senso per un economista solamente perché i numeri per loro funzionano. In qualità di gestori abbiamo il compito spiacevole non solo di indovinare i temi e i motori fondamentali dei mercati, ma anche di prevedere le posizioni degli altri al fine di predire correttamente le prossime grandi manovre su obbligazioni e valute. In questo momento, la matematica suggerisce di investire in obbligazioni. Gli acquisti netti record per 117 miliardi di dollari Usa di titoli statunitensi da parte di stranieri nel mese di agosto ci dicono che la matematica rappresenta una forte motivazione. ■