

# IL PORTAFOGLIO PER IL DOPO-CRISI

## Focus Superati con l'intervento delle autorità americane i maggiori problemi dei mercati finanziari, per il reddito fisso si apre una nuova (promettente?) stagione

■ La crisi finanziaria ha penalizzato anche il mercato obbligazionario, e in particolare le emissioni delle banche, per il timore di fallimenti.

■ Gli interventi del governo americano e la condotta delle banche centrali hanno ora tranquillizzato i mercati.

■ E' il momento, allora, di rivedere le strategie di investimento obbligazionario, ristrutturando il portafoglio in un'ottica di medio periodo.

■ Nelle pagine del servizio i lettori trovano indicazioni e consigli per costruire un portafoglio equilibrato.

### ■ di Angelo Drusiani

L'uscita dalle fasi più complesse è spesso complicata. Chi ha maggiormente sofferto in questa lunga situazione d'incertezza che ha coinvolto il mondo finanziario, i cui riflessi sull'economia risultano evidenti, sono stati i mercati azionari e, quasi alla pari a livello di sofferenza, quelli obbligazionari. Le emissioni societarie hanno pagato un prezzo pesante, soprattutto quelle collocate da debitori bancari, perché si è temuto che qualche default avrebbe potuto investire l'intero comparto. L'accorta politica della Banca Centrale degli Stati Uniti ha favorito, da un lato, l'inter-

vento di banche concorrenti, per evitare ad altre d'incappare in momenti di non ritorno e, dall'altro, l'intervento stesso del Ministero del Tesoro di Washington, che ha evitato alle due grandi banche erogatrici di mutui i rischi di mancanza di liquidità. All'indomani di questa decisione, le Borse di tutto il mondo hanno messo a segno forti rialzi, festeggiando, come s'è scritto da più parti, il ritorno di fiducia. Che il sistema finanziario abbia tremato è dimostrato dalla felice reazione alla maggiore "nazionalizzazione" dell'Occidente: in tal modo va intesa l'entrata completa di Fannie Mae e Freddie Mac, e poi di AIG, nell'orbita pubblica. Anche se, probabilmente, non tutti i problemi sono stati superati nel comparto finanziario, si può ragionevolmente pensare che la problematica maggiore sia superata, non solo perché una parte importante delle perdite è già emersa nei conti di molte banche, ma perché la vigile presenza delle Banche Centrali costituisce una valida difesa, laddove altre difficili situazioni dovessero venire la luce. È tempo per rivedere una strategia che guardi con maggiore interesse ai titoli obbligazionari, avendo come obiettivo un'ottica d'investimento di medio periodo, arco temporale in cui la quotazione di questi titoli potrebbe offrire agli investitori buone opportunità di rendimento.

### GLI EMITTENTI

I settori produttivi maggiormente presenti sul mercato delle obbligazioni sono rappresentati dal sistema bancario, dal comparto delle telecomunicazioni e dai produttori di automobili. A metà strada tra il mercato obbligazionario e quello dei titoli pubblici si situano gli emittenti sovranazionali, tra i quali spiccano i prestiti della BEI, la Banca Europea

## I titoli per investire adesso

ISIN	TITOLI	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING	PREZZO 25-08-2008	REND. LORDO
NL0000122562	ING GROEP	5,50	14-09-2009	AA-	100,25	5,22
XS0210319090	DEUTSCHE TELEKOM	3,25	19-01-2010	BBB+	97,44	5,30
XS0215080713	GENERAL ELECTRIC	3,25	17-03-2010	AAA	94,12	7,60
XS0170227093	HOLCIM FINANCE	4,375	23-06-2010	BBB+	97,47	5,94
DE000A0GMHF4	PORSCHE	3,50	1-02-2011	-	95,49	5,59
DE000A0E9C91	KFW	4,00	8-04-2011	AAA	98,58	4,60
XS0261718653	BMW	4,125	24-01-2012	A-	94,67	5,93
FR0010245555	FRANCE TELECOM	3,625	14-10-2015	A-	85,33	6,26
XS0205790214	DEUTSCHE BAHN	4,25	23-11-2016	AA-	94,22	5,13
XS0339454851	RABOBANK	4,75	15-01-2018	AAA	96,21	5,27

Una selezione di emissioni obbligazionarie consigliate.

per gli Investimenti, e la World Bank, la Banca Mondiale, essa pure impegnata a finanziare progetti in ogni parte del globo. Meno presenti altri emittenti con analoghe caratteristiche, ma che ricorrono a finanziamenti attivati con altri sistemi.

La struttura di portafoglio non può prescindere da due scelte fondamentali: la liquidità dello strumento e la diversificazione dei debitori. Poiché l'ipotesi è che si tratti di emissioni denominate esclusivamente in euro, l'attenzione al grado d'affidabilità e alla durata delle singole emissioni, pure importante, assume una valenza minore, rispetto alle due caratteristiche riportate sopra. L'inserimento di strumenti con rating pari ad almeno tripla B rappresenta un'esposizione al rischio debitore abbastanza contenuta, mentre dovrebbe essere ancora meno importante il rischio tassi, poiché si presume che la Banca di Francoforte potrebbe dare inizio ad una politica monetaria espansiva entro la prossima primavera, se l'andamento dell'economia d'area euro dovesse evidenziare una crisi a livello di crescita globale.

### DECENNALI OK

In quest'ottica, la presenza di strumenti con durata decennale non deve preoccupare, perché le loro quotazioni, pur sensibili alle prospettive dei rendimenti di mercato, non dovrebbero esprimere movimenti negativi, in virtù delle possibili riduzioni attese. L'ipotesi di portafoglio diversificato e con la presenza di emissioni particolarmente liquide, al fine di evitare di avere in portafoglio prestiti difficilmente smobilizzabili, prevede la presenza di debitori di provata esperienza. Mancano titoli di società italiane, perché, soprattutto negli ultimi anni, il loro collocamento, eccezion fatta per pochi casi, ha fatto riferimento quasi esclusivamente a destinatari istituzionali, quali banche, assicurazioni, fondi d'investimento, sia con divieto specifico, sia con l'applicazione della clausola della quota minima sottoscrivibile di 50 o 100 mila euro. Ipotesi, queste ultime, che escludono, di fatto, gli investitori che non dispongono di patrimoni rilevanti.

**“ La struttura del portafoglio non può prescindere da due scelte fondamentali: la liquidità dello strumento e la diversificazione dei debitori ”**

La percentuale di obbligazioni societarie da immettere nel singolo portafoglio titoli è legata strettamente alla propensione al rischio dell'investitore. Se quest'ultimo è un ex Bot people, detta percentuale non potrà assumere un valore rilevante, perché, a livello teorico, l'indice di affidabilità appare, a questa tipologia di risparmiatori, troppo basso, anche se, in effetti, molte emissioni dispongono di un rating superiore a quello assegnato al Tesoro italiano. Non va poi dimenticato che la notorietà dell'emittente gioca un ruolo importante, a livello psicologico. Conoscere il nome del debitore assicura all'investitore una maggiore tranquillità, quasi che egli ne avesse esaminato bilanci e prospettive. Al di là di queste indicazioni, nel caso di modesta propensione al rischio, sarebbe opportuno limitare al 10% la percentua-

### La scala del Rating

S&P	MOODY'S	QUALITÀ DELL'EMITTENTE
<b>Investment Grade Superiore</b>		
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	
<b>Investment Grade Inferiore</b>		
BBB+	BAA1	EMITTENTE CON ADEGUATA CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI DEBITORI
BBB	BAA2	
BBB-	BAA3	
<b>Non Investment Grade</b>		
BB+	BA1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE AI PROPRI IMPEGNI È MINORE DEGLI INVESTMENT GRADE
BB	BA2	
BB-	BA3	
<b>Non Investment Grade Inferiore</b>		
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

## 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) **EMITTENTE PUBBLICO**
- 2) **BANCA COMMERCIALE AUSTRIACA**
- 3) **SOCIETÀ CHE GESTISCE LE FERROVIE TEDESCHE**
- 4) **SOCIETÀ OLANDESE CHE PRODUCE MATERIALE PER ELETTRICO**
- 5) **SOCIETÀ TEDESCA COSTRUTTRICE DI AUTOMOBILI**
- 6) **AZIENDA ELETTRICA ITALIANA. QUOTA MINIMA 5MILA EURO**
- 7) **SOCIETÀ FINANZIARIA DEL GRUPPO AUTOMOBILISTICO TEDESCO**
- 8) **EMITTENTE PUBBLICO**
- 9) **SOCIETÀ PETROLIFERA SPAGNOLA. QUOTA MINIMA 10MILA EURO**
- 10) **GRANDI MAGAZZINI FRANCESI**
- 11) **SOCIETÀ PRODUTTRICE BEVANDE E LIQUORI**
- 12) **SOCIETÀ ITALIANA CHE ESERCITA SERVIZI DI SCOMMESSE 31-3-2016: POSSIBILE RIMBORSO A 100 0 CEDOLA 6 MESI €URIBOR PIÙ 5,05 PUNTI QUOTA MINIMA SOTTOSCRIVIBILE 50MILA EURO**
- 13) **SOCIETÀ FRANCESE CHE COSTRUISCE IMPIANTI PER TELECOMUNICAZIONI. QUOTA MINIMA 50MILA EURO**
- 14) **EMITTENTE PUBBLICO**
- 15) **SOCIETÀ CHE GESTISCE TELECOMUNICAZIONI. QUOTA MINIMA 50MILA EURO**
- 16) **SOCIETÀ STATUNITENSE COSTRUTTRICE DI AUTOMOBILI**

## OTTOBRE: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 23-09-08	REND LORDO	ANNOTAZIONI
DK0009921868	REGNO DANIMARCA	3,125	15-10-2010	AAA	97,65	4,34	1
XS0124750471	BANK AUSTRIA CREDITANSTALT	5,75	22-02-2013	AA+	101,60	5,32	2
XS0164831843	DEUTSCHE BAHN	4,75	14-03-2018	AA	96,81	5,18	3
XS0369461305	SIEMENS FINANCE	5,25	12-12-2011	AA-	99,97	5,26	4
XS0261718653	BMW FINANCE	4,125	24-01-2012	A+	94,67	5,93	5
IT0004292683	ENEL	5,25	14-01-2015	A	101,10	5,03	6
XS0196576804	VOLKSWAGEN FINANCE	4,750	19-07-2011	A-	96,67	6,07	7
XS0168670478	REPUBBLICA SUD AFRICA	5,25	16-05-2013	BBB +	93,55	6,90	8
XS0172751355	REPSOL FINANCE	5,00	22-07-2013	BBB	95,90	6,00	9
FR0010068486	PINAULT PRINTEMPS REDOUTE	5,25	29-03-2011	BBB-	97,69	6,26	10
XS0149165986	ALLIED DOMECQ FINANCE	5,875	12-06-2009	BB+	100,24	5,43	11
XS0254095663	LOTTOMATICA	8,25	31-03-2066	BB	83,33	11,15	12
FR0010070805	ALCATEL-LUCENT	6,375	7-04-2014	BB-	84,22	10,23	13
XS0232329879	GOVERNO UCRAINA	4,95	13-10-2015	B+	72,73	10,64	14
XS0236096730	WIND ACQUISITION FINANCE	9,75	1-12-2015	B	98,62	10,02	15
XS0171942757	GENERAL MOTORS	7,25	3-07-2013	B-	57,10	22,90	16

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

**“Strutturando il portafoglio, sarebbe opportuno suddividere non solo i debitori, ma anche i comparti produttivi. Accanto a quello bancario, dal quale è pressoché impossibile prescindere, non dovrebbe mancare l'emissione delle Ferrovie tedesche, e un'emissione, in alternativa, tra il settore auto e quello delle telecom”**

le massima di strumenti obbligazionari, suddivisa fra tre debitori. Con media propensione al rischio, la quota potrebbe raddoppiare, aumentando a sei il numero degli emittenti, mentre potrebbe attestarsi al 25% la percentuale di questi strumenti, per chi disponga di un'alta propensione al rischio. In quest'ultimo caso, il numero di emittenti da immettere in portafoglio aumenterebbe a sette. Il numero indicato di titoli da depositare nei portafogli è stabilito in modo da evitare che ogni singolo debitore rappresenti una quota del portafoglio superiore al 4%. Generalmente, per emissioni pubbliche questo peso può salire fino al 10% circa, sia perché questi strumenti risultano essere estremamente liquidi, sia perché la conoscenza degli stessi, da parte del grande pubblico, ne amplifica la possibilità di scambi sul mercato secondario.

### I TITOLI CONSIGLIATI

Fra i debitori principali, riportati in tabella, ne spiccano tre di origine bancaria, due che operano nel campo delle telecomunicazioni e in quello automobilistico. Dei restanti, due rappresentano le finanziarie di un'azienda cementifera elvetica, Holcim, e di un'azienda che opera in molti campi, quali General Electric, e l'ultima è l'azienda di trasporti ferroviari tedeschi, Deutsche Bahn, che, nel prossimo anno, accederà direttamente alla quotazione di Borsa. I nomi sono noti, e, al tempo stesso, offrono buone garanzie di affidabilità. Del sistema finanziario, due banche sono assegnatarie del massimo grado di rating, tripla A, Rabobank, banca olandese, e KfW, la banca pubblica tedesca che ha finanziato la riunificazione, mentre ING Groep, la società assicurativa del gruppo olandese, è destinataria del rating doppia A meno, di ottimo livello. Il grado d'affidabilità scende a singola A meno e a tripla B più, rispettivamente, per FranceTelecom e Deutsche Telekom, livelli sicuramente inferiori ma ancora appartenenti al comparto investment grade. Situazione analoga per le due emissioni automobilistiche, anche se non è stato mai assegnato

il rating per l'emissione in oggetto della tedesca Porsche, a fronte di un'altra casa tedesca, BMW, cui appartiene lo stesso rating del Tesoro italiano, singola A più. Quasi tutti i rendimenti oscillano attorno al 5% lordo, livello interessante, se si considera che, in prospettiva, i rendimenti dovrebbero subire un decremento, a causa della cattiva congiuntura economica. L'unico dubbio che rannuvola in parte il sereno è la situazione del Tesoro americano. I cosiddetti salvataggi delle banche in difficoltà potrebbero costringerlo a ricorrere con maggiore frequenza al mercato dei titoli pubblici, con quantitativi in emissione superiori alla media. In questi casi, si potrebbe assistere ad una riduzione del grado di affidabilità del debitore americano, ora fissato al livello massimo, con inevitabili ripercussioni sull'intero comparto, dal momento che il suo peso è rilevante. Ad un calo del rating corrisponde, di norma, un aumento del tasso da pagare agli investitori. Se salgono i tassi pagati negli Stati Uniti, seppure per ragioni non strettamente legate alla dinamica dei rendimenti di mercato, gli effetti negativi si propagano ovunque, spazizzando anche le prospettive nelle altre zone del globo. L'ipotesi, per ora, assume solo una valenza teorica, perché le ragioni che inducono a ritenere maggiormente possibile una stasi dei tassi, se non un loro calo, in area euro, hanno un radicamento maggiore dell'ipotesi contraria. Strutturando il portafoglio, sarebbe opportuno suddividere non solo i debitori, ma anche i comparti produttivi. Accanto a quello bancario, dal quale è pressoché impossibile prescindere, a causa della massiccia diffusione dei prestiti sul mercato, non dovrebbe mancare l'emissione delle ferrovie tedesche, le cui prospettive economiche appaiono molto interessanti, e un'emissione, in alternativa, tra il settore automobilistico e quello delle telecomunicazioni. Se ciò vale per chi ha una bassa ed una media propensione al rischio, non altrettanto si può dire per chi ha un'elevata propensione, perché, in questo caso, è opportuno rivolgersi all'intera gamma degli strumenti. ■