

TITOLI LUNGI, TASSO FISSO MEGLIO STARNE LONTANI

Troppo alto il rischio di rialzi dei tassi di interesse che deprezzerebbero il valore dell'investimento (a meno di non aspettare la scadenza). Meglio indicizzati, zero coupons, dollari. Ecco l'analisi della situazione dei mercati e i consigli per il portafoglio

■ di Angelo Drusiani

Se l'investitore ama soprattutto gli strumenti obbligazionari, negli ultimi anni non avrà goduto di rendimenti particolarmente interessanti. Dapprima, una lunga fase di discesa dei tassi, intervallata da rari momenti di ripresa. Poi, una crescita costante dei listini di borsa, che ha indotto la liquidità internazionale a migrare dai titoli di Stato e dalle obbligazioni societarie verso le azioni sia di società medio piccole, sia di grandi aziende, sia in area euro, sia oltre Atlantico, ma anche sui mercati dell'estremo oriente. Infine, il timore che l'inflazione, spinta da un favorevole andamento dei consumi, possa salire oltre i limiti fissati da Governi e Banche Centrali, ha fatto sì che queste ultime abbiano intrapreso una politica monetaria restrittiva, seppure in forma graduale. Strategia che non dovrebbe creare particolari problemi alle società, i cui utili, in forte crescita, potrebbero

I titoli giusti per questa fase dei mercati

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING	PREZZO	REND LORDO
-------------	--------	--------------	----------	--------	--------	------------

DENOMINATI IN EURO ZERO COUPONS

IT0006506007	BANCA EUROPEA INVESTIMENTI	0,00	6-12-2016	AAA	66,73	4,57
DE0001345908	BANCA EUROPEA INVESTIMENTI	0,00	5-11-2026	AAA	40,77	4,76
ES0000011876	BONOS (GOVERNO SPAGNA)	0,00	31-01-2029	AAA	37,59	4,68
XS0109077486	BANCA EUROPEA INVESTIMENTI	0,00	15-03-2030	AAA	34,55	4,77

A CEDOLA VARIABILE

XS0196776727	KPN	4,626	21-07-2009	BBB+	100,29	4,89
XS0244500236	DEUTSCHE TELEKOM	4,725	17-08-2009	A-	100,17	4,79
DE0005590962	DEUTSCHE BANK	4,365	18-10-2010	AA	100,68	4,62
IT0004101447	CCT	4,44	1-07-2013	A+	100,84	4,38

TITOLI A CEDOLA FISSA BREVI

XS0282525442	RENTENBANK *	19,25	22-01-2008	AAA	99,95	18,06
XS0161229710	NESTLE'	3,50	11-02-2008	AAA	99,65	4,48
IT0003652077	BTP	3,00	15-04-2009	A+	98,52	4,05

TITOLI DENOMINATI IN DOLLARI USA CEDOLA FISSA

XS0215039750	EUROHYPO SA LUX	4,25	22-12-2008	AAA	99,31	4,82
XS0181577213	TOTAL CAPITAL SA	3,50	5-01-2009	AA	98,23	4,92
XS0232436955	NESTLÉ HOLDING	4,375	27-10-2009	AAA	99,54	4,69
XS0272515106	SOCIÉTÉ NATIONALE CHEMINS DE FER	5,00	30-10-2009	AAA	100,83	4,62
XS0243708798	GENERAL ELECTRIC	5,00	8-02-2010	AAA	100,09	5,05
XS0238773849	DEUTSCHE BAHN FINANCE	5,125	5-01-2011	AA	100,60	4,93
XS0296595670	COUNCIL OF EUROPE	5,125	20-04-2017	AAA	99,31	5,23

CEDOLA VARIABILE

XS0170380793	SNS BANK NEDERLAND	5,56	18-06-2008	A	100,15	5,60
XS0187684617	NATIONWIDE BUILDING	5,485	9-03-2009	A+	100,05	5,61
XS0294275853	GAZPROM BANK	6,26	4-04-2010	BBB-	99,00	7,01

* denominato in nuova lira turca

Una selezione di titoli consigliati per ciascuna tipologia.

comunque risentire negativamente dell'aumento del costo del denaro. Chi ne risente negativamente sono i prezzi delle obbligazioni a tasso fisso, perché, a fronte di un rialzo dei tassi d'interesse e dei rendimenti di mercato, tendono a diminuire, per adeguarsi ai nuovi livelli dei tassi stessi. Chi ha titoli in portafoglio, quando i rendimenti salgono, non

può gioire, perché il capitale di cui dispone si deprezza inevitabilmente. Può gioire chi dispone di liquidità, perché potrà investirla a tassi via via crescenti. Può non preoccuparsi chi fa della propria strategia d'investitore una scelta di medio o lungo periodo, attuando una politica di cassetista. Limitandosi, in pratica, ad osservare quanto accade sul

“ Gli strumenti a cedola variabile offrono, ancora per qualche tempo, una discreta difesa del patrimonio, perché il loro flusso di interessi tende ad aumentare con il crescere dei tassi ufficiali e dei relativi rendimenti di mercato ”

mercato, incassando le cedole che maturano durante la vita del prestito sottoscritto e riscuotendo, alla naturale scadenza, il valore nominale dell'emissione a suo tempo acquistata. In realtà, se la scelta del risparmiatore sarà di incassare le cedole, anziché reinvestirle nello stesso prodotto che le generano, il valore nominale finale sarà identico a quello iniziale, ma il suo potere d'acquisto, nel frattempo, sarà sensibilmente diminuito, a causa dell'incedere dell'inflazione. Il cassettista, di conseguenza, non dovrebbe attuare una politica statica, ma dovrebbe rendere dinamico il proprio portafoglio titoli, anche se in misura marginale, reinvestendo, ogni volta, il flusso d'interessi che riscuoterà. Grazie a questa scelta, alla scadenza del prestito, il suo valore nominale sarà tanto più aumentato quanto più lunga sarà la durata dell'emissione, evitando, con tale politica, d'incassare, all'atto del rimborso, un patrimonio svalutato.

GLI ZERO COUPONS

Chi non volesse assumersi questa responsabilità, temendo di dimenticarsene o sollecitato a destinare ai consumi le somme riscosse dalla maturazione delle cedole, potrebbe optare per le obbligazioni zero coupons, che pagano gli interessi in un'unica occasione, alla scadenza del prestito. Il loro prezzo di mercato, in questa fase, è di gran lunga al di sotto del valore nominale, 100, e lo è tanto più, anche in questo caso, quanto maggiore è la durata dell'obbligazione. Il mercato di questi strumenti è molto meno liquido di quanto lo sia quello dei titoli governativi o delle obbligazioni societarie che pagano cedole durante la loro vita, ma offre una discreta gamma di strumenti in grado di soddisfare le esigenze degli investitori. Uno dei principali problemi all'orizzonte, per chi abbia ancora in portafoglio emissioni a cedola fissa o per chi sia desideroso di acquistarne, è ipotizzare quando la politica rialzista della Banca Centrale Europea avrà termine. Se accadrà con l'aumento del tasso di riferimento al 4,50%, entro i prossimi sei mesi, o

se, a causa dell'incremento del prodotto lordo al di là delle attese (potrebbe avvicinarsi al 3% in area euro nel corso del 2007), anche nel 2008 questa strategia proseguirà, portando il livello del tasso ufficiale al 5%, facendo sì che i prossimi due incrementi rappresentino non un punto d'arrivo, ma due semplici tappe d'avvicinamento.

STARE ALLA FINESTRA

In questo caso, la strategia migliore sarebbe l'attesa, perché, nel corso dei prossimi mesi, molto probabilmente, i prezzi di mercato di queste emissioni potrebbero avere già scontato le ipotesi peggiori, in termini di rendimenti, e, di conseguenza, avere raggiunto le quotazioni minime. Chi segue l'andamento dei prezzi di mercato dei titoli, studiando le oscillazioni dei grafici che si formano unendo i vari punti, a loro volta rilevati dalle quotazioni giornaliera, ritiene possibile che il rendimento lordo dei titoli decennali d'area euro possa salire fino al 5,25%, valore eccessivo, a detta di molti analisti, ma pur sempre possibile, se si osservano gli spostamenti dei prezzi, seguendo modelli matematici. Anche se l'ipotesi appare di carattere estremo, essa rappresenta una ragione in più per attuare una politica prudente nei confronti delle emissioni obbligatorie con scadenza medio lunga, in questa fase.

Gli strumenti a cedola variabile offrono, ancora per qualche tempo, una discreta difesa del patrimonio, perché il loro flusso per interessi tende ad aumentare, con il crescere dei tassi ufficiali e dei relativi rendimenti di mercato. La loro caratteristica principale, che consiste nel frequente adeguamento del valore delle cedole, non è certo da disprezzare, se, accanto all'aumento ipotizzato del tasso di riferimento d'area euro, si presume che anche la Banca d'Inghilterra decida d'incrementare ulteriormente il tasso di sconto, fino al 6%, e analoghe decisioni attui la Banca del Giappone, il cui livello di tassi è di gran lunga inferiore a tutti quelli d'area occidentale. Il probabile aumento del tasso giap-

ponese lo porterebbe allo 0,75%! E che dire della strategia della Federal Reserve? Molti investitori erano convinti, a fine 2006, che la Banca Centrale degli Stati Uniti avrebbe ridotto il tasso di sconto già da marzo scorso e che, entro fine 2007, esso sarebbe diminuito di circa un punto, perché l'economia avrebbe subito, nel corso di quest'anno, un sensibile rallentamento. In realtà, pur a fronte di una crescita molto modesta del prodotto lordo, nel primo semestre, l'attesa per l'arco temporale che va da luglio a fine dicembre prossimo è di un incremento del prodotto lordo del 3% circa. Se questa previsione dovesse trovare conferma nei fatti, a fronte di una crescita economica di buon livello, s'accompagnerebbe un aumento del numero dei nuovi occupati, ipotizzabile in circa 150 mila ogni mese, e, di conseguenza, una maggiore propensione ai consumi complessiva, con una pressione sui prezzi al dettaglio che potrebbe risultare superiore alle indicazioni sia di fonte governativa, sia di fonte monetaria.

FARO SULLA FED

In questo caso, la Federal Reserve potrebbe dover ricorrere ad un nuovo rialzo del tasso di sconto. Peraltro, anche le Banche Centrali dell'emisfero australe e la stessa Banca del Canada stanno seguendo analogo politica. In verità, le Banche del Nuovissimo Continente hanno fatto da apripista, incrementando i loro tassi ufficiali già molto tempo fa. Non va dimenticato che anche la Banca Centrale della Cina si sta muovendo in quest'ottica. Anche se, al momento, le sue decisioni hanno più carattere politico che economico o finanziario, non va sottovalutato il contributo del Paese alla crescita mondiale..

Last, but not least, il mercato valutario si concentrerà, ancora una volta, sul cambio tra euro e dollaro statunitense. Non certo perché l'interscambio tra le due aree sia quella prevalente, dal momento che è ancora largamente superata dagli scambi tra dollari americani e yen, ma perché, per ora, la moneta d'ol-

tre Atlantico non riesce a svalutarsi nei confronti di quelle asiatiche, strenuamente difese dalle loro Banche Centrali. Euro, lira sterlina del Regno Unito e yen sono quindi i bersagli cui dirigersi. Ma non è da escludere che, nella parte finale dell'anno, il dollaro degli Stati Uniti recuperi valore nei confronti della moneta unica europea, per due ragioni: la ripresa dell'economia, già ipotizzata al 3% circa nel semestre in corso, e l'avvicinarsi del voto presidenziale di novembre 2008. A mantenere sotto pressione la quotazione del biglietto verde è la dinamica negativa del debito pubblico, aumentata considerevolmente, dopo gli attentati del settembre 2001. Se a fine anno si avrà la sensazione che i possibili candidati alla Presidenza degli Stati Uniti avranno a cuore anche una crescita meno tu-

multuosa del debito pubblico, è probabile che effetti positivi si riscontrino sul valore del dollaro americano. Mercato azionario in ulteriore, probabile incremento, tassi in aumento graduale, la cui dinamica non dovrebbe spaventare né i conti delle società e neppure le borse, rapporto di cambio tra euro e dollaro in rallentamento. Due i comparti sui quali investire: azionario e valutario, dalla parte del dollaro americano, in questo caso. Uno da cui stare, per ora, lontani: obbligazionario, per la parte cedola fissa con durata medio lunga. Se però non si può fare a meno di questo comparto, le emissioni a cedola fissa brevi e quelle a tasso variabile non espongono a rischi, e offrono rendimenti superiori all'inflazione interna, un reddito reale di poco superiore ad un punto e mezzo netto. ■

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

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) SOCIETÀ FRANCESE CHE GESTISCE LE FERROVIE
- 2) STRUTTURA FINANZIARIA DELLA GENERAL ELECTRIC. TITOLO SUBORDINATO. STRUTTURA: DA 15-9-2016 O RIMBORSO A 100 O CEDOLE FUTURE INDICIZZATE EURIBOR 3 MESI PIÙ 1,60 PUNTI. QUOTA MINIMA 50MILA EURO
- 3) GRUPPO BANCARIO OLANDESE
- 4) SOCIETÀ ELETTRICA FRANCESE
- 5) SOCIETÀ ELETTRONICA USA
- 6) GRUPPO BANCARIO TEDESCO
- 7) GRUPPO ASSICURATIVO TEDESCO. STRUTTURA: DA 15-1-2014 O RIMBORSO A 100 O CEDOLE FUTURE INDICIZZATE EURIBOR 3 MESI PIÙ 2,30 PUNTI.
- 8) SOCIETÀ COSTRUTTRICE FRANCESE
- 9) SOCIETÀ FRANCESE CHE FORNISCE SERVIZI LEGATI ALL'ACQUA
- 10) SOCIETÀ FRANCESE DEL LUSSO
- 11) STRUTTURA FINANZIARIA DELLA FIAT. QUOTA MINIMA 50MILA EURO
- 12) SOCIETÀ ITALIANA CHE GESTISCE SERVIZI DI LOTTERIA. STRUTTURA: DA 31-3-2016 O RIMBORSO A 100 O CEDOLE FUTURE INDICIZZATE EURIBOR 6 MESI PIÙ 5,05 PUNTI. QUOTA MINIMA 50MILA EURO
- 13) SOCIETÀ FRANCESE CHE GESTISCE IMPIANTI DI TELECOMUNICAZIONE
- 14) SOCIETÀ TEDESCA CHE GESTISCE VIAGGI. STRUTTURA: SE VIENE TOLTO RATING, CEDOLA VA A 7,425%
- 15) SOCIETÀ FINANZIARIA AMERICANA DEL GRUPPO PRODUTTORE DI AUTOMOBILI. QUOTA MINIMA 50MILA EURO
- 16) SOCIETÀ AUTOMOBILISTICA STATUNITENSE

SETTEMBRE: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 23-05-2006	REND LORDO	ANNOTAZIONI
FR0000494957	SOCIETE NATIONALE CHEMIN DE FER	4,625	26-10-2013	AAA	101,90	3,65	1
XS0267166246	GENERAL ELECTRIC CAPITAL	4,625	16-09-2070	AA+	96,32	5,88	2
XS0094001921	ING BANK	4,25	30-01-2013	AA	100,17	4,07	3
FR0000491367	ELECTRICITE DE FRANCE	5,00	29-01-2013	AA-	100,82	4,53	4
XS0212050792	IBM CORPORATION	3,00	9-02-2014	A+	97,14	4,43	5
DE0001848083	COMMERZBANK AG	4,25	26-10-2013	A	100,43	4,16	6
XS0187162325	ALLIANZ	5,50	PERPETUAL	A-	100,02	6,60	7
XS0151548616	VINCI SA	5,875	23-07-2013	BBB+	102,55	4,49	8
XS0142249555	VEOLIA ENVIRONNEMENT	5,875	2-02-2016	BBB	104,16	4,85	9
FR0010002121	PINAULT PRINTEMPS REDOUTE SA	5,00	24-01-2013	BBB-	100,63	4,53	10
XS0253995368	FIAT FINACE & TRADE	5,625	16-11-2015	BB+	100,50	5,54	11
XS0254095663	LOTTOMATICA	8,25	1-04-2070	BB	103,00	8,78	12
FR0000492092	ALCATEL-LUCENT	3,375	18-02-2013	BB-	98,53	5,23	13
XS0191794782	TUI AG	6,625	17-05-2015	B+	96,25	7,93	14
XS0205614323	FORD MOTOR CREDIT	4,875	16-01-2014	B	89,50	10,26	15
XS0171943649	GENERAL MOTORS	8,375	6-07-2037	B-	82,75	10,23	16