

Non soltanto CCT per difendersi e guadagnare durante un periodo di carotassi. Le emissioni di tipo "constant maturity", poco liquide, hanno durata medio-lunga. Adatte soprattutto a portafogli aggressivi, con un peso del 10%.



Coi CMS non soffochi per la stretta monetaria

Il primo pensiero, se s'ipotizzano **tassi di mercato in aumento**, va ai titoli di Stato con cedole indicizzate al rendimento dei BOT semestrali, i **CCT**, la cui caratteristica fondamentale è di aggiornare, ogni sei mesi, il flusso per interessi. Il parametro di riferimento è un tasso di mercato, perché i rendimenti delle aste dei BOT con durata 180 giorni circa rappresentano i rendimenti di mercato. E se il parametro di riferimento scelto per determinare il valore futuro delle cedole dei CCT è un indicatore di mercato, a maggior ragione lo sarà lo stesso CCT, perché gli interessi che paga sono sempre superiori ai rendimenti dei BOT, grazie ad una maggiorazione applicata al rendimento offerto dai BOT in sede d'asta. In alternativa, i **titoli societari a cedola variabile**, non moltissimi, offrono cedole a cadenza trimestrale, il cui parametro di riferimento è il tasso euribor a tre mesi, cui viene

aggiunta, anche in questo caso, una maggiorazione. Il tasso euribor rappresenta il livello medio quotidiano dei tassi interbancari di area Euro con durata 90 giorni circa. Quindi, CCT o strumenti societari indicizzati all'euribor come meta, se i rendimenti vanno verso l'alto? La risposta è no: **non può esistere un solo strumento**, seppure in due differenti forme, **a salvaguardia del patrimonio**, in fase di tassi crescenti. Il mercato propone più alternative ai titoli governativi italiani, mutuati, in particolare, fra i prodotti strutturati, obbligazioni queste, contraddistinte dalla presenza di un'incognita tra le caratteristiche fondamentali. Può essere il valore del capitale, all'atto del rimborso: è tipico dei titoli obbligazionari indicizzati ai mercati di borsa. Può essere il valore futuro della cedola: è tipico dei CCT, ma è anche, in tempi più recenti, tipico delle emissioni definite **CMS, Constant**

Maturity Swaps. Nulla di rivoluzionario, ma alcuni aspetti assai interessanti rendono questa tipologia di obbligazioni teoricamente **adatta alle attese di rendimenti in rialzo**.

ANCORARSI A RENDIMENTI CRESCENTI

Le obbligazioni CMS, come tutti gli strumenti a cedola variabile, fissano il valore delle prime cedole, generalmente due, per poi assegnare al flusso per interessi un dato non noto, al momento. Esso dipenderà dallo svolgimento di una formula molto semplice, il calcolo di una percentuale del rendimento dei titoli con durata decennale, o di una formula relativamente più complessa, il differenziale di rendimento offerto dai titoli decennali e da quelli biennali moltiplicato per un fattore, generalmente 3 o 3,5. Nel primo caso, la cedola assumerà quasi per intero la dinamica dei rendimenti a lungo termine.

CODICE ISIN	EMITTENTE	RATING S&P	SCADENZA	PREZZO 29/03/2005	CEDOLA	INDICIZZAZIONE CORSO
XS0207714022	RABOBANK	AAA	21/12/2012	99,55	* 5,000%	3 volte (10y - 2y CMS)
XS0210782552	LEHMAN BROS.	A+	01/02/2013	99,50	* 2,924%	80% del 10y CMS Euro
IT0001296133	MONTE PASCHI	A+	04/01/2014	99,58	* 3,000%	70% del 10y CMS Euro
IT0001355194	DEXIA CREDIOP	AA	30/07/2014	108,50	* 4,750%	80% del 30y CMS Euro
IT0006585449	BEI	AAA	25/02/2015	97,50	** 4,000%	3 volte (10y - 2y CMS)
XS0190541101	KFW	AAA	17/05/2016	98,70	** 5,000%	3,5 volte (10y - 2y CMS)
IT0001302659	SANPAOLO IMI	A	25/01/2019	99,19	* 3,250%	75% del 10y CMS Euro
XS0096856421	REP.OF ITALY	AA-	06/05/2019	101,17	* 4,000%	78% del 10y CMS Euro
XS0212688013	REP. OF AUSTRIA	AAA	04/03/2020	99,00	* 5,000%	100% del 10y CMS Euro
XS0098449456	REP.OF ITALY	AA-	28/06/2029	106,21	* 4,500%	80% del 30y CMS Euro

LEGENDA: * Presenza cedola minima e/ o massima - ** Presenza cedola minima e/ o massima e opzione rimborso anticipato.

10 “constant maturity swaps” a confronto

Nel secondo, il flusso cedolare sarà legato alla dinamica di due tipologie di rendimenti, quelli a lungo termine e quelli a breve termine. Non v'è dubbio che la caratteristica offerta dal secondo gruppo di strumenti appaia molto più complessa, come complessa è ogni forma di obbligazione contraddistinta dalla presenza di più incognite. Tre, per questa forma di calcolo: il rendimento dei titoli decennali, il rendimento dei titoli biennali, la loro differenza. Al di là della relativa complessità della formula, **il vero rischio è legato alla dinamica dei tassi di mercato:** saliranno in misura superiore i rendimenti decennali o quelli biennali, o saliranno in ugual misura? Il dubbio non è di poco conto, perché incide direttamente sullo sviluppo della formula, da cui deriverà il valore delle future cedole. Molto più semplice è la caratteristica che contraddistingue i titoli che appartengono alla prima categoria di obbligazioni, perché il flusso cedolare replicherà, seppure in forma parzialmente ridotta, il rendimento delle emissioni decennali. Alla base della scelta, in ambedue i casi, la **prospettiva di tassi in aumento** nel corso dei prossimi anni, situazione che, in effetti, dovrebbe caratterizzare sia la strategia delle banche centrali, sia il movimento dei rendimenti di mercato. Questi ultimi, generalmente, tendono ad anticipare le decisioni che le banche centrali attueranno via via.

Già ora, seppure con molta gradualità, i rendimenti dei titoli a cedola fissa stanno portandosi su livelli superiori, nella convinzione che la politica monetaria restrittiva della banca centrale degli USA, la **Federal Reserve**, non subirà rallentamenti, e finirà per condizionare, probabilmente, anche le manovre della **Banca Centrale Europea**, i cui tassi ufficiali, al momento, sono fermi al 2% da giugno 2003. Ma il dinamismo della banca americana, che da giugno scorso ha alzato per sette volte consecutive il valore del tasso di sconto, portandolo dall'1 al 2,75%, è tale che la staticità della politica della Banca Centrale Europea, peraltro più che giustificata dall'andamento economico non favorevole dei paesi aderenti alla moneta unica, non potrà non risentirne, probabilmente già dal prossimo autunno.

PESI, MISURE, DESTINATARI **I CMS sono strumenti da BOT people?**

No, per due ragioni: la durata medio lunga e l'incertezza sul futuro dei tassi. Basti pensare che, se anziché aumentare, i rendimenti dovessero scendere, le cedole dei titoli ancorate al livello dei rendimenti stessi perderebbero sensibilmente di fascino, oltre che di valore.

Si rischierebbe di rivivere gli effetti creati dalle obbligazioni “reverse floater”? Questa tipologia di prodotti, emessa tra il 1998 e l'anno successivo, fissava le prime cedole e proponeva un calcolo abbastanza complesso per la

determinazione di quelle successive: tale caratteristica li rendeva adatti a situazioni di tassi calanti; mentre, viceversa, i mercati ipotizzavano un andamento contrario. In breve, le quotazioni dimezzarono, per poi riprendersi da due anni a questa parte.

Rischi tipo *reverse floater*, dunque? La risposta è negativa, perché un rialzo dei tassi, nei prossimi anni, è pressoché certo e, di conseguenza, anche il valore delle cedole delle obbligazioni CMS dovrebbe puntare verso l'alto. Meno certo è che il differenziale tra tassi lunghi e brevi sia particolarmente premiante, perché i primi potrebbero salire in misura meno consistente dei secondi. L'incertezza sul futuro dei rendimenti fa sì che queste obbligazioni si adattino meglio a **portafogli in parte aggressivi**. Se la propensione al rischio è elevata, si può attribuire loro un **peso massimo del 10%**, perché, nella maggior parte dei casi, sono titoli con modesta attività di scambio sul mercato secondario, quindi non particolarmente liquidi, rischio, questo, che sarebbe meglio limitare. Se la propensione al rischio è media, la percentuale in portafoglio dovrebbe essere dimezzata. Se è bassa, la si può ridurre al 2-3%. In ogni caso, va seguita con molta attenzione l'evoluzione dei tassi, pronti a sfruttare occasioni in cui i prezzi dovessero salire, grazie ad un contemporaneo rialzo dei rendimenti di mercato. ☒

DI ANGELO DRUSIANI