

IL MONDO

SETTIMANALE ECONOMICO DI RCS PERIODICI - CORRIERE DELLA SERA

n°43 - 22 ottobre 2010



FINANZA
SANTO VERSACE
SALVERÀ
IL PARRUCCHINO
DI CESARE RAGAZZI

UNICREDIT
CARIVERONA,
CHI SARÀ
L'UOMO FORTE
DELLA LEGA

BORSA
LE REGINE
MONDIALI
DEL TOTAL
RETURN

ANCI
SPUNTA UNA
TASSA NASCOSTA
CHE FORAGGIA
I COMUNI

TUTTI A CACCIA DI BONTÀ

TITOLI DI STATO E OBBLIGAZIONI SOCIETARIE VENGONO ORMAI TRATTATI
COME AZIONI: SI VENDONO E SI COMPRANO FACENDO OTTIMI AFFARI.
ECCO COME STA CAMBIANDO IL RISPARMIATORE ITALIANO
DI FRONTE AI RENDIMENTI SEMPRE PIÙ BASSI DEI SUOI INVESTIMENTI



Tutti i giorni della settimana Il Mondo € 3,00; se venduto in abbinata con il Corriere della Sera: Il Mondo € 2,00 + il prezzo del Corriere della Sera - Austria € 4,00 - Belgio € 3,50 - Canada Cad. 7,00 - Francia € 4,00 - Gran Bretagna £ 4,00 - Monaco Principato € 4,00 - Spagna € 4,00 - Svizzera Chf. 5,50 - Ungheria Huf. 1.500 - U.S.A. \$ 7,00 *Poste Italiane Sped. in A.P. - DL 353/2003 conv. in L. 46/2004 art. 1 c. 1 DCB Milano

postapress
ventiquattrore



INVESTIMENTI 1 CRISI ECONOMICA E VOLATILITÀ SPINGONO LA VOGLIA DI OBBLIGAZIONI

A caccia di Bond

I risparmiatori amano emissioni governative e corporate. Da comprare e vendere prima della scadenza. Ma gli esperti avvertono: non abbandonate del tutto le Borse

PIEREMILIO GADDA E FABIO SOTTOCORNOIA

Anche i portafogli hanno un'anima. O perlomeno dei sentimenti. In certe stagioni si innamorano di asset class promettenti, come accade adesso con le obbligazioni. E si sentono invece traditi dalle Borse. Così, complice la ripresa economica stentata e la volatilità che aleggia da mesi sui mercati finanziari, i risparmiatori hanno ormai completato la propria metamorfosi: da semplici Bot-people a Bond-people a tutto tondo. Nel senso che amano sia le classiche emissioni governative sia quelle corporate. E hanno scoperto che, qualche volta, può essere utile e remunerativo trattare l'obbligazione al pari delle azioni: vendere e comprare a seconda del prezzo, prima che il titolo arrivi a scadenza. Così, mentre si appresta a sbarcare

in Borsa Enel Green Power (*valore editoriale e articolo a pagina 51*) e non mancano occasioni per chi punta a guadagnare salendo sull'octovolante valutario (*articolo nelle pagine seguenti*), la corsa alle obbligazioni non si arresta. Come dimostra l'ultima asta di Bot annuali di martedì 12 ottobre: a fronte di un'offerta per 6,5 miliardi, la domanda al Tesoro è stata di oltre il doppio (14 miliardi) per un rendimento medio ponderato dell'1,44%. Come può muoversi il risparmiatore in questo scenario? *Il Mondo* lo ha chiesto agli esperti del mercato.

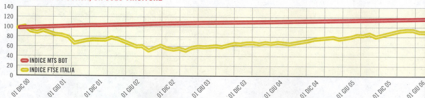
ATTENTI ALLA DIVERSIFICAZIONE

«Iniziamo a dire che l'addio alle azioni come asset class di investimento sarebbe sbagliato», afferma Giuseppe Crescenti-

ni, fixed income primary market department di Abasbank. «La diversificazione è sempre consigliata per limitare il rischio dell'investimento. Il mercato negli ultimi due anni sembra comunque orientato verso i bond che offrono rendimenti molto più alti rispetto al livello di rischio associato. E oggi sembra apprezzare titoli che hanno una scadenza breve, fra tre e cinque anni, e soprattutto a tasso fisso: credo che i tassi di interesse resteranno bassi per tutto il 2011».

Il money manager escluse che ci sia una bolla sui bond governativi, con prezzi saliti molto in alto. «C'è un massiccio acquisto di titoli di Stato a fronte di un timore per il settore privato. Si compra il debito di un Paese sovrano, accettando anche ren-

Dieci anni di corsa, un solo vincitore



A confronto l'andamento dell'indice Ftse Mib Italia e del Mts Bot dal 30 dicembre 2000 al 29 settembre 2010. In dieci anni i titoli di Stato hanno sempre battuto Piazza Affari



dimenti molto bassi». Guardando al mercato internazionale, Crescentini suggerisce di osservare cosa sta accadendo in Belgio, dove l'impasse politica (per la composizione del governo) ha fatto schizzare in alto (123,7 punti contro 37 della Germania) i Cds (Credit default swap), cioè il termometro che misura il rischio di insolvenza in chi emette bond. Considera invece un risultato «lusinghiero anche in termini qualitativi» il Btp scadenza 2025 (cedola

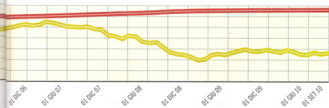
al 4,5%, prezzo di collocamento 100,7, attualmente prezzato 102).

La situazione dei bond governativi, dal punto di vista dei risultati attesi, è considerata interessante, anche se molto volatile, da Michael Krautzberger, responsabile europeo del fixed income di BlackRock: «Molte banche centrali si muovono sulle valute e siamo alla vigilia di una nuova iniezione di liquidità sui mercati (il cosiddetto quantitative

easing 2 da parte della Fed, ndr), per sostenere l'acquisto di bonds». Un intervento corretto, secondo il fund manager, perché crea un quadro di maggiore certezza mondiale. Che diminuisce quando si guarda all'Europa: «Oggi nel mirino ci sono Irlanda e Portogallo. La Spagna potrebbe essere a rischio». A parere di Krautzberger, l'Italia non è in questo momento sotto la lente: «Da Paese rischioso, oggi è sotto controllo: l'economia va bene, non c'è la crisi del real estate come a Madrid». Anche per questo, tra i principali bond nel fondo che gestisce il money manager tiene almeno un 10% di Btp con scadenze che vanno dal 2012 al 2040. Eppure, tra le opportunità di guadagno per chi vuole approfittare nei prossimi mesi mette i gilt inglesi e, nei Paesi emergenti, vede di buono occhio i titoli di Messico e Sudafrica. Mentre non accenna a fermarsi la corsa al bond, qualche contrarian comincia a sostenere che, visti i bassi prezzi, forse è il momento di tornare alle Borse. Che sembrano promettere, per il 2011, allettanti dividendi. Ha però un'altra opinione Samy Chaar, del team Investment Strategy di Lombard Odier, che in un report recente ha affermato: «Effettivamente, negli Usa i dividendi stanno raggiungendo i livelli dei rendimenti dei bond decennali e in altri Paesi si stanno addirittura superando. Comprensibile che la caccia al guadagno degli ultimi tempi porti gli investitori a considerare il mercato azionario come un'opportunità attraente».

RISCHIO DIVIDEND YIELD

Dalla sua analisi storica emerge come, negli ultimi 55 anni, i rendimenti dei bond siano stati superiori al dividend yield, ma nel periodo precedente (addirittura a partire dal 1871) è stato il contrario. «Non c'è correlazione tra il differenziale di rendimento delle due asset class e i rendimenti azionari reali attesi». Non solo: gli esperti di Lombard Odier ricordano che «il dividend yield è solo una componente del rendimento azionario, a cui dobbiamo aggiungere il tasso di crescita dell'earning per share (eps) o il cambiamento dei multipli di valutazione. Contare solo sui dividend yield per





investire in azioni vuol dire ignorare metà del quadro». Un aspetto che potrebbe portare a piacevoli sorprese per i risparmiatori distratti.

Non appartengono a questa categoria, invece, coloro che nei mesi di luglio e agosto compravano e vendevano obbligazioni come quelle emesse da Assicurazioni Generali in scadenza nel settembre 2024, guadagnando quasi otto punti percentuali in due mesi. L'esempio serve a ricordare che le obbligazioni non sono uno strumento per cassettonisti, destinate a rimanere in portafoglio fino a scadenza, ma si prestano a essere comprate e vendute in modo «tattico». Obiettivo: ottenere un guadagno in conto capitale anche in un arco di tempo limitato.

OPERAZIONI TATTICHE

«Lo abbiamo visto in agosto quando i dati macroeconomici negativi e le scelte della Federal Reserve Usa, accompagnati da un rilevante calo dei mercati azionari, hanno prodotto un forte apprezzamento di tutti i titoli obbligazionari, dai bund tedeschi fino ai corporate bond, soprattutto nella parte lunga della curva e, in particolare, per scadenze da nove anni in su», ricorda Michele Moschini, analista di Consulitque.

Dunque, se si vuole giocare d'attacco, quali sono i bond da privilegiare? «In questa fase puntiamo sui societari rispetto ai governativi, perché incorporano più valore», annota Richard Woolnough, gestore del fondo M&G Optimal Income. Non è un caso se da inizio anno, a fronte di un calo negli scambi registrati al Moe di Borsa Italiana rispetto ai primi otto mesi del 2009 (153,5 miliardi contro 160,9), i volumi nel segmento corporate sono raddoppiati, passando da 6,1 a 12,2 miliardi e, nello stesso arco di tempo, sull'EuroTlx sono stati negoziati bond societari per oltre 32 miliardi. Secondo gli esperti le emis-

sioni vanno scelte in funzione di scadenze e merito creditizio. «Con un profilo di rischio medio, l'investitore potrebbe optare per un mix di titoli con rating investment grade, da A a BBB, e scadenze dal 2015 al 2020», sintetizzano Daniele Germano e Paolo Baroni di Cofib Advisor. Se, invece, parliamo di settori industriali, «in una scala decrescente in termini di rischio volatilità, troviamo i titoli del settore auto e trasporti, le nuove energie, le telecom e i bancari: maggiore è la volatilità maggiore il rischio, ma anche l'opportunità di ottenere un guadagno in caso di aumento delle quotazioni», spiega Moschini. Buona regola, in ogni caso, diversificare in chiave geografica: «Avere emissioni di società solo italiane può produrre una concentrazione eccessiva del rischio, e non solo per possibili default. Con altre notizie negative come quelle dal fronte irlandese, anche le quotazioni dei bond italiani ne risentirebbero», sostengono gli esperti.



Michael Krautzberger,
BlackRock



Michele Moschini,
Consulitque



Richard Woolnough,
M&G

PUNTATE SPECULATIVE

Nell'ottica di un uso strategico del reddito fisso, vale la pena chiedersi se sia opportuno inserire in portafoglio anche qualche titolo speculativo. «A fronte di un restringimento dei rendimenti sulle emissioni più solide, nel 2010 è aumentato l'appello per i titoli high yield, quelli con rating inferiore all'investment grade», ricordano gli analisti di Cofib Advisor. Del resto, un report di Moody's rivela che il tasso di default a 12 mesi per i cosiddetti junk bond (titoli spazzatura) è sceso drasticamente, a livello globale, dal 12,3% di un anno fa al 5% di agosto 2010. Secondo le previsioni dell'agenzia, sarebbe destinato a scendere fino quota 2% entro 12 mesi. «La ragione di questo trend positivo è semplice», spiega Woolnough: «Le società che hanno superato indenni la crisi finanziaria degli ultimi due anni sono quelle più solide. Quindi, è

probabile che siano in grado di sopravvivere anche a un eventuale peggioramento dello scenario attuale». Per l'investitore privato, tuttavia, può essere molto rischioso sottoscrivere titoli di bassa qualità senza avvalersi di una consulenza. «I piccoli risparmiatori dovrebbero starne alla larga», chiosa Moschini. «In ogni caso», concludono gli analisti di Cofib, «i bond speculativi devono rappresentare una parte residuale all'interno di un portafoglio diversificato, non superiore al 5%, se si considera un investitore retail con un profilo di rischio medio».

FISSO O VARIABILE?

E per quanto riguarda i tassi, meglio fisso o variabile? «Quel che conta è immunizzare il rischio di un aumento dei tassi, che risulterebbe penalizzante per il reddito fisso, soprattutto sulle scadenze più lunghe», ricorda Moschini, secondo cui la componente a tasso variabile dovrebbe rappresentare il 40-45% di un portafoglio obbligazionario, da affiancare a un 5% di titoli inflation linked e un restante 50-55% di tasso fisso. La scelta di quale peso dare al fisso e al variabile in portafoglio non può prescindere da un'attenta valutazione dello scenario macroeconomico: «Chi ha una visione pessimistica», chiariscono Germano e Baroni, «e vede un'economia globale in rallentamento, dovrebbe scegliere il tasso fisso e scadenze più lunghe, tra il 2017-2018. Se le aspettative sono più ottimistiche, meglio evitare titoli a tasso fisso troppo lunghi. Per il variabile, invece, si può optare anche per scadenze superiori al 2020».

Certo, per chi vuole giocare la partita sul terreno dei bond rimane il problema delle taglie: come nel 2009, molte nuove emissioni prevedono un investimento minimo a partire da 50 mila euro. Tra i tagli da mille euro, si possono comunque trovare emissioni interessanti, con rendimenti fino al 4,6% anche su titoli investment grade (vedere tabelle nella pagina a fianco).

Del tutto scettico invece si dichiara Giovanni Petrella, docente di banking alla Cattolica, «a causa dell'ingente quantità di moneta immessa nel sistema da parte delle banche centrali, per ridurre al minimo la crisi. Così adesso ci sono rischi di inflazione o che si crei una bolla». I prezzi, per lui, sono troppo alti.



CON LUFTHANSA IL COUPON DECOLLA SOPRA IL 6%

NOME	CODICE ISIN	SCADENZA	EMITTENTE	RATING (S&P)	SETTORE	TAGLIO MINIMO	PREZZO (EURO)	CEDEOLA (%)	REND. LORDO A SCAD. (%)
GAZ CAPITAL	US368266AB80	01-06-2015	GAZ CAPITAL SA	BBB	Energia	1.000	106,3	5,88	4,613
DEUTSCHE LUFTHANSA	XSD438813536	07-07-2016	DEUTSCHE LUFTHANSA AG	BB+	Trasporti	1.000	113	6,50	4,017
GOLDMAN SACHS	XSD211034540	02-02-2015	GOLDMAN SACHS GROUP INC	A+	Finanza	1.000	102,3	4,00	3,619
RBS SICUREZZA (*)	NL0009289321	11-01-2020	ROYAL BANK OF SCOTLAND NV	AA-	Finanza	1.000	98,63	6,50	3,600
TELECOM ITALIA	XSD142531903	01-02-2012	TELECOM ITALIA SPA	BBB	Tlc	1.000	104,86	6,25	2,400

Nella tabella, alcuni corporate bond selezionati da Cofib Advisor. (*) Paga una cedola fissa il primo anno pari al 6,5% poi variabile pari all'Euribor+30 punti base (basis points) con un floor (tetto minimo) al 3,5%. Fonte: Cofib Advisor. Quotazioni aggiornate all'8 ottobre 2010

CAMPARI BRINDA AI RENDIMENTI MA SENZA UN RATING

NOME	CODICE ISIN	SCADENZA	RATING (S&P)	SETTORE	TAGLIO MIN.	PREZZO (EURO)	TASSO	CEDEOLA (%)	REND. LORDO A SCAD. (%)
MEDIASET	XSD483005293	01/02/2017	-	Communications	50.000	102,40	Fisso	5,000	4,515
DAVIDE CAMPARI	XSD457848272	14/10/2016	-	Food & Beverage	50.000	106,20	Fisso	5,375	4,067
A2A	XSD463509959	02/11/2016	BBB+ /-	Utilities	50.000	104,90	Fisso	4,500	3,500
INTESA SANPAOLO	IT0001362935	06/09/2014	A+	Bancario	1.000	101,60	Strutturato	30Y CMS Swap GBP.	3,674
ROYAL BANK OF SCOTLAND	NL0009054899	20-04-2014	A+	Bancario	1.000	101,20	Variabile	Euribor 3M + 200bp	2,861
BARCLAYS BANK	IT0006703216	21/07/2014	AA-	Bancario	1.000	100,40	Variabile	Euribor 3M + 120bp	2,322

Nella tabella, alcuni corporate bond selezionati da Consultiq. (*) La cedola viene determinata a fine periodo: non si ha quindi alcun coupon certo. Quotazioni all'8 ottobre 2010