

OBIETTIVO OBBLIGAZIONI

ELENA BONANNI e LUCA FORNOVO

I rialzi dei tassi d'interesse in Europa, la fiammata dei Bot e l'anomalia del *cumundrum* di Greenspan svanita, cioè la curva dei rendimenti Usa non più con inclinazione negativa. Se è vero che tre indizi sono una prova, allora hanno ragione gli operatori a credere che il momento è propizio per prendere posizione sul reddito fisso, buttando l'occhio sulle scadenze più brevi (meno rischiose) con l'obiettivo di strappare un 5% di rendimento. Tanto più che, a fronte di una Borsa che da inizio anno ha pressoché azzerato i guadagni (da gennaio l'S&P/mib segna un +3%), i bond rappresentano un asset class ancora più appetibile sia in rapporto ai rendimenti sia al rischio, più basso rispetto alle azioni. «Il primo segnale di slancio sul *fixed income* - spiega Alberto Foà, ceo di Anima sgr - è arrivato dalla Bce che mercoledì 6 giugno ha portato i tassi al 4 per cento». Poi, il 12 giugno, è arrivata l'asta dei Bot a tre mesi che ha «dato» un rendimento che non si vedeva da sei anni (4,077%), mentre i buoni ordinari a sei mesi sono stati collocati al 4,342 per cento. «Parallelamente - continua Foà - si sono impennati anche i rendimenti dei T-Bond americani, con il decennale che ha superato il 5,2%, vicino ai massimi di cinque anni». «E ora sono venute meno - sottolinea Luca Cazzulani analista di Hvb (ex Ubm) - le aspettative che la Fed decida di tagliare i tassi». Anzi, non si può escludere una nuova stretta monetaria. E allo stesso tempo, il venir meno della paura per la recessione ha riportato alla normalità la curva dei T-bond Usa.

L'ASSET ALLOCATION... Val la pena aggiungere che in questo scenario l'Orso sembra tornato a graffiare le Borse. «Gli strumenti di misura del valore relativo tra equity e bond registrano da diversi trimestri una riduzione del vantaggio delle azioni, che ha toccato il suo massimo nel 2005», afferma Andrea Delitala, responsabile dell'Investment Advisory di Pictet Fun-

ds. Un motivo in più per approfittare dei rendimenti delle obbligazioni. Ma allora che tipo di portafoglio conviene costruire con i bond? Per Elisabetta Villa, responsabile dei fondi obbligazionari di Dws Investment Italy, (in un'ottica di medio rischio) si può aumentare del 5% la quota sui bond rispetto a inizio anno, portandola in media al 60 per cento. Di questa percentuale il 50% va collocato sui tassi fissi; il 35% in titoli a tasso variabile e il 15% in *inflation linked*, con la parte dedicata agli *high yield* molto residuale. Da preferire, poi i governativi (90% del portafoglio) rispetto a corporate (10%). E come duration? La regola è «restare corti» per poi spostarsi gradualmente sulla parte lunga della curva.

...MA OCCHIO ALL'INFLAZIONE. Sempre che l'inflazione non faccia capricci. Perché, è ovvio, che se l'indice dei prezzi al consumo aumenta è probabile che le banche centrali alzino i tassi. E quindi, sarebbe meglio aspettare il conseguente maggiore rendimento offerto dal *fixed income*. Come affrontare, quindi, la questione? Mentre un cassetista, secondo Dws, può puntare già adesso su obbligazioni con scadenze a 3-4 anni, per un investitore più sofisticato è meglio fare pre-tattica. Si può, per esempio, aumentare subito l'esposizione al reddito fisso del 5% (con scadenze al massimo a 2 anni) e fra 3-6 mesi incrementare le posizioni anche del 10-15% spostandosi sulla parte più lunga. Insomma, l'obiettivo (scontato) è quello di entrare quando i tassi sono vicini ai massimi. «Del resto la fase del loro rialzo in Europa - fa notare Vittorio Fumagalli, gestore obbligazionario di Pkb Privatbank - non è ancora terminata. Pertanto è prematuro l'investimento a medio/lungo termine: la parte lunga della curva dei rendimenti ha appena iniziato a risalire e l'andamento è ancora abbastanza piatto». Basti pensare che i rendimenti dei titoli governativi dell'area euro a 1 anno sono al 4,40% e quelli a dieci anni al 4,67 per cento. «Differenze minime - osserva Luca Mezzomo, responsabile della ricerca ma-

cro di Intesa Sanpaolo - che non giustificano il rischio di una perdita in conto capitale quando il rendimento in più che si ottiene allungando la duration è così misero». Ecco perché è meglio stare su scadenze a 2-3 anni che riducono il rischio di perdite in conto capitale.

IL RITORNO DEI BOT PEOPLE. Stabilita la duration (al massimo 2-4 anni), il passo successivo è individuare, per i titoli di Stato, le aree in cui investire. I gestori interpellati da B&F preferiscono l'Europa all'America, ancora vittima del dollaro debole. Sull'Italia Roberto Lottici, gestore obbligazionario di Banca **lifigest**, sceglie duration cortissime. «Opterei per Bot a 3 mesi - spiega Lottici - visto che la differenza di rendimento fra 3 mesi e una scadenza più lunga è molto contenuta». Ancora sulla parte a breve Luigi Romano, responsabile prodotti obbligazionari per Monte Paschi Am, segnala il Certificato del Tesoro zero coupon (Ctz) con scadenza dicembre 2008 e rendimento al 4,52%. Mentre, sul lungo il *btp* 3,75% che verrà rimborsato nell'agosto 2021 e che oggi offre il 5 per cento. Ma c'è anche chi guarda alla Germania che è tornata ad essere il Paese leader in Europa e si può fregiare di un rating AAA. Tuttavia la scommessa più interessante, secondo Carlo Bodo, gestore obbligazionario di Sella Gestioni, «è sulla a parte breve della curva inglese». È della stessa opinione Axel Botte, strategist di Axa Im, che ha in portafoglio il bond *Uk Gilt* (marzo 2009) che offre il 5,5%, con attese del mercato di 6-6,25% entro fine anno. Un rendimento che ben può controbilanciare il rischio cambio. Hsbc preferisce, invece, scadenze lunghe (15-20 anni) e consiglia i bond di Austria e Belgio perché sono quelli che offrono il miglior profilo qualità/rendimento. Mentre Oltreoceano, Lottici (**lifigest**) suggerisce il Treasury americano a 10 anni. La duration di medio periodo è un po' un «abito per tutte le stagioni». Stante l'attuale inclinazione della curva dei tassi (dopo essere stata negativa è, ora, abbastanza piatta), sia che torni negati-

va sia che rialzi la testa il rendimento (pari al 5,25 per cento) non dovrebbe subire più di tanto le bizze del mercato.

CORPORATE, AVANTI PIANO. Anche nelle obbligazioni corporate, come nelle azioni, la parola d'ordine è selezione. E il bond picking non può prescindere da un attento controllo del rapporto rischio/rendimento. Luigi Romano, responsabile obbligazionario di Monte Paschi Am, ritiene interessanti i corporate meno rischiosi, quindi ad alto rating e con poca duration. Come per esempio Telecom Italia 7% (scadenza aprile 2011) che rende il 5,05% e offre una buona protezione in caso di downgrading. Anche Roberto Cucchetti gestore di Symphonia punta sui telefonici, con l'obbligazione Vodafone 4,25% (maggio 2009) che offre il 4,75 per cento. Cucchetti guarda anche alle corporate finanziarie come Generali 6,15% (rimborso a luglio 2010 e rendimento al 4,81%) e Sanpaolo 6,25% (marzo 2010) che rende il 4,77 per cento. Più *aggressive* l'approccio di Barbara Giani, gestore obbligazionario di Banca MB, che preferisce «cercare un rendimento più elevato in un'emittente che, ovviamente, è caratterizzato da un giudizio di merito di credito minore. A condizione, però, che sussistano i presupposti per migliorarlo». Nelle posizioni aperte di Banca MB figurano le ItHolding 9,875% (15 novembre 2012) o i bond General Motors in euro, che ora rendono l'8%,9 per cento. Infine, per i bond in valuta Giani punta sulla Procter and Gamble 6,125% (maggio 2008), un corporate in dollari con un livello di rischio basso sull'emittente (AA-), ma più elevato sul tasso di cambio. Mentre per Cucchetti «se dovessimo scegliere un titolo in valuta non dispiace la sterlina. Quale il bond da guardare? L'obbligazione General Electric 5,5%, scadenza dicembre 2009, che oggi rende il 6,10%». In sterline, *obviously*.

Il portafoglio dei titoli di Stato...

Fonte: elaborazione Borsa&Finanza

CODICE ISIN	NOME	VALUTA	SCADENZA	CEDOLA (%)	REND. (%) ANNUO	RATING S&P
IT0004240476	Bot	EUR	14/09/2007	0,00	3,99	-
US465410BH09	Gov. It. in dollari	USD	15/07/2008	2,50	5,43	A+
IT0004166812	Ctz	EUR	31/12/2008	0,00	4,52	A+
IT0003263115	Cct	EUR	01/04/2009	4,20	4,17	A+
IT0001273363	Bpt	EUR	01/05/2009	4,50	4,52	A+
GB0009071563	Gov. Uk	GBP	20/05/2009	2,50	2,67	AAA
DE0001135127	Gov. Germania	EUR	04/07/2009	4,50	4,52	AAA
FR0000186199	Gov. Francia	EUR	25/10/2009	4,00	4,52	AAA
US912828DU15	Us Treasury	USD	05/15/2010	5,19	3,88	-
US912828GS32	Us Treasury	USD	15/05/2017	4,50	5,29	-
IT0003242747	Bpt	EUR	01/08/2017	5,25	4,87	A+
IT0003493258	Bpt	EUR	01/02/2019	4,25	4,93	A+

In Italia riflettori puntati su Btp e Ctz a 2 anni
Ma la vera scommessa sono i governativi Uk
Nei corporate, ok per i telefonici e i finanziari

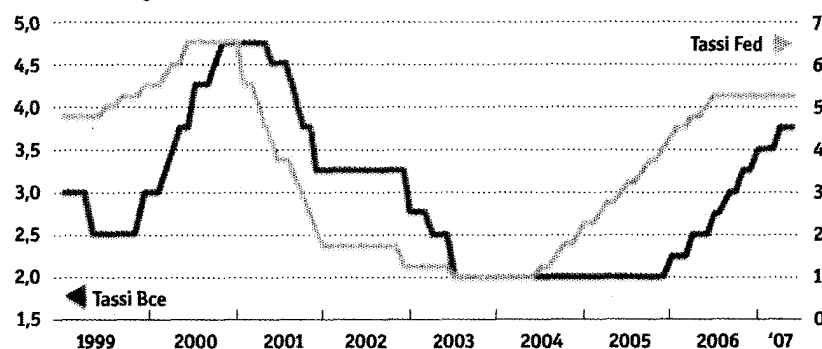
...e quello dei titoli corporate

Fonte: elaborazione B&F

CODICE ISIN	NOME	VALUTA	SCADENZA	CEDOLA (%)	REND. (%) ANNUO	RATING S&P
XS0162614167	Vodafone	EUR	27/05/2009	4,25	4,744	A-
XS0200018876	General Electric	GBP	07/12/2009	5,5	6,046	AAA
XS0107525403	Fiat	EUR	24/02/2010	6,25	4,936	-
XS0107999707	Intesa Sanpaolo	EUR	01/03/2010	6,25	4,772	AA-
XS0291394152	DaimlerChrysler	EUR	16/03/2010	4,375	4,881	BBB+
XS0114161796	Generali	EUR	20/07/2010	6,15	4,8	AA-
XS0128139531	Telecom Italia	EUR	20/04/2011	7,25	5,037	BBB+
XS0171943649	General Motors	EUR	05/11/2012	8,375	8,783	B-
XS0203896567	ItHolding	EUR	15/11/2012	9,875	7,96	CCC
XS0283629946	Generali	EUR	-	5,479	5,8	A

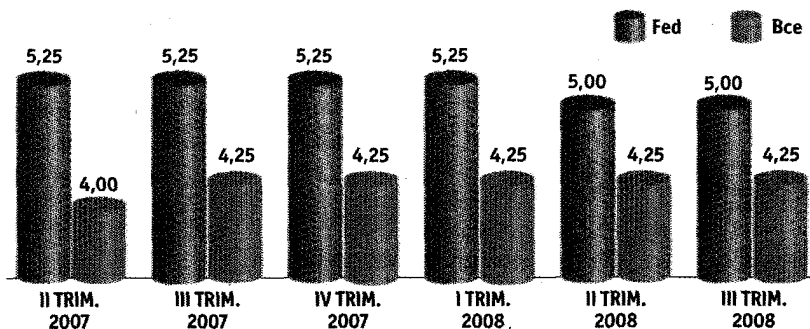
I tassi di Eurolandia e degli Usa a confronto

Fonte: Bloomberg. Dati in %



Le stime degli analisti sui tassi

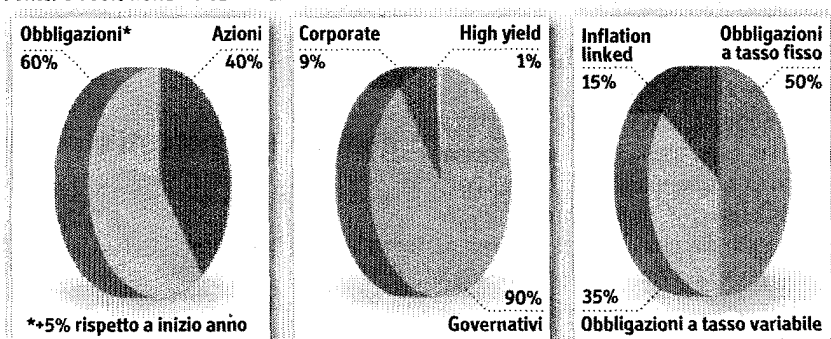
Fonte: Bloomberg. Stime in %



Piazza Affari incerta,
tassi in crescita: così
torna il Bot people
Ok le scadenze brevi
Adesso il primo
target è 5 %

L'asset allocation sui bond consigliata dai gestori

Fonte: elaborazione Borsa&Finanza



L'investitore «attivo»
può aspettare anche
3-6 mesi prima di una
nuova strategia: evita
rischi di perdite
in conto capitale

