

PORTAFOGLI Il mercato obbligazionario offre opportunità per scommettere sull'irripidimento della curva con rendimenti fino al 7%. Mentre in borsa bisogna puntare sulle azioni meno sensibili al rialzo del costo del denaro

Nuovi tassi da domare

di **Roberta Castellarin**
e **Paola Valentini**

La grande recessione che ha messo a dura prova le economie occidentali negli ultimi quattro anni potrebbe essere finita. I primi segnali di ripresa arrivano dagli Stati Uniti, dove tutto era iniziato con la crisi dei titoli subprime che aveva portato al fallimento di Lehman Brothers. Il pil americano chiuderà con un +2,7% nel 2013 e il tasso di disoccupazione sta scendendo gradualmente verso l'obiettivo del 7%. Ma con la recessione che si allontana bisogna prepararsi a dire addio al mondo a tasso zero in cui abbiamo vissuto negli ultimi anni. Per permettere all'economia di superare la grave crisi finanziaria le banche centrali, Federal Reserve in testa, hanno ridotto al minimo il costo del denaro. Non solo, i governatori hanno anche portato avanti una politica di acquisto di bond sul mercato, il cosiddetto quantitative easing, per aumentare la liquidità. Oggi però tutti si aspettano che la exit strategy si avvicini. Così gli investitori devono prepararsi a uno scenario di tassi in rialzo. Una transizione che non si sa quanto durerà, ma che sicuramente metterà alla prova i portafogli obbligazionari. «Le prospettive per i tassi di interesse e i rendimenti obbligazionari sono estremamente asimmetriche e ciò rappresenta una sfida imponente per gli investitori obbligazionari nei prossimi mesi», avverte Chris Iggo, a capo dell'obbligazionario di Axa Investment Managers.

Sulle tempistiche gli analisti sono divisi. Secondo gli esperti

di Société Générale, la crescita americana sta accelerando e questo farà sì che anche la exit strategy marcerà a ritmo sostenuto. Mentre per Hsbc la Fed annuncerà in questo mese di settembre la riduzione, ma poi procederà a passo lento fino a giugno 2014. Qualunque sia il piano di marcia della Fed, è bene farsi trovare con un'adeguata composizione del portafoglio-investimenti. «Il rialzo dei tassi in Europa e in America è dovuto alla crescita economica. Secondo le stime il pil negli Usa crescerà del 2,7% quest'anno e del 3,2% nel 2014 e anche in Europa la crescita del pil nel 2014 è prevista attorno all'1%. Ciò significa che la recessione è alle spalle e con la crescita economica i tassi non possono restare sui minimi perché questa situazione dovrebbe portare un po' di inflazione. Ma anche senza l'inflazione un'uscita dalla profonda recessione degli ultimi quattro anni porta alla normalizzazione dei rendimenti con tassi reali attorno all'1%», spiega **Nicola Esposito, chief investment officer di Tendercapital**. Oggi il tasso nominale del Bund a 10

anni in Germania è attorno al 2%, l'inflazione è all'1,5%, quindi il tasso reale è dello 0,5%. Quest'ultimo in una fase di uscita dalla recessione come l'attuale si attesta all'1-1,5%, ciò significa che il Bund dal 2 può arrivare al 2,5%. Un movimento che vale anche per gli Usa, dove in più c'è appunto un secondo motivo che sta portando a un aumento dei rendimenti: il mercato sconta già la prevista riduzione degli acquisti dei bond al ritmo di 85

miliardi al mese messa in atto dalla Fed per favorire la crescita. «Secondo le nostre previsioni la Fed inizierà a diminuire gli acquisti a dicembre per un importo di 10 miliardi al mese», prosegue Esposito. Minori acquisti attesi sulla parte lunga della curva Usa trascinano al rialzo anche i rendimenti europei, «un movimento che si vede soprattutto sui titoli più lunghi, che scontano ancora la crescita che ci sarà dal 2014, mentre i tassi a breve

restano ancorati al tasso guida della Bce, lo 0,5%, che resterà ai minimi ancora per un paio d'anni», prosegue Esposito. Dato che il tasso decennale tedesco sale più velocemente rispetto a quello a due anni, c'è un irripidimento della curva, il cosiddetto steepening.

Come approfittare di questo scenario? «Sul mercato ci sono obbligazioni variabili legate alla differenza tra il tasso swap

dei Bund a 10 anni e quello swap dei Bund a 2 anni», prosegue Esposito. I titoli più comuni prevedono che la cedola prospettica offerta sia quattro volte la differenza tra il tasso a 10 e quello a 2 anni. «Oggi lo swap a 10 anni è al 2,3% quello a 2 anni allo 0,66%, la differenza è dell'1,64%, ciò significa che, moltiplicando per quattro questo dato, le cedole prospettiche sono del 6,5%», spiega ancora il gestore di Tendercapital. In



genere si tratta di obbligazioni molto lunghe che prevedono una call (perché l'emittente si tutela in quanto sa che per lui possono diventare onerose) e oggi si comprano alla pari. «Secondo noi al momento questi bond steepener sono interessanti perché quotano attorno alla pari e la nostra idea è che la differenza tra lo swap a 10 e quello a 2 anni possa arrivare al 2%, quindi le cedole possono arrivare all'8%», aggiunge Esposito, che suggerisce anche di puntare in questo momento sui bond corporate a tasso variabile a scadenza lunga oltre i 7 anni. Mentre sul fronte dei titoli di Stato la soluzione può essere quella di guardare ai Cct che sono legati all'Euribor o al tasso Bot. «Per quanto riguarda i titoli a tasso fisso, direi di non oltrepassare la scadenza dei 5 anni perché, se lo spread resta a questi livelli e il bund va al 2,5%, il Btp subirebbe un taglio di 50 centesimi di rendimento, il che vale circa 5 punti in meno di prezzo. In più alla scadenza di questi titoli si può poi reinvestire in titoli con tassi più alti», conclude Esposito.

Per questo Tendercapital nella tabella sui governativi italiani ha inserito una selezione di titoli a tasso fisso con scadenza massima di 5 anni, accanto

a Cct più lunghi per sfruttare il futuro rialzo dei tassi legati ai Bot e all'Euribor. Tra i corporate Tendercapital ha scelto solamente steepener liquidi e in questo caso i rendimenti stimati in modo conservativo arrivano a sfiorare il 7%. «Per questi titoli bisogna fare attenzione alle note informative dei prospetti, in quanto sono previsti anche livelli minimi e massimi per la cedola, al momento molto lontani dall'attuale cedola prospettica, ma ci sono anche call a 100», spiega Esposito. «Inoltre Unicredit quota dirty price ossia con il rateo interessi già incluso nel prezzo, favorevole per il compratore che non paga rateo. Da non dimenticare che i rendimenti dei titoli di Stato scontano un'aliquota

fiscale del 12,5%, quelli dei corporate bond del 20%. Aggiunge Daniele Bernardi di Diaman sim: «La principale caratteristica di un'obbligazione, che ne determina la sensibilità alla variazione dei tassi, è la duration. Quanto più una obbligazione è di lunga durata, tanto più il prezzo sarà sensibile alla variazione di tassi, quindi in una fase come l'attuale, in cui i tassi sono ai minimi storici e prima o poi dovranno necessariamente rialzarsi, avere obbligazioni con

durata residua elevata significa esporsi a potenziali perdite di capitale recuperabili in tempi talvolta molto lunghi». Diaman ha selezionato per *MF-Milano Finanza* alcuni bond corporate italiani che presentano una bassa sensibilità alla variazione dei tassi e alcuni, invece, molto sensibili.

Dal punto di vista delle azioni il problema sta nel nuovo dilemma descritto nella sua newsletter *Il Rosso & il Nero* dallo strategist di Kairos Alessandro Fugnoli: la ripresa economica arriva dopo anni di rally di borsa e quindi con valutazioni non più a buon mercato. «Il problema per chi investe sarà tutto dentro il mercato. Come cavalcare un rialzo azionario già maturo con una Fed amica, ma sempre meno amica», si legge nella newsletter. L'investitore deve scegliere se restare investito in bond destinati a deprezzarsi, parcheggiarsi in una liquidità che non rende oppure entrare in borsa, ma con un rally già in corso. Tanto più che un rialzo dei tassi di solito non fa bene alle azioni. Come sottolinea Maurizio Vitolo, amministratore delegato e responsabile del team investimenti di Consultinvest sgr: «Un rialzo dei tassi di interesse a media e lunga scadenza,

di per sé, deve impattare negativamente il valore delle azioni, poiché abbassa il valore attuale degli utili-dividendi futuri. Valore che è una delle metriche principali nella valutazione dei titoli azionari. Naturalmente», aggiunge Vitolo, «se il rialzo dei tassi avviene di pari passo con un'accelerazione della crescita economica, i due fattori possono compensarsi e, anzi, il valore delle azioni, dopo una fase di debolezza-assestamento, prende a crescere nella speranza che la maggiore crescita porti utili sempre più elevati». Oggi però la situazione appare complessa perché la crescita robusta ancora non si vede. Dice Vitolo: «Noi pensiamo che la Fed abbia deciso, in chiave macro-prudenziale piuttosto che sulla base della forza della ripresa Usa, di iniziare un'azione di progressiva riduzione degli acquisti di obbligazioni e di espansione del proprio bilancio, per evitare di alimentare troppo facilmente bolle speculative. Pensiamo cioè che si sia aperta una nuova era di politica monetaria, la qual cosa giustifica una reazione negativa dei mercati, perché questi hanno beneficiato oltremodo del supporto monetario. Al tempo stesso però pensiamo che l'accelerazione nella crescita, sia

per gli Usa sia per l'Europa, è ancora tutta da dimostrare, che il rialzo dei tassi d'interesse è stato troppo forte e veloce e che l'ottimismo e il trend dei tassi possono nelle prossime settimane rientrare un po'. Ne consegue che i mercati azionari potrebbero rimanere intrappolati sui livelli attuali e magari stornare qualcosa, mentre gli obbligazionari governativi recuperare valori più elevati».

Ma se si guarda alle azioni quali sono quelle a cui i tassi in rialzo non fanno paura? «Dopo l'analisi dei risultati delle elezioni in Germania, gli investitori azionari dovranno tornare a interessarsi maggiormente della

«L'attuale maggioranza della politica dei tassi al di qua e al di là dell'Atlantico, nonché dei debiti sovrani elevati, della regolamentazione bancaria e degli ulteriori sviluppi nel Medio Oriente», spiega Carlo Capaul, responsabile Global Equities e gestore del fondo JB Global Equity Income fund di Swiss & Global. Pertanto c'è da aspettarsi una maggiore volatilità. «Sulla base della nostra selezione di azioni prediligiamo i titoli dei settori dei beni non di prima necessità, healthcare e finanza, a scapito delle utility, dei materiali, così come dei titoli industriali», aggiunge Capaul. Senza dimenticare che per le aziende europee è l'ora della svolta sul fronte dei profitti. «Gli utili europei sono in calo del 4% su base annua, rispetto al calo del 2% registrato negli Stati Uniti, ma è chiaro che abbiamo raggiunto un punto di svolta», aggiunge Philip Dicken, responsabile azionario Europa di Threadneedle.

«L'Europa di Threadneedle. Sotto i riflettori finiscono anche le banche: «A nostro avviso è storicamente difficile trovare una stretta e stabile correlazione tra settori e movimenti dei tassi. Si può però ritenere che proprio il settore finanziario sia in grado di trarre maggiore giovamento, poiché riesce tipicamente ad allargare i propri margini operativi», dice Vitolo. Concorde Davide Serra, fondatore e ceo di Algebris Investments: «Crediamo sia il momento ottimale per investire nel settore dei finanziari. Stiamo assistendo all'uscita da un periodo di crisi in alcune importanti aree geografiche e questi strumenti beneficeranno in modo importante del rialzo dei tassi nei prossimi 3/5 anni che permetterà un aumento dei margini per molti istituti finanziari. C'è l'opportunità di iniziare a rivedere la composizione dei portafogli riducendo il comparto obbligazionario e introducendo una più importante parte di titoli azionari». (riproduzione riservata)

I TITOLI DI STATO SELEZIONATI DA TENDERCAPITAL

Nome del titolo	Codice isin	Scadenza	Prezzo	Cedola corrente	Rendimento lordo a scadenza	Note
◆ Bot	IT0004958169	12/09/2014	98,67	0%	1,33%	Zero coupon
◆ Ctz	IT0004938186	30/06/2015	96,41	0%	2,06%	Zero coupon
◆ Btp	IT0004917792	15/05/2016	99,53	2,25%	2,44%	Cedola semestrale fissa
◆ Cct	IT0004584204	1/03/2017	96,35	1,18%	2,26%	Cedola semestrale legata al bot 6 m + 30 pb
◆ Cct Eu	IT0004652175	15/10/2017	94,94	1,129%	2,43%	Cedola semestrale legata all'euribor 6 m + 80 pb
◆ Cct Eu	IT0004716319	15/04/2018	95	1,329%	2,49%	Cedola semestrale legata all'euribor 6 m + 100 pb
◆ Cct Eu	IT0004922909	1/11/2018	98	2,117%	2,56%	Cedola semestrale legata all'euribor 6 m + 180 pb
◆ Btp	IT0004957574	1/12/2018	99,83	3,500%	3,56%	Cedola semestrale fissa

LE OBBLIGAZIONI CORPORATE CHE PUNTANO SUL RIALZO DEI TASSI SCELTE DA TENDERCAPITAL

Nome del titolo	Codice isin	Scadenza	Prezzo	Cedola corrente	Rendimento lordo a scadenza	Taglio minimo (€)
◆ Banco Spirito Santo (1)	XS0210172721	7/02/2035	72	4,9%	6,8% stimato conservativo	1.000
◆ Lloyds (2)	XS0211568331	7/02/2035	98,75	4,9%	4,96% stimato conservativo	1.000
◆ Unicredit (3)	XS0210710058	15/02/2035	95	5,184%	5,45% stimato conservativo	40.000
◆ Rabobank Nederland (4)	XS0211840391	23/02/2035	102,75	5,22%	5,08% stimato	1.000
◆ Rabobank Nederland (5)	XS0214155458	23/03/2035	102,5	4,828%	4,71% stimato	1.000
◆ Rabobank Nederland (6)	XS0217518397	9/05/2035	102,35	4,732%	4,62% stimato	1.000

- 1) Cedola variabile annuale 4x(10ycms-2ycms) prossima cedola attesa 6,5%, cedola: min. 3% - mass. 10%
- 2) Cedola variabile annuale 4x(10ycms-2ycms) prossima cedola attesa 6,5%, cedola: min. 2,5% - mass. 10%
- 3) Cedola variabile annuale 4x(10ycms-2ycms) prossima cedola attesa 6,5% callable il 15/02/2015 a 100 dirty price, cedola: min. 3% - mass. 9%
- 4) Cedola variabile annuale 4x(10ycms-2ycms) prossima cedola attesa 6,5% callable il 23/02/2015 a 100, cedola: min. 2% - mass. 9%
- 5) Cedola variabile annuale 4x(10ycms-2ycms) prossima cedola attesa 6,5% callable il 15/03/2015 a 100 cedola: min. 2% - mass. 9%
- 6) Cedola variabile annuale 4x(10ycms-2ycms) prossima cedola attesa 6,5% callable il 09/05/2015 a 100, cedola: min. 2% - mass. 9%

Nota: 10ycms e 2ycms sta per constant maturity swap a 10 anni e a 2 anni

QUALI SONO I BOND PIÙ E MENO SENSIBILI AI TASSI IN RIALZO**TITOLI CONSIGLIATI POCO SENSIBILI ALLE VARIAZIONI DI TASSI**

Isin	Descrizione	Emittente	Settore	Duration	Rend a scadenza	Prezzo*
◆ XS0604640499	Fixx 5,250 03/11/15 Mtn Eur 5,25	Fiat Industrial	Industriale	1,44	2,15%	106,36
◆ XS0853679867	Srg 2,000 11/13/15 Mtn Eur 2,00	Snam	Utilities	2,11	1,38%	102,33
◆ IT0004789217	Mdbi 5,650 01/16/15 Eur 5,65	Mediobanca	Banche	1,29	4,06%	104,61
◆ XS0203341424	Espi 5,125 10/27/14 Eur 5,13	Gr. Editoriale L'espresso	Media	1,08	3,18%	103,02
◆ XS0472205300	Bzu 5,125 12/09/16 Eur 5,13	Buzzi Unicem	Costruzioni	2,97	3,68%	107,61

TITOLI SCONSIGLIATI PERCHÉ SENSIBILI ALLE VARIAZIONI DI TASSI

Isin	Descrizione	Emittente	Settore	Duration	Rend a scadenza	Prezzo*
◆ XS0829190585	Srg 5,250 09/19/22 Mtn Eur 5,25	Snam	Utilities	7,16	3,86%	117,6
◆ XS0207766170	Cirx 5,750 12/16/24 Eur 5,75	Compagnie Industriali Riunite	Utilities	8,18	6,25%	80,43
◆ XS0215093534	Sifi 4,875 03/24/25 Mtn Eur 4,88	Finmeccanica	Difesa	8,87	5,05%	68,95
◆ XS0620233097	Uc 0,400 12/01/26 Mtn Eur 0,40	Unicredit	Banche	12,89	6,05%	34,87
◆ XS0161100515	Tlit 7,750 01/24/33 Mtn Eur 7,75	Telecom Italia	Telecom.	10,48	7%	88,38

* Fair value

Fonte: dati Bond Selector iRating ed elaborazioni Diaman Scf