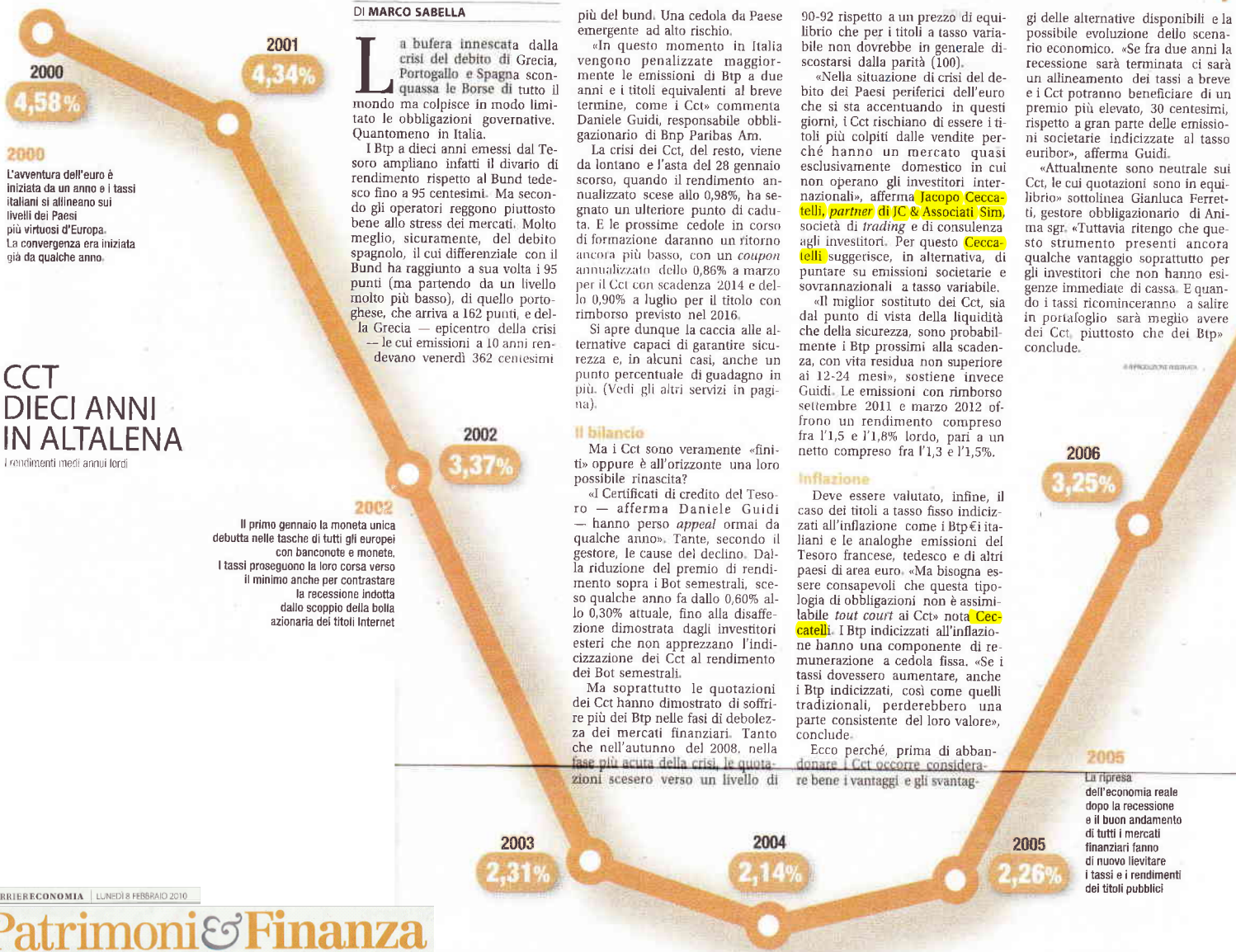


# Bond. Come domare la crisi del debito

Dopo l'incendio di Spagna e Grecia, la mappa delle opportunità per guadagnare col reddito fisso senza scottarsi le dita



**2000**  
L'avventura dell'euro è iniziata da un anno e i tassi italiani si allineano sui livelli dei Paesi più virtuosi d'Europa. La convergenza era iniziata già da qualche anno.

## CCT DIECI ANNI IN ALTALENA

I rendimenti medi annui lordi

**2002**  
Il primo gennaio la moneta unica debutta nelle tasche di tutti gli europei con banconote e monete. I tassi proseguono la loro corsa verso il minimo anche per contrastare la recessione indotta dallo scoppio della bolla azionaria dei titoli Internet

DI MARCO SABELLA

**L**a bufera innescata dalla crisi del debito di Grecia, Portogallo e Spagna sconvolge le Borse di tutto il mondo ma colpisce in modo limitato le obbligazioni governative. Quantomeno in Italia.

I Btp a dieci anni emessi dal Tesoro ampliano infatti il divario di rendimento rispetto al Bund tedesco fino a 95 centesimi. Ma secondo gli operatori reggono piuttosto bene allo stress dei mercati. Molto meglio, sicuramente, del debito spagnolo, il cui differenziale con il Bund ha raggiunto a sua volta i 95 punti (ma partendo da un livello molto più basso), di quello portoghese, che arriva a 162 punti, e della Grecia — epicentro della crisi — le cui emissioni a 10 anni rendevano venerdì 362 centesimi

più del bund. Una cedola da Paese emergente ad alto rischio.

«In questo momento in Italia vengono penalizzate maggiormente le emissioni di Btp a due anni e i titoli equivalenti al breve termine, come i Cct», commenta Daniele Guidi, responsabile obbligazionario di Bnp Paribas Am.

La crisi dei Cct, del resto, viene da lontano e l'asta del 28 gennaio scorso, quando il rendimento annualizzato scese allo 0,98%, ha segnato un ulteriore punto di caduta. E le prossime cedole in corso di formazione daranno un ritorno ancora più basso, con un coupon annualizzato dello 0,86% a marzo per il Cct con scadenza 2014 e dello 0,90% a luglio per il titolo con rimborso previsto nel 2016.

Si apre dunque la caccia alle alternative capaci di garantire sicurezza e, in alcuni casi, anche un punto percentuale di guadagno in più. (Vedi gli altri servizi in pagina).

### Il bilancio

Ma i Cct sono veramente «finiti» oppure è all'orizzonte una loro possibile rinascita?

«I Certificati di credito del Tesoro — afferma Daniele Guidi — hanno perso appeal ormai da qualche anno». Tante, secondo il gestore, le cause del declino. Dalla riduzione del premio di rendimento sopra i Bot semestrali, sceso qualche anno fa dallo 0,60% allo 0,30% attuale, fino alla disaffezione dimostrata dagli investitori esteri che non apprezzano l'indicizzazione dei Cct al rendimento dei Bot semestrali.

Ma soprattutto le quotazioni dei Cct hanno dimostrato di soffrire più dei Btp nelle fasi di debolezza dei mercati finanziari. Tanto che nell'autunno del 2008, nella fase più acuta della crisi, le quotazioni scesero verso un livello di

90-92 rispetto a un prezzo di equilibrio che per i titoli a tasso variabile non dovrebbe in generale discostarsi dalla parità (100).

«Nella situazione di crisi del debito dei Paesi periferici dell'euro che si sta accentuando in questi giorni, i Cct rischiano di essere i titoli più colpiti dalle vendite perché hanno un mercato quasi esclusivamente domestico in cui non operano gli investitori internazionali», afferma **Jacopo Ceccatelli**, partner di **JC & Associati Sim**, società di trading e di consulenza agli investitori. Per questo **Ceccatelli** suggerisce, in alternativa, di puntare su emissioni societarie e sovrannazionali a tasso variabile.

«Il miglior sostituto dei Cct, sia dal punto di vista della liquidità che della sicurezza, sono probabilmente i Btp prossimi alla scadenza, con vita residua non superiore ai 12-24 mesi», sostiene invece Guidi. Le emissioni con rimborso settembre 2011 e marzo 2012 offrono un rendimento compreso fra l'1,5 e l'1,8% lordo, pari a un netto compreso fra l'1,3 e l'1,5%.

### Inflazione

Deve essere valutato, infine, il caso dei titoli a tasso fisso indicizzati all'inflazione come i Btp-€i italiani e le analoghe emissioni del Tesoro francese, tedesco e di altri paesi di area euro. «Ma bisogna essere consapevoli che questa tipologia di obbligazioni non è assimilabile tout court ai Cct», nota **Ceccatelli**. I Btp indicizzati all'inflazione hanno una componente di remunerazione a cedola fissa. «Se i tassi dovessero aumentare, anche i Btp indicizzati, così come quelli tradizionali, perderebbero una parte consistente del loro valore», conclude.

Ecco perché, prima di abbandonare i Cct occorre considerare bene i vantaggi e gli svantaggi.

«Attualmente sono neutrale sui Cct, le cui quotazioni sono in equilibrio» sottolinea Gianluca Ferretti, gestore obbligazionario di Anima sgr. «Tuttavia ritengo che questo strumento presenti ancora qualche vantaggio soprattutto per gli investitori che non hanno esigenze immediate di cassa. E quando i tassi ricominceranno a salire in portafoglio sarà meglio avere dei Cct, piuttosto che dei Btp», conclude.

**2005**  
La ripresa dell'economia reale dopo la recessione e il buon andamento di tutti i mercati finanziari fanno di nuovo levitare i tassi e i rendimenti dei titoli pubblici

## Patrimoni & Finanza

Come risparmiare, come investire, come tutelare i propri diritti

### Liquidità La idee e gli strumenti per impiegare a breve senza rinunciare a un miniguadagno

## Gli ultimi guerrieri del due per cento netto

Da Rendimax a Che Banca: i depositi vincolati e i «pronti» che raddoppiano il tasso di scorta

**S**e scelti bene, gli strumenti di liquidità possono offrire rendimenti superiori a quelli di un impiego a medio termine. Come i sempre più poveri Cct. «Di fronte a promozioni, anche temporanee, di conti e depositi online che danno anche il 2% netto non avrei alcuna esitazione nella scelta», commenta **Jacopo Ceccatelli**, partner del gruppo indipendente di consulenza **JC&Associati Sim**.

La possibilità di conquistare rendimenti a 12 mesi almeno doppi rispetto alla cedola annualizzata dei Cct non sono rare (vedi tabella). E' bene ricordare che anche le Poste Italiane sono molto attive (e diffuse in modo capillare su tutto il territorio) nella corsa alla conquista dei depositi degli italiani. I buoni fruttiferi indicizzati all'inflazione (bfp), per esempio, pagano

una cedola netta anche del 2,23% a seconda del tasso di inflazione ipotizzato.

Al momento, tuttavia, la palma del massimo guadagno va al conto vincolato a 12 mesi Rendimax (Banca Ifis) che con un lordo del 3,25%, tassato al 27% come avviene per tutti i conti di deposito, riesce a raggiungere una remunerazione netta del 2,37%. Ma la promozione scade oggi. In terza posizione, per livello del rendimento netto, ci sono le operazioni di pronti contro termine (pct) a otto mesi lanciati da Che Banca (Mediobanca), che remunera i sottoscrittori con il 2,70% lordo (tassato, in questo caso, al 12,5% perché il sottostante è un'operazione in titoli e non un deposito). E' importante ricordare che il tasso del 2,70% (2,36% netto) è in vigore solo per un periodo di otto

mesi. Di conseguenza il rendimento netto complessivo a 12 risulta inferiori guadagno netto su base annua evidenti in tabella, ipotizza che per i successi quattro mesi la somma sia impiegata pct a 4 mesi, al 2,2% lordo. Il guadagno annuo, quindi, si situa poco sopra il netto.

Battono questa soglia anche il conto Rendimax vincolato a 12 mesi, disposti a partire da domani e il conto vincolato di Banco Santander, per il quale tutto bisogna pagare l'imposta di bollo di euro. La Zucca vincolata di Conto A cioè si ferma invece all'1,31% e i pronti contro termine di Fineco non raggiungono un netto dello 0,80%.

# Quanto vale l'aggancio all'Euribor

Banche e telefoni tra i più generosi. Ma ora è meglio restare nel club delle pagelle tripla A

**L'**alternativa più omogenea, in termini di caratteristiche tecniche, per chi vuole diversificare rispetto ai Cct in crisi di rendimento, sono le obbligazioni societarie. Ma i risparmiatori non devono farsi illusioni. Le cedole dei *corporate bond* a tasso variabile non sono stellari, e nei casi migliori superano solo di qualche decimale i rendimenti delle emissioni pubbliche indicizzate.

Nonostante questo limite i titoli a tasso variabile emessi da grandi banche, organismi sovranazionali come la Bei, o imprese che godono di un alto *rating* sono altamente apprezzati dagli investitori. «Merito del meccanismo di indicizzazione, che negli standard di riferimento internazionale si basa sul tasso Euribor, più stabile e trasparente rispetto ad altri parametri» ricorda Daniele Guidi, responsabile obbligazionario di Bnp Paribas Am.

L'altra faccia della medaglia di queste emissioni è che il premio di rendimento pagato al di sopra dell'Euribor (quasi sempre a 3 mesi) è in genere inferiore a quei 30 centesimi in più (ma calcolati

sul tasso dei Bot a sei mesi) offerto dai tradizionali Cct. E questa asimmetria finisce grosso modo per allineare i guadagni ottenibili dalle due differenti opzioni.

Tra le obbligazioni societarie indicizzate risultano particolarmente numerose le emissioni di grandi banche, tra cui le italiane Unicredit e Banca Intesa. Qui il tasso di riferimento è maggiorato di un premio di 20 centesimi per il titolo di Intesa e di 15 centesimi per Unicredit. Il bond di Abn Amro con scadenza settembre 2011, ha invece uno spread di appena 10 centesimi.

«È più pepata l'obbligazione con scadenza aprile 2012 di Goldman Sachs, un premio di 30 centesimi sopra l'euribor» conclude Guidi. Altri grandi emittenti di titoli indicizzati sono le società telefoniche. Vale la pena ricordare il *bond* Deutsche Telekom marzo

2012, un premio di 28 centesimi sopra l'euribor e un rendimento finale dello 0,986%.

Vista la grande incertezza in cui sono nuovamente precipitati i mercati finanziari globali in relazione alla crisi del debito greco e spagnolo c'è chi suggerisce di puntare solo sui *bond* inattaccabili dalla speculazione, con punteggio tripla A. «Gli emittenti con il massimo rating non mancano e vanno dalla Bei, all'agenzia tedesca Kfw, a numerose banche locali tedesche, come Eurohypo Ag», sottolinea **Jacopo Ceccatelli, partner di JC&Associati**. E in cambio di una garanzia di solvibilità assoluta il titolo Bei con scadenza gennaio 2015 offre una cedola del 9,40%, mentre l'emissione rimborsabile nel gennaio 2017 arriva al 9,80%.

M.SAB.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Il confronto

I prestiti societari variabili a confronto con Cct e Btp a breve scadenza

Codice Isin	Emittente	Rating S&P	Cedola lorda	Scadenza	Prezzo lettera	Indicizzazione	Rend. % (1)
XS0200597457	Abn Amro Bank Nv	A+	0,815%	16/9/2011	99,642	Euribor 3 mesi + 10	-
XS0201271045	Banca Intesa	AA-	0,900%	1/10/2014	98,900	Euribor 3 mesi + 20	-
XS0211145965	Banca Lombarda e Piemont.	A	0,865%	30/1/2012	99,369	Euribor 3 mesi + 20	-
XS0188256605	Banca Nazionale Lavoro	AA	0,966%	10/3/2011	100,138	Euribor 3 mesi + 25	-
DE000BLB01P4	Bayerische Landesbank	-	0,774%	14/3/2014	99,257	Euribor 3 mesi + 6	-
XS0293632260	Deutsche Telekom	BBB+	0,986%	28/3/2012	99,500	Euribor 3 mesi + 28	-
XS0219927802	Ge Capital Euro Funding	AA+	0,841%	25/5/2012	98,400	Euribor 3 mesi + 12,5	-
XS0231003046	Goldman Sachs Group	A	1,000%	4/10/2012	98,209	Euribor 3 mesi + 30	-
XS0285148598	Unicredit	A	0,815%	5/2/2014	98,423	Euribor 3 mesi + 15	-
IT0003993158	Cct	A+	0,920%	1/11/2012	100,000	Bot 6 mesi + 30	-
IT0004518715	Cct	A+	0,900%	1/7/2016	98,900	Bot 6 mesi + 30	-
IT0004112816	Btp	A+	3,750%	15/9/2011	103,460		1,55%
IT0004467483	Btp	A+	3,000%	1/3/2012	102,410		1,81%

Fonte: Bnp Paribas a.m. (1) Per i titoli a tasso variabile corrisponde alla cedola lorda

2009

1,49%

2010

La forte domanda da parte degli investitori e la politica dei tassi freddi adottata dalla Bce per sostenere la ripresa portano i Cct a un rendimento minimo dello 0,98%.

2010

1,01%