

# SCOMMESSA VALUTE CON UN SOLO EMITTENTE

Una buona diversificazione valutaria dell'investimento obbligazionario può essere realizzata con i soli titoli emessi da un'istituzione sovranazionale che gode della massima affidabilità (rating tripla A): la BEI, Banca Europea degli Investimenti. Ecco le monete da privilegiare e le quote di ciascuna da mettere in portafoglio

■ di Angelo Drusiani

**D**edicato al risparmiatore che ama spostarsi dove l'euro non è più di casa, restando seduto, quasi fosse un viaggio virtuale. In aiuto dell'ipotetico espatriante interviene la Banca Europea per gli Investimenti, BEI, emittente definito sovranazionale, che, grazie alla sua attività, è in grado di collocare prestiti in tutte le monete del globo. La BEI opera ovunque e ovunque necessita di raccogliere denaro, per poi dirottarlo a chi ne ha diritto, secondo le caratteristiche stabilite dalla Banca stessa. Quest'attività di raccolta e d'impiego l'assimila ad una banca di credito ordinario e le conferisce uno status sopra le parti, anche dal punto di vista della solidità. Non è casuale che il grado d'affidabilità assegnatole sia il massimo disponibile, tripla A. Una sorta di garanzia molto elevata a favore di chi acquista obbligazioni. Nessun rischio, quindi? Sì, nessun rischio debitore, ma valutario sì e anche importante, a prescindere dalla moneta in cui il prestito è denomi-

nato. In alcuni casi, inoltre, è possibile rilevare anche un rischio tassi. In questa fase, caratterizzata ancora dalla tendenza dei tassi ad aumentare, seppure in modo graduale, l'acquisto di strumenti con durata medio lunga potrebbe essere rischiosa per le quotazioni future, se, nei prossimi mesi, i rendimenti d'area euro dovessero salire oltre le previsioni ipotizzate da analisti finanziari ed investitori. A fronte di un tasso di riferimento del 4%, fissato dalla Banca Centrale Europea il 6 giugno scorso, non è da escludere che si possa assistere ad altri due incrementi, entro fine anno, in un'ottica di politica monetaria restrittiva che abbraccia anche altre Banche Centrali.

## QUALI MONETE

Se si vogliono strumenti con durata più lunga, è consigliabile rivolgersi a monete le cui Banche Centrali hanno già attuato una strategia relativamente aggressiva, in materia di tassi ufficiali. La lira sterlina del Regno Unito e la corona norvegese, in questa fase, potrebbero non esporre a

## Obbligazioni BEI per un investimento multi-valuta

ISIN	EMITTENTE	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING	PREZZO	RENDIMENTO LORDO	NOTE
XS0139030422	BEI	8,50	12-12-2007	AAA	99,30	9,73	RAND SUDAFRICANO
CZ0000000096	BEI	3,25	17-01-2027	AAA	100,02	3,16	CORONA REPUBBLICA CECA
XS0201379244	BEI	8,75	29-09-2008	AAA	102,13	6,83	FIORINO UNGHERESE
XS0230695123	BEI	7,00	6-10-2008	AAA	95,46	11,04	CORONA ISLANDESE
US298785DS22	BEI	4,50	17-02-2009	AAA	99,41	4,88	DOLLARO STATUNITENSE
XS0184782265	BEI	6,25	18-02-2009	AAA	101,38	5,31	ZLOTY POLACCO
XS0282939767	BEI	18,50	20-03-2009	AAA	101,46	17,21	NUOVA LIRA LURCA
XS0170345374	BEI	4,00	15-04-2009	AAA	99,49	4,30	CORONA SVEDESE
XS0224109032	BEI	6,00	15-07-2009	AAA	95,93	8,27	DOLLARO NEOZELANDESE
AU300EB26025	BEI	5,75	15-09-2009	AAA	98,28	6,60	DOLLARO AUSTRALIANO
XS0162038318	BEI	4,25	7-12-2010	AAA	94,34	6,13	LIRA STERLINA REGNO UNITO
XS0264931295	BEI	4,375	31-08-2012	AAA	95,60	5,37	CORONA NORVEGHESE

Selezione di titoli della BEI per un portafoglio obbligazionario diversificato in valuta.

rischi eccessivi, anche per emissioni con scadenza a medio termine. Nel caso opposto, meglio scegliere durate massime 24 mesi, perché, anche a fronte di possibili aumenti dei tassi d'interesse, e, naturalmente, dei rendimenti di mercato, gli effetti sui prezzi di mercato sono abbastanza contenuti. Un rischio da non sottovalutare è la liquidità dei titoli che si decide di acquistare, perché, spesso, le quantità in circolazione non sono elevate e ne consegue che ci si trova a fronte di un mercato secondario poco vivace. In un mercato secondario poco attivo, non ci si deve sorprendere se sono pochi gli scambi e, di conseguenza, pochi i prezzi operativi. In questi casi non è infrequente che il differenziale tra prezzo d'acquisto e prezzo di vendita, il cosiddetto spread denaro-lettera, assuma valori rilevanti, a volte anche di un punto, pur per durate brevi.

### LIRATURCA AL 17%

A proporre il rendimento maggiore è, ancora una volta, l'obbligazione denominata in nuove lire turche, che, pur con scadenza inferiore ai due anni, si trova ad offrire una redditività lorda del 17% circa, tredici punti in più, rispetto al rendimento d'area euro per analoga durata. Il rischio, in questo caso, è prevalentemente di carattere valutario, perché il rapporto di cambio della moneta di Ankara è soggetto ad oscillazioni spesso rilevanti. La scommessa sulla moneta turca è, al tempo stesso, affascinante, perché se la prospettiva d'entrare nell'Unione Europea si rafforzerà, anche il valore della valuta s'apprezzerà, mentre si verificherà il movimento di segno opposto, se la prospettiva s'allontanerà. Sono molto più rigide le attese sulla corona islandese, i cui rendimenti si attestano poco al di sopra del 10% lordo. Perché rigidità? Perché la moneta è espressione di un'economia quasi ai margini dell'Europa e alla quale contribuiscono un numero di persone molto basso, non certo in grado di proporre un'attività produttiva e di scambi commerciali particolarmente vivace. In pratica, si è al cospetto di una moneta che recita un ruolo meno appariscente di tante altre. Ne

“ **Un rischio da non sottovalutare è la liquidità dei titoli che si decide di acquistare** ”

consegue che, forse, prospettive di miglioramento importanti per il rapporto di cambio della corona di Reykjavik, al momento, appaiono poco probabili, ma si possono intravedere motivi di graduale ripresa della quotazione della moneta, dopo la doppia fase negativa, vissuta a giugno e dicembre scorsi. Terza incomoda è la moneta del Sud Africa, il rand, spesso nell'occhio del ciclone, a causa delle sensibili oscillazioni che ne hanno caratterizzato il rapporto di cambio. La moneta offre un rendimento lordo di poco inferiore al 9%. Il suo mercato, negl'ultimi tempi, si presenta relativamente stabile e, per ora, non vi sono ragioni che potrebbero mutarne drammaticamente il corso, né verso l'alto e neppure verso il basso. Il momento peggiore fu vissuto dalla moneta di Città del Capo a fine 2001, quando la moneta

### La scala del Rating

S&P	MOODY'S	QUALITÀ DELL'EMITTENTE
<b>Investment Grade Superiore</b>		
AAA	AAA	EMITTENTE CON GRADO DI AFFIDABILITÀ MASSIMA
AA+	AA1	EMITTENTE CON GRADO DI AFFIDABILITÀ ELEVATO
AA	AA2	
AA-	AA3	
A+	A1	EMITTENTE CON BUONA CAPACITÀ COMPLESSIVA
A	A2	DI FAR FRONTE AGLI IMPEGNI CONTRATTI
A-	A3	
<b>Investment Grade Inferiore</b>		
BBB+	BAA1	EMITTENTE CON ADEGUATA CAPACITÀ DI ADEMPIERE
BBB	BAA2	AI PROPRI IMPEGNI DEBITORI
BBB-	BAA3	
<b>Non Investment Grade</b>		
BB+	BA1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE
BB	BA2	AI PROPRI IMPEGNI È MINORE DEGLI INVESTMENT GRADE
BB-	BA3	
<b>Non Investment Grade Inferiore</b>		
B+	B1	EMITTENTE LA CUI CAPACITÀ DI ADEMPIERE
B	B2	AI PROPRI IMPEGNI È GIUDICATA INFERIORE
B-	B3	
CCC+		EMITTENTE CON ELEVATA PROBABILITÀ
CCC	CAA	DI MANCATO RIMBORSO DELLE OBLIGAZIONI
CCC-		
CC	CA	NESSUN INTERESSE O CEDOLA VIENE PAGATO
C	C	EMITTENTE IN STATO DI FALLIMENTO

## Capire lettere e numeri

NELLA TABELLA: LA SCALA DEL RATING, OVVERO LE VALUTAZIONI CON LE QUALI LE AGENZIE SPECIALIZZATE MISURANO L'AFFIDABILITÀ DI CHI EMETTE OBBLIGAZIONI, E UNA SERIE DI TITOLI DI DIVERSI RATING E SCADENZE CONSIGLIATI PER QUESTO MESE. QUI SOTTO, LE NOTE ESPLICATIVE

- 1) SOCIETÀ AUTOMOBILISTICA GIAPPONESE
- 2) EMITTENTE PUBBLICO (REGIONE) TEDESCO
- 3) SOCIETÀ INGLESE CHE OPERA IN CAMPO MEDICO
- 4) SOCIETÀ CHIMICA TEDESCA
- 5) SOCIETÀ ELETTRICA OLANDESE
- 6) SOCIETÀ FRANCESE CHE OPERA NELLA GRANDE DISTRIBUZIONE
- 7) SOCIETÀ TELEFONICA TEDESCA
- 8) SOCIETÀ TELEFONICA OLANDESE
- 9) SOCIETÀ AUTOMOBILISTICA USA
- 10) SOCIETÀ TELEFONICA PORTOGHESE
- 11) SOCIETÀ ALIMENTARE OLANDESE.
- AL 30-6-15 RIMBORSO A 100 O CEDOLA TRIMESTRALE EURIBOR 3 MESI + 3,10 PUNTI
- 12) SOCIETÀ INGLESE CHE GESTISCE ALBERGHI, MOTEL E SIMILI
- 13) EMITTENTE DI STATO
- 14) BANCA ARGENTINA. PRESTITO DERIVANTE DA RISTRUTTURAZIONE. AMMORTAMENTO GRADUALE DEL CAPITALE
- 15) SOCIETÀ FINANZIARIA AMERICANA DEL GRUPPO PRODUTTORE DI AUTOMOBILI
- 15) SOCIETÀ AUTOMOBILISTICA STATUNITENSE

## LUGLIO/AGOSTO: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 23-05-2006	REND LORDO	ANNOTAZIONI
XS0162394299	TOYOTA MOTOR CREDIT	4,00	12-02-2010	AAA	98,50	4,61	1
DE0001040376	LAND BADEN-WUERTTEMBERG	3,375	23-01-2009	AA+	98,28	4,54	2
XS0166419795	GLAXOSMITHKLINE CAPITAL	3,375	15-04-2008	AA	99,11	4,53	3
DE0008846718	BASF AG	3,50	8-07-2010	AA-	97,10	4,54	4
XS0127984317	RWE FINANCE BV	5,375	18-04-2008	A+	100,60	4,46	5
FR0000492282	CARREFOUR SA	4,50	18-03-2009	A	99,83	4,58	6
DE0002317807	DEUTSCHE TELEKOM INTER. FINANCE	5,25	20-05-2008	A-	100,64	4,44	7
XS0196776214	KONINKLIJKE KPN NV	4,50	21-07-2011	BBB+	97,57	5,16	8
XS0214246760	DAIMLERCHRYSLER NA HOLDING	3,125	10-03-2008	BBB	99,05	4,52	9
XS0096141337	PORTUGAL TELECOM INTER. FINANCE	4,625	7-04-2009	BBB-	99,62	4,81	10
XS0222524372	SUEDZUCKER INTER. FINANCE	5,25	PERPETUAL	BB+	90,12	7,22	11
XS0145190681	LADBROKERS GROUP FINANCE PLC	6,50	17-07-2009	BB	102,33	5,20	12
XS0201333761	REPUBBLICA DI TURCHIA	5,50	21-09-2009	BB-	100,75	4,94	13
XS0175068971	BANCO HIPOTECARIO SA	6,00	1-12-2013	B+	88,50	8,25	14
XS0176164803	FORD MOTOR CREDIT	5,75	12-01-2009	B	99,25	6,08	15
XS0171942757	GENERAL MOTORS	7,25	3-07-2013	B-	97,00	7,85	16

**“ Seppure con le dovute precauzioni, volendo investire in un numero elevato di monete, la scelta più opportuna è sottoscrivere strumenti di un'emittente ad altissimo grado di affidabilità come la BEI, ”**

perse, in soli sei mesi, oltre l'80% del suo valore. In Europa, è il fiorino ungherese a proporre il rendimento più elevato, superiore al 7% lordo. La moneta di Budapest ha vissuta una fase negativa in più occasioni, a metà e fine 2002, ma, soprattutto a metà dello scorso anno, quando il cambio si deprezzò del 15% circa, peraltro completamente recuperato nell'arco di sei mesi. Molto interessanti i rendimenti che propongono i due paesi dell'emisfero australe, Nuova Zelanda, che paga mediamente poco meno dell'8% lordo, e Australia, al 6,50% lordo circa. Tutte le monete fin qui esaminate offrono emissioni con durata massima due anni, le cui quotazioni, pur a rischio, in caso di aumento dei tassi, espongono ad oscillazioni abbastanza contenute. Sulla base delle considerazioni svolte, si potrebbe allungare la scadenza dei prestiti BEI, limitatamente alle emissioni denominate in corone norvegesi o lire sterline del Regno Unito, per le quali la tendenza dei rendimenti a medio e lungo termine è calante, a fronte di una situazione relativamente tranquilla sulla dinamica inflazionistica. Non a caso la redditività proposta non è particolarmente elevata e si limita al 6% lordo circa, per la BEI in lire sterline, e a poco più del 5%, per la BEI in corone norvegesi.

### QUALI PERCENTUALI

La strategia d'attuare, nell'ipotesi di un portafoglio relativamente prudente, perché chi sceglie valuta estera sa, o dovrebbe sapere, che immette in portafoglio una rischiosità elevata, dovrebbe essere tale da suddividere le monete in più tranche. La presenza di un solo debitore non rappresenta certo una scelta che va nella direzione di diversificare il rischio emittente, ma chi propone i titoli, la BEI, offre ampie garanzie di solvibilità. Pertanto, seppure con le dovute precauzioni, volendo investire in un numero elevato di monete, la scelta più opportuna è l'investimento in strumenti di un emittente ad altissimo grado d'affidabilità. Ipoteticamente, la quota massima da attribuire a questa tipologia di strumenti potrebbe raggiungere una

percentuale del 25% dell'intero capitale, per chi ha un'elevata propensione al rischio, che scende al 15%, per chi ha una media propensione al rischio e al 7,5%, per chi desidera sì avere strumenti ad elevato rendimento teorico, ma in un ambito di rischiosità controllata. All'interno del comparto dedicato alle monete estere, la quota maggiore, 30%, andrebbe suddiviso tra corona svedese e dollaro statunitense, 25% tra le tre monete a più alta redditività teorica, nuova lira turca, corona islandese e rand del Sud Africa, 20% tra le tre monete dell'est europeo, fiorino ungherese, zloty polacco e corona ceca, 15% tra le due monete che propongono le durate più lunghe, lira sterlina del Regno Unito e corona norvegese e il 10% fra le due monete dell'emisfero australe, il dollaro neozelandese e quello australiano.

### MA NON DORMITE SULL'INVESTIMENTO

L'investitore che s'affida alle monete estere non può essere mai un investitore dormiente: al contrario, deve vigilare continuamente sulla dinamica dei mercati valutari, sempre pronti a premiare, sempre pronti a penalizzare. Se il peso dell'investimento in monete estere sul capitale complessivo è elevato, sarebbe opportuno fissare sia uno stop loss, sia uno stop profit. In pratica, stabilire un limite massimo alla potenziale perdita e capitalizzare il guadagno, quando questi dovesse raggiungere una soglia che corrisponda, in questa fase, ad una percentuale d'incremento che s'avvicini al 15% circa. Se l'impegno, viceversa, è contenuto, la strategia da attuare può anche essere di vigile attesa, soprattutto se il valore della valuta di riferimento evidenzia segnali di debolezza e scende, nei confronti dell'euro. E' il caso, ad esempio, del rapporto di cambio tra dollaro statunitense ed euro: chi ha pazienza e la possibilità di aspettare alcuni mesi, non è da escludere che, dopo la lunga discesa, il cambio tra dollaro americano ed euro possa riprendere a salire, sostenuto da un andamento dell'economia che, nel 2008, potrebbe essere di nuovo particolarmente interessante. ■