

Focus

■ Se si scelgono obbligazioni nelle valute di una serie di Paesi emergenti si ottengono rendimenti molto più alti di quelli dell'area euro. Si è esposti però al rischio del cambio.

■ Meglio allora non correre anche il rischio emittente, scegliendo obbligazioni emesse da istituzioni di massima affidabilità come la Banca Europea degli Investimenti (Bei) o la KfW, la banca che ha finanziato l'unificazione tedesca. Entrambe godono di rating tripla A.

VALUTE EMERGENTI? SÌ, MA A PATTO CHE...

Si può scommettere per guadagnare anche il 10%, ma è bene sottoscrivere titoli di emittenti supersicuri. Così si corre soltanto il rischio del cambio. Ecco monete e Paesi più convenienti ora

■ di Angelo Drusiani

E' possibile che un emittente cui è assegnato il massimo grado d'affidabilità paghi rendimenti lordi di poco inferiori, vicini o addirittura superiori al 10%? Sicuramente no, se lo strumento è denominato in euro. Sicuramente sì, se si scelgono monete di Paesi emergenti, quali la Turchia, l'Islanda, il Sud Africa. Ma anche l'Ungheria o la Polonia, per restare un'Europa; o, spostandosi nell'emisfero australe, la Nuova Zelanda o l'Australia. I tassi ufficiali di questi Paesi sono a livelli de-

Selezione di titoli consigliati

ISIN	EMITTENTE	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING	PREZZO 22-12-2006	RENDIMENTO LORDO	NOTE
------	-----------	--------------	----------	--------	-------------------	------------------	------

Le emissioni della Bei

XS0183648673	BEI	9,00	12-07-2007	AAA	100,32	8,04	FIORINO UNGHERESE
XS0233684710	BEI	8,00	12-07-2007	AAA	96,90	13,72	CORONA ISLANDESE
XS0189444564	BEI	2,625	15-10-2007	AAA	99,17	3,69	EURO
XS0139030422	BEI	8,50	12-12-2007	AAA	99,65	8,86	RAND SUDAFRICANO
XS0238862782	BEI	11,00	28-12-2007	AAA	93,92	18,19	NUOVA LIRA LURCA
XS0184782265	BEI	6,25	18-02-2009	AAA	103,18	4,65	ZLOTY POLACCO
XS0224109032	BEI	6,00	15-07-2009	AAA	96,85	7,38	DOLLARO NEOZELANDESE
AU300EB26025	BEI	5,75	15-09-2009	AAA	98,67	6,29	DOLLARO AUSTRALIANO
US298785DP82	BEI	4,125	15-09-2010	AAA	97,88	4,78	DOLLARO STATUNITENSE

Le emissioni della KfW

XS0210288352	KFW	7,00	27-07-2007	AAA	99,38	7,89	FIORINO UNGHERESE
XS0229711584	KFW	8,25	20-09-2007	AAA	96,24	13,63	CORONA ISLANDESE
XS0190022250	KFW	6,00	15-07-2009	AAA	97,22	7,21	DOLLARO NEOZELANDESE
XS0098449373	KFW	5,625	7-12-2009	AAA	100,51	5,43	LIRA STERLINA INGLESE
AU0000KFWHD2	KFW	5,50	15-08-2010	AAA	97,34	6,32	DOLLARO AUSTRALIANO
XS0241864155	KFW	8,00	1-02-2011	AAA	102,09	7,38	PESO MESSICANO
US500769AY00	KFW	4,95	14-10-2014	AAA	104,53	4,26	DOLLARO CANADESE
US500769AX27	KFW	4,125	15-10-2014	AAA	96,13	4,72	DOLLARO USA
XS0222802877	KFW	7,50	22-06-2015	AAA	95,46	8,25	RAND SUDAFRICANO
DE0002760956	KFW	3,50	4-07-2015	AAA	96,78	3,95	EURO

fdsafdsafdsa.

cisamente superiori a quelli in vigore nel Vecchio Continente, sia perché il costo della vita sale a valori elevati, sia perché il debito pubblico aumenta a percentuali abbastanza alte, situazione, peraltro, che caratterizza anche alcuni tra i Paesi più industrializzati, vedi Stati Uniti o Italia, ad esempio. Chi s'indebita in quelle valute deve, giocoforza, pagare rendimenti molto alti, anche se assegnatario di un ottimo rating. E' il caso di due debitori molto noti e, soprattutto, molto apprezzati dagli investitori. Da un lato, BEI, la Banca Europea per gli Investimenti, la cui attività di finanziamento ai progetti e allo sviluppo dei paesi non ha frontiere. Dall'altro KFW, Kreditanstalt Fuer Wiederaufbau, la banca tedesca nata per finanziare la riunificazione tedesca e che, in breve, ha raccolto denaro ovunque.

GIRO DEL MONDO IN DUE MOSSE

Per fare il giro del mondo in obbligazioni, bastano due mosse, quindi, optando per un debitore o per l'altro, a seconda della moneta verso la quale si deciderà di dirigere parte del patrimonio di cui si dispone. Questa strategia operativa evita l'assunzione di uno dei quattro rischi che accompagnano gli investimenti in titoli obbligazionari: è il rischio emittente, dal momento che sia a BEI, sia a KFW il rating attribuito è la tripla A. Degli altri rischi, l'investitore dovrà monitorare con molta attenzione soprattutto quello valutario, perché le oscillazioni dei rapporti di cambio sono, molto spesso, ampie e possono enfatizzare la redditività dello strumento prescelto, ma anche, se la moneta scelta si svaluta, deprezzarla sensibilmente. Il rischio tassi è abbastanza contenuto, perché, in prospettiva, altri aumenti dei rendimenti non sono prevedibili, per gli strumenti con durata medio lunga, perché è probabile che la fase acuta degli aumenti stessi sia passata. Modesto anche il rischio liquidità, dal momento che le emissioni scelte sono state collocate per importi elevati e che, di conseguenza, l'attività sul mercato secondario è di buon spes-

“ Le oscillazioni del cambio sono molto spesso ampie: possono enfatizzare la redditività ma anche deprezzarla ”

sore, e consente agli investitori di trasformare con molta facilità lo strumento presente in portafoglio in denaro contante.

COME SCEGLIERE E QUANTO INVESTIRE

Scegliendo due soli emittenti, però, si rischierebbe di non diversificare la tipologia di debitori, all'interno del portafoglio, ma è un rischio solo teorico, perché, in realtà, la quota d'investimenti in valuta estera rappresenta, generalmente, una percentuale complessiva del portafoglio, che può variare da un minimo del 5% ad un massimo del 20%, se la propensione al rischio è particolarmente alta. In quest'ambito, l'investitore potrà dirigere la liquidità verso uno dei due debitori citati, poiché sia l'uno, sia l'altro propongono un insieme di offerte

La scala del Rating

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

entro le quali è possibile scegliere le situazioni più semplici e quelle più complesse. Le più complesse sono rappresentate dagli strumenti che espongono ai rischi maggiori: in pratica, si tratta di porre in atto una strategia che preveda l'immissione in portafoglio obbligazioni denominate in nuove lire turche, in corone islandesi, in rand sudafricani, con una quota minore di titoli obbligazionari espressi in peso messicani e in fiorini ungheresi. Generalmente, ma non sempre, più elevato è il rendimento teorico che offrono gli strumenti obbligazionari e più breve dovrebbe essere la durata dell'investimento, per meglio monitorare l'andamento del rapporto di cambio. In particolare, la scadenza 2007 potrebbe rappresentare una scelta consigliabile, per queste monete, sia per sfruttare

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 TITOLIDI DIVERSI RATING E SCADENZE CONSIGLIATI PER QUESTO MESE. QUI SOTTO, LE NOTE ESPLICATIVE

- 1) BANCA TEDESCA SORTA PER LA RIUNIFICAZIONE
- 2) BANCA NORVEGESE PER FINANZIAMENTI A LUNGO TERMINE
- 3) AZIENDA INGLESE OPERANTE NEL SETTORE MEDICO
- 4) BANCA COMMERCIALE TEDESCA
- 5) CEDOLA: EURIBOR 3 MESI + 0,20. 14-9-2011;
RIMBORSO A 100 O CEDOLA EURIBOR 3 MESI + 0,70
- 6) SOCIETA' DI TELECOMUNICAZIONI TEDESCA
- 7) SOCIETA' DI TELECOMUNICAZIONI OLANDESE
- 8) AZIENDA FRANCESE CHE OPERA NEL SETTORE DEI SERVIZI
- 9) SOCIETA' DI TELECOMUNICAZIONI PORTOGHESE. QUOTA MINIMA 50MILA EURO
- 10) AZIENDA FRANCESE CHE OPERA NEL SETTORE BEVANDE/LIQUORI
- 11) SOCIETA' COSTRUTTRICE AEREI, TRENI. CEDOLA: EURIBOR TRE MESI + 3,125.
QUOTA MINIMA 50MILA EURO
- 12) QUANTITA' MINIMA 50MILA EURO
- 13) 15-5-2007: OPZIONE RIMBORSO A 102. QUOTA MINIMA 50MILA EURO
- 14) SETTORE FINANZIARIO SOCIETA' AUTOMOBILISTICA
- 15) RATING SOTTO ESAME: POSSIBILE CALO

GENNAIO: emissioni consigliate per grado di rischio

CODICE ISIN	TITOLI	CEDOLA	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 23-05-2006	REND LORDO	ANNOTAZIONI
DE0002760956	KFW	3,50	4-07-2015	AAA	96,73	3,96	1
XS0166901396	EKSPORTFINANS	3,50	16-04-2008	AA+	99,41	3,97	2
XS0166419795	GLAXOSMITHKLINE	3,375	15-04-2008	AA	99,29	3,94	3
DE000WLB2WL3	WESTLB	3,625	28-01-2015	AA-	96,61	4,13	4
XS0267063435	ABN AMRO	3,515	14-09-2016	A+	99,84	3,93	5
GR0114017420	REPUBBLICA DI GRECIA	3,50	20-04-2009	A	99,04	3,92	
XS0210319090	DEUTSCHE TELECOM	3,25	19-01-2010	A-	97,29	4,21	6
XS0222766973	KONINKLIJKE KPN	4,00	22-06-2015	BBB+	92,98	5,03	7
FR0010397927	VEOLIA ENVIRONNEMENT	4,375	16-01-2017	BBB	97,38	4,71	8
XS0221854200	PORTUGAL TELECOM	4,500	16-06-2025	BBB-	82,89	6,06	9
FR0010398271	PERNOD RICARD	4,625	6-12-2013	BB+	99,01	4,80	10
XS0273978592	BOMBARDIER	6,709	15-11-2013	BB	100,24	6,79	11
XS0232329879	GOVERNO DELL'UCRAINA	4,95	13-10-2015	BB-	96,35	5,48	12
XS0254147480	EUROPCAR GROUPE	7,087	15-05-2013	B+	102,95	6,65	13
XS0160902630	FORD MOTOR CREDIT	6,75	14-01-2008	B	101,64	5,09	14
XS0171942757	GENERAL MOTORS	7,25	3-07-2013	B-	97,61	7,72	15

“ Negli ultimi mesi il cambio tra euro e fiorino ha favorito un sensibile recupero di quest’ultimo. Ma, graficamente, è possibile assistere ad un recupero ulteriore perché lo spazio teorico di miglioramento per la moneta ungherese oscilla tra il 10 e il 15% dei valori attuali ”

eventuali risalire del rapporto di cambio stesso, sia per non spostare troppo avanti nel tempo la durata di un investimento, comunque, rischioso. Come dire, che sia le emissioni BEI, sia le emissioni KFW denominate in corone islandesi o nuove lire turche o in rand sudafricani sono da scegliere preferibilmente tra quelle con durate abbastanza ravvicinate.

RAND SUDAFRICANO ANCHE A LUNGA

Unica eccezione potrebbe riguardare un’obbligazione in moneta del Sud Africa emessa da KFW con scadenza fra otto anni e mezzo, perché, in prospettiva di medio termine, le risorse di materia prime di Johannesburg dovrebbero ridare una spinta importante al valore della moneta locale. In parte, simile ragionamento si può attribuire anche ad obbligazioni messicane, da scegliere con durata di circa quattro anni: anche in questo caso, si cercherà di sfruttare il potenziale economico del Paese, se la quotazione del petrolio ne sorreggerà le sorti, nel corso dei prossimi anni. A rendimenti teorici inferiori, interessante l’investimento in strumenti denominati in fiorini ungheresi, altra valuta in attesa di far parte della moneta unica europea, nella quale dovrebbe confluire in tempi non lontanissimi. Negli ultimi mesi, il cambio tra euro e fiorino ha favorito un sensibile recupero di quest’ultimo, ma, graficamente, è possibile assistere ad un recupero ulteriore, perché lo spazio teorico di miglioramento per la moneta ungherese oscilla tra il 10 e il 15%, dai valori odierni.

MEGLIO L’UNGHERIA DELL’AUSTRALIA

Non molto inferiori ai rendimenti di Budapest si presentano quelli dell’emisfero australe, perché le emissioni neozelandesi ed australiane pagano ancora tassi vicini al 7% lordo. Per queste due valute, la potenzialità di risalita del rapporto di cambio, dal punto di vista tecnico, è inferiore a quella della moneta ungherese, perché i margini di guadagno, grafica-

mente, sono risicati. Le due economie, per contro, hanno prospettive di discreto livello, simili a quelle previste per l’area euro: ne consegue che si potrebbe ipotizzare una fase relativamente stabile dei rapporti di cambio, a fronte di una redditività degli strumenti proposti molto interessante. Di poco superiore al rendimento che offrono le emissioni obbligazionarie d’area euro è quello che propongono i prodotti made in Usa e nel Regno Unito. Molto dibattuto è il futuro del rapporto di cambio tra euro e dollaro americano, previsto in netto calo, secondo una parte di analisti, e in ripresa, dopo la caduta del 2006, secondo un’altra corrente di pensiero.

QUANDO IL DOLLARO SI RIPRENDERÀ

E’ abbastanza probabile che sarà la seconda parte del 2007 a ridare fiato alla valuta d’oltre Atlantico, facendone risalire la quotazione, nei confronti dell’euro, quando, paradossalmente, la Banca Centrale potrebbe essere ancora alle prese con una politica monetaria restrittiva e la Federal Reserve nuovamente espansiva. Negli ultimi anni, chi alza i tassi viene penalizzato, perché si teme che frenerà la ripresa economica, mentre chi li abbassa viene premiato, perché dovrebbe ridare impulso all’economia stessa.

MA CHI AMA I BOT STIA ALLA LARGA

La rischiosità degli strumenti denominati in valuta diversa dall’euro è tale da esporre ad oscillazioni rilevanti del valore della quota destinata a questa tipologia di prodotti. Non si tratta di investimenti consigliati a chi non ha propensione al rischio, anche se la quota di portafoglio esposta al cambio fosse modesta. Non si deve confrontare con questi mercati chi, come principale strategia, ha l’acquisto di Bot o, in alternativa, di emissioni con scadenze molto brevi, con il principale obiettivo di conservare il patrimonio invariato, senza puntare a possibili, forti rivalutazioni, a fronte, però, di contraccolpi negativi, tipici di questo comparto del mercato finanziario. ■