

**Focus**

■ I rendimenti delle obbligazioni nella cosiddetta area euro restano tuttora inferiori al 5%.

■ Per elevare il rendimento del proprio investimento obbligazionario si possono mettere in portafoglio titoli denominati in due valute che in questo momento appaiono particolarmente interessanti: la lira turca e il fiorino ungherese.

■ Le emissioni in lire turche rendono sino al 20% lordo, quelle in fiorini intorno all'8%.

■ Attenzione però: questi titoli sono molto esposti al rischio di cambio, perché le due monete possono subire forti oscillazioni.

■ Il consiglio è di scegliere emittenti ad altissima affidabilità (tabella nella pagina), di non investire in questi titoli più del 10-15% del portafoglio obbligazionario e di stare sempre pronti a venderli in anticipo se necessario.

# AMATE IL RISCHIO? ALLORA LIRE TURCHE E FIORINI UNGHERESI

Dopo le forti perdite nei confronti dell'euro, oggi le emissioni in fiorini rendono intorno all'8%, e quelle in valuta turca addirittura il 20%. Ma chi investe deve essere ben consapevole che con queste monete si corre il rischio di cambio.

Per questo, una volta acquistati, i titoli vanno seguiti attentamente, tenendosi pronti a venderli in anticipo se si guadagna o si teme di perdere

■ di Angelo Drusiani

La ricerca di rendimenti teorici elevati caratterizza le strategie di molti risparmiatori. La loro consapevolezza, nei confronti del rapporto tra rendimento e rischio, è via via aumentata. Chi sceglie d'immettere in portafoglio strumenti ad alta redditività, sa di dovere assumere una delle quattro principali tipologie di rischio: il rischio tassi, il rischio emittente, il rischio valutario, il rischio liquidità. L'attuale fase economica è ancora favorevole ad una crescita economica generalizzata, anche se non mancano segnali di rallentamento, peraltro modesto, in particolare negli Stati Uniti. Il rialzo del tasso di sconto americano è forse giunto al livello massimo: solo una ripresa del mercato immobiliare potrebbe indurre la Banca Centrale ad aumentarlo ulteriormente, anche se non è da escludere che, a primavera del 2008, si possa assistere al movi-

## Selezione di titoli consigliati

ISIN	EMITTENTE	CEDOLA LORDA	SCADENZA	RATING	PREZZO 20-02-2007	RENDIMENTO LORDO	MONETA
XS0282308427	DANSKE BANK	18,25	5-02-2008	AA-	100,15	17,90	NUOVA LIRA TURCA
XS0282525442	RENTENBANK	19,25	22-01-2008	AAA	100,50	18,30	NUOVA LIRA TURCA
XS0282939767	BANCA EUROPEA INVESTIMENTI	18,50	20-03-2009	AAA	102,14	17,23	NUOVA LIRA TURCA
XS0282899524	UBS JERSEY	0,00	2-02-2012	AA+	47,92	16,05	NUOVA LIRA TURCA
XS0213151920	BANCA EUROPEA INVESTIMENTI	0,00	2-03-2015	AAA	36,70	13,30	NUOVA LIRA TURCA
XS0258970051	BANCA EUROPEA INVESTIMENTI	14,00	5-07-2016	AAA	99,95	13,97	NUOVA LIRA TURCA
XS0283199247	KFW	14,50	26-01-2017	AAA	100,75	14,34	NUOVA LIRA TURCA
XS0174436401	BANCA EUROPEA INVESTIMENTI	7,00	28-01-2008	AAA	99,39	7,66	FIORINO UNGHERESE
XS0244662564	CONSIGLIO D'EUROPA	6,00	27-03-2009	AAA	97,27	7,45	FIORINO UNGHERESE

Ecco una serie di obbligazioni denominate in lire turche e fiorini ungheresi selezionati per chi vuole immettere questa tipologia di titoli in portafoglio. Gli emittenti, come si vede dalla colonna che riporta i rating, godono tutti di valutazioni di affidabilità massime o comunque altissime. Un alto rating è la prima regola per un investimento che già corre il rischio del cambio.

**“ Se l’economia cinese diminuirà la propria forza, anche il resto del mondo ne risentirà negativamente. E’ per questa ragione che è abbastanza probabile assistere ad un andamento calante del tasso di sconto americano prima e degli altri Paesi a seguire ”**

mento di segno opposto, un lieve calo del tasso stesso, per evitare che il favorevole momento dell’economia si trasformi, d’improvviso, in un rallentamento non controllato, se permanessero livelli di tassi troppo alti. Ma in questa fase, e nel futuro, non si deve sottovalutare che il maggiore contributo all’aumento del prodotto lordo mondiale giunge dall’estremo oriente del globo, dalla Cina, in particolare, ma anche da India e altri paesi.

### IL FATTORE CINA

La spinta cinese è stata, in buona parte, aiutata dall’avvicinarsi dell’anno olimpico, il 2008, che ha indotto un’accelerazione alle costruzioni sia di impianti sportivi, sia di immobili per l’accoglienza di atleti e delegazioni, sia d’infrastrutture per rendere più moderno il paese. Difficilmente,

con l’esaurirsi di questa spinta propulsiva, il ritmo di crescita del prodotto lordo cinese potrà mantenersi superiore al 10%, come sta accadendo negli’ultimi anni. Se l’economia cinese diminuirà la propria forza, anche il resto del mondo ne risentirà negativamente. Presumibilmente, già a partire dal secondo trimestre del prossimo anno. E’ per questa ragione che è abbastanza probabile assistere ad un andamento calante del tasso di sconto americano, dapprima, e degli’altri Paesi, successivamente, perché una parte importante della loro produzione è trainata dall’economia di Pechino. Per le Banche Centrali, ora impegnate a mantenere il costo della vita sotto livelli accettabili (e il 2% è considerato tale), sarà quella la fase della probabile inversione di tendenza. Al momento, però, la curva dei rendimenti esprime

### 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 OBBLIGAZIONI	■
■ CCC-			■
■ CC	CA	NESSUN INTERESSE O CEDOLA VIENE PAGATO	■
■ C	C	EMITTENTE IN STATO DI FALLIMENTO	■

indicazioni che, soprattutto in area euro, potrebbero non soddisfare le esigenze dei risparmiatori.

Il mercato obbligazionario è in grado di offrire importanti alternative, non certo in area euro, dove i rendimenti lordi restano inferiori al 5%, anche per durate molto lunghe, ma soprattutto nelle aree dei Paesi cosiddetti emergenti. Turchia Ungheria, in particolare, propongono ancora rendimenti alti (addirittura molto alti per le emissioni della Turchia), a condizione che gli strumenti siano denominati nelle valute locali, la nuova lira turca e il fiorino ungherese. Tassi d'inflazione ancora alti, che costringono le Banche Centrali a mantenere elevata la loro attenzione, sono la principale causa di questi livelli dei rendimenti. La stra-

**“ In area euro rendimenti lordi inferiori al 5% ”**

## 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) RAFFINERIA E VENDITA PETROLIO E DERIVATI
- 2) INDIRETTA SUCCURSALE  
DI ASSICURAZIONI GENERALI  
OPERANTE ALL'ESTERO
- 3) FORNITURE ELETTRICHE
- 4) PRODUZIONE TABACCO
- 5) 10-6-2015: RIMBORSO A 100  
O CEDOLA EURIBOR 3 MESI PIÙ 1,98 PUNTI,  
A DISCREZIONE EMITTENTE
- 6) GIOCHI E LOTTERIE
- 7) CEDOLA VARIABILE: 3 MESI EURIBOR PIÙ 0,30 PUNTI

## MARZO: 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	99,88	4,04	
XS0095768437	BURMAH CASTROL	4,875	31-03-2009	AA+	101,48	4,12	1
XS0167456267	ENI	4,625	30-04-2013	AA	101,74	4,30	
XS0218469962	GENERALI FINANCE	3,875	6-05-2015	AA-	96,32	4,42	2
XS0189497414	BMW FINANCE	3,875	6-04-2011	A+	98,55	4,27	
FR0010023200	SCHNEIDER ELECTRICITE	3,875	31-10-2008	A	99,43	4,22	3
XS0217817112	DEUTSCHE TELEKOM	3,00	22-04-2009	A-	97,59	4,19	
XS0189727869	BRITISH AMERICAN TOBACO HOLDINGS	4,375	15-06-2011	BBB+	99,58	4,48	4
FR0010161067	ASSURANCES GENERAL DE FRANCE	4,625	Perpetual	BBB	97,17	5,59	5
XS0182313527	LOTTOMATICA	4,80	22-12-2008	BBB-	100,76	4,35	6
XS0171922486	GENERAL MOTORS ACCEPTANCE	6,00	3-07-2008	BB+	101,55	4,77	
IT0003881478	BANCA POPOLARE DI INTRA	4,165	7-07-2008	BB	99,74	4,44	7
XS0223369322	REPUBBLICA DI TURCHIA	4,75	6-07-2012	BB-	97,87	5,16	
XS0131127036	REPUBBLICA D'URUGUAY	7,00	28-06-2011	B+	106,77	5,21	
XS0160902630	FORD MOTOR CREDIT	6,75	14-01-2008	B	101,55	4,90	
XS0192976834	REPUBBLICA DEL LIBANO	7,25	20-05-2009	B-	101,44	6,52	

tegia da attuare, se si decide di investire in questa tipologia di strumenti, non è necessariamente la ricerca di obbligazioni con scadenza medio lunga, perché l'elevata redditività teorica viene offerta anche per scadenze abbastanza brevi, entro tre anni. Al tempo stesso, è possibile, nel comparto medio lungo di durata, immettere in portafoglio interessanti strumenti privi di flusso cedolare, gli zero coupons, le cui quotazioni sono decisamente inferiori al valore nominale, 100. Inferiori al valore nominale, ma in misura più contenuta, sono pure i prezzi delle emissioni tradizionali, quelle che offrono il flusso cedolare, con scadenza decennale, mentre sono quasi al valore nominale i prezzi di mercato delle emissioni brevi. Una scelta consigliabile è la presenza in portafoglio di titoli con elevato grado d'affidabilità, per evitare che al rischio valutario si sommi il rischio emittente. Anche i debitori con il rating massimo pagano alti rendimenti, perché devono adeguarsi alle condizioni dei mercati locali. La rischiosità del mercato valutario rappresenta il grado massimo, cui gli investimenti finanziari espongono i risparmiatori.

### CAMBI BALLERINI

Le variazioni dei rapporti di cambio sono spesso repentine e consistenti, perché bastano poche indicazioni non favorevoli ad una moneta, per dar vita ad un movimento negativo, sostenuto in gran parte dall'attività speculativa, tipica di questo comparto dei mercati finanziari. Non sono certo i movimenti commerciali a determinare il controvalore degli'interscambi giornalieri fra valute di Paesi diversi, ma le intense transazioni di gestori o di investitori istituzionali. Basti pensare che, ogni giorno, il controvalore degli scambi tra dollaro degli Stati Uniti e yen è pari all'intero ammontare del debito pubblico italiano, oltre un milione e seicentomila miliardi delle vecchie lire, o 825 miliardi di euro. Lo scambio tra le due monete indicate rappresenta il massimo livello d'interscambio. Decisamente inferiore è l'attività che fa riferimento alle altre valute trattate sui mer-

**“ Il livello dei rendimenti teorici offerti dovrebbe indurre l'investitore a moderare la percentuale del portafoglio da destinare a questa tipologia di strumenti ”**

cati internazionali. Tra queste, la nuova lira di Ankara e il fiorino di Budapest esercitano una forte attrazione nei confronti degli'investitori, perché le prime offrono rendimenti teorici lordi di poco inferiori al 20%, mentre i secondi s'avvicinano all'8%. Il rapporto di cambio di ambedue i Paesi ha sofferto perdite consistenti negli'ultimi anni, nei confronti dell'euro. La situazione sembra essere meno compromessa, ora, anche se le prospettive di crescita dell'economia d'area euro restano interessanti. Il futuro del valore delle due monete sarà determinato, in buona parte, anche dalla quotazione del dollaro americano, che, se dovesse recuperare terreno nei confronti della moneta unica europea, potrebbe indurre rialzi anche nel cambio di

Turchia e Ungheria.

Il livello dei rendimenti teorici offerti dovrebbe indurre l'investitore a moderare la percentuale di portafoglio da destinare a questa tipologia di strumenti, anche se la redditività proposta è particolarmente attraente. Per investitori con elevata propensione al rischio, la quota ipotetica potrebbe attestarsi al 15%, con una prevalenza di emissioni in moneta turca, mentre se la propensione è inferiore il peso potrebbe fermarsi al 10%.

### GESTIONE ATTIVA

Chi sceglie questi prodotti non può non avere una gestione molto attiva del proprio portafoglio, perché i movimenti dei rapporti di cambio possono suggerire di chiudere in anticipo l'investimento effettuato, sia perché il valore della moneta immessa in portafoglio è sensibilmente migliorato, sia perché si sta profilando la situazione opposta. Nel primo caso, si può decidere di monetizzare i guadagni ottenuti, ma nel secondo d'evitare che le possibili perdite assumano valori eccessivi. Al tempo stesso, qualora il rapporto di cambio dovesse restare pressoché costante, il risparmiatore potrebbe decidere, dopo sei mesi, d'incassare il rendimento creato dall'incedere del rateo d'interesse, di livello alto, soprattutto per le emissioni in nuova lira turca, ma di buon valore, anche per le obbligazioni in fiorini ungheresi. Gestione molto attiva significa vivere con dinamismo i movimenti delle monete ed essere sempre presenti sul mercato, monitorando continuamente il mercato. E' un compito impegnativo e complesso, perché lontano dalla strategia che spesso applicano i cassetisti, i risparmiatori che amano acquistare i titoli e mantenerli in portafoglio fino alla naturale scadenza. Al tempo stesso, per produrre un portafoglio diversificato a livello valutario, la presenza di queste due monete è quasi indispensabile, sia per la redditività teorica proposta, sia per la liquidità delle emissioni sui mercati obbligazionari, sia per la presenza di debitori di alto rango. ■