

In molti ritengono che il suo cambio contro l'Euro sia destinato solo a scendere. Ma non è escluso che il dollaro si riprenda nella seconda metà dell'anno, fino a quota 1,20. E il portafoglio obbligazionario può trarne vantaggio.



Non tutto è perduto per il biglietto verde

La regola vale per tutti: **diversificare** non significa solo avere in portafoglio emissioni di debitori diversi tra di loro, ma anche strumenti denominati in due o più valute. Perché le monete, esattamente come i titoli governativi o le obbligazioni societarie, condizionano il rendimento del patrimonio gestito, nel bene e nel male. Nel bene, se il valore delle monete prescelte aumenterà. Nel male, nel caso opposto.

Molto spesso, la strategia utilizzata nei confronti delle emissioni in valuta estera finisce per dare valore aggiunto alle proprie scelte. Chi avesse mantenuto in portafoglio titoli espressi in **dollari** degli Stati Uniti, negli ultimi due anni, avrebbe rischiato, da un lato, di ridurre sensibilmente i guadagni ottenuti, investendo in titoli azionari e obbligazionari, dall'altro, di ridurre il valore del capitale, se i

guadagni di cui sopra fossero risultati modesti, perché la quotazione del dollaro, negli ultimi due anni, è scesa del 33% circa.

Viceversa, chi avesse scelto di mantenere in portafoglio gli stessi strumenti, e avesse, contemporaneamente, neutralizzato gli effetti del cambio, con **vendite a termine** o con l'acquisto di **opzioni**, avrebbe mantenuto pressoché integri i propri guadagni, scalfiti parzialmente dal costo delle operazioni di copertura valutaria.

Operazioni di questo tipo, generalmente, fanno riferimento a capitali importanti, ma si possono utilizzare anche per patrimoni che prevedano una quota in valuta estera pari ad almeno 50.000 Euro di controvalore. Ma per gestire una quota parte di capitale denominato in dollari USA, o in lire sterline del Regno Unito, o in corone nordiche, danesi, svedesi, norvegesi, non s'impone necessa-

riamente una strategia di copertura del rapporto di cambio, soprattutto se si ritiene sia giunto il momento nel quale sia preferibile destinare cifre anche importanti verso monete estere. O perché si ritiene che siano sottovalutate, o perché si pensa che offrano migliori prospettive, sia in campo economico, sia in campo valutario. In pratica, quando ci si aspetta una loro rivalutazione nei confronti della valuta locale, dell'Euro, naturalmente.

ROTTA INVERTITA

Chiuso il 2004 a **1,36**, la quotazione dell'Euro contro il dollaro USA s'è portata rapidamente fino a **1,29**. Sono bastati pochi giorni, ad inizio 2005, per invertire una rotta che sembrava non doversi modificare più. Un guadagno di circa il 5% in tre sedute e il dollaro degli Stati Uniti

Attualità

torna a farsi largo tra le monete mondiali. Non che il biglietto verde non fosse più un punto di riferimento, perché ancora oggi quasi tutte le transazioni mondiali sono regolate nella valuta americana, ma la costante svalutazione, guidata o spontanea che fosse, ne aveva in parte offuscato l'immagine. Sono bastate alcune indicazioni di massima, da parte delle autorità governative di Washington, per rasserenare il clima attorno al dollaro: s'è detto, in quegli interventi che manovre sul debito pubblico americano, per frenarne la crescita eccessiva, avranno luogo entro fine anno. Tanto è bastato, perché il mercato premiasse la moneta d'oltre Oceano.

Superata la fase iniziale, sono nati due partiti: chi si fida delle dichiarazioni, e ritiene che alle parole seguiranno i fatti, vede la quotazione dell'Euro scendere, quest'anno, fino a **1,15**; mentre chi non crede affatto ad una politica di risanamento del debito da parte dell'amministrazione USA, non si sposta dalle previsioni di fine anno scorso, e conferma che il rapporto di cambio tra Euro e dollaro salirà a **1,40**, entro pochi mesi. *In medio stat virtus?* Qual è, in prospettiva, l'ipotesi da privilegiare, il rapporto 1,15, il cambio a 1,40 o la via mediana a 1,30? Fare previsioni, in campo valutario, costringe, spesso, gli analisti a mutare opinione: sarebbe sufficiente leggere i "report" di fine 2004 e di inizio 2005, per verificare quanto siano cambiate, in così poco tempo, le aspettative di molti investitori.

Prima, quasi tutti convinti di una fuga dell'Euro fino a 1,40. Dopo, in gran parte pentiti e quasi certi che la direzione del rapporto di cambio sarebbe inevitabilmente sfociata verso 1,15-1,20. Le attese sulla ripresa dell'economia americana, la diminuzione delle tensioni politiche internazionali, in particolare dopo il successo delle elezioni in Iraq, potrebbero far pensare che si stia aprendo una **nuova fase**, a livello mondiale, e che **la valuta americana potrebbe trarne beneficio**.

Restano alcune incognite, la più importante delle quali è: che farà la **Cina** con lo yuan, la moneta locale. Se il grande paese orientale ne rivalutasse in rapporto di cambio, il dollaro, a livello psicologico, ne trarrebbe benefici importanti. Complessivamente, non è da escludere che l'anno in corso si dipani, in particolare

nella seconda parte, favorevolmente al dollaro e che una **quotazione tra Euro e dollaro a 1,20** possa essere la direzione verso cui, gradualmente, s'avvierà il mercato.

Il mercato degli strumenti denominati in dollari è corposo, perché quasi tutti gli emittenti sono soliti indebitarsi anche nella moneta americana. Difettano le proposte di emissio-

CODICE ISIN	EMITTENTE	CEDOLA%	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 28/2/05	REND.% LORDO
PORTAFOGLIO DI TITOLI IN DOLLARI USA A BASSO RISCHIO						
US36962GA386	GENERAL ELECTRIC	2,95	3/02/2006	AAA	100,40	2,56
XS0185458535	KFW	2,62	5/02/2007	AAA	100,04	2,63
XS0109161868	ROYAL BANK OF SCOTLAND	2,67375	27/03/2007	AA-	100,30	2,78
US172967CL35	CITIGROUP	2,4975	4/06/2007	AA-	100,15	2,80
XS0166107630	AUSTRALIAN E N.ZEALAND BKG GROUP	2,69	7/04/2008	AA-	100,17	2,77
XS0145044193	DEUTSCHE BANK	3,04875	27/03/2012	A+	100,72	2,67
XS0158462324	ROYAL BANK OF SCOTLAND	3,35	22/11/2012	AA-	101,05	2,75
XS0176730413	ABN AMRO	2,86	18/09/2013	A+	100,54	2,99
US36962GK948	GENERAL ELECTRIC	2,75	15/09/2014	AAA	100,53	3,00

PORTAFOGLIO DI TITOLI IN DOLLARI USA A MEDIO RISCHIO PER DURATION

XS0138878375	NESTLE'	3,50	30/11/2005	AAA	100,11	3,32
XS0157082123	INTERAMERICAN DEVELOPMENT BANK	3,00	30/12/2005	AAA	99,91	3,10
XS0123587502	BANCA EUROPEA INVESTIMENTI	5,625	24/01/2006	AAA	101,99	3,34
XS0077243904	GENERAL ELECTRIC	7,000	12/06/2006	AAA	104,14	3,60
XS0165722926	KFW	2,25	28/07/2006	AAA	98,28	3,53
XS0135635786	REGNO DI DANIMARCA	5,125	28/12/2006	AAA	102,56	3,64
XS0163904617	REPUBBLICA AUSTRIACA	2,625	30/03/2007	AAA	98,64	3,31
XS0082883488	WORLD BANK	6,125	19/12/2007	AAA	106,07	3,79
US172967BS96	CITIGROUP	3,50	1/02/2008	AA-	98,54	4,04
XS0163140139	TOTAL	3,25	25/02/2008	AA	97,97	3,99

PORTAFOGLIO DI TITOLI IN DOLLARI USA AD ALTO RISCHIO PER DURATION

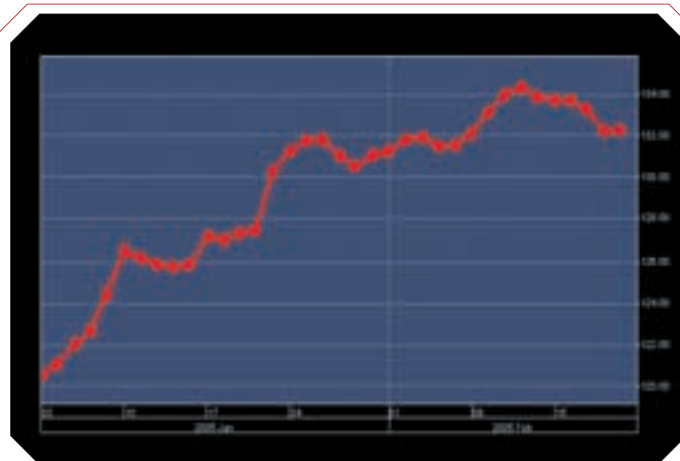
XS0171740961	REGNO UNITO	2,25	8/07/2008	AAA	95,24	3,79
XS0090848275	BANCA EUROPEA INVESTIMENTI	5,38	16/09/2008	AAA	104,54	3,97
XS0090871764	RABOBANK	5,50	17/09/2008	AAA	104,88	3,99
XS0090807594	GENERAL ELECTRIC	5,75	22/09/2008	AAA	105,24	4,13
XS0181577213	TOTAL	3,50	5/01/2009	AA	97,98	4,08
US500769AQ75	KFW	3,25	30/03/2009	AAA	97,29	3,98
XS0092819753	REPUBBLICA AUSTRIACA	5,25	5/10/2009	AAA	104,98	4,03
XS0210380167	SOCIETE NATIONALE CHEMINS DE FER	4,125	30/12/2010	AAA	99,01	4,32
US45905UCU60	WORLD BANK	3,625	21/05/2013	AAA	98,38	3,86
XS0184812435	EUROFIMA	4,25	4/02/2014	AAA	98,27	4,49

29 emissioni per rischio crescente

Quel bond convertibile Valtellinese è davvero un affare



Valtellinese in Borsa: 31/12/04 - 18/2/05



L'emissione: 1/1/05 - 21/2/05s

Molto interessante per gli investitori è il prestito convertibile Credito Valtellinese 2,80% 19/04/2004-19/04/2007: il codice Isin è IT0003628473, il valore nominale è di 1.000 Euro, con godimento 19/04/2004.

Il 30% del capitale nominale originario, pari a 300 Euro per ogni obbligazione da nominale 1.000, potrà essere convertito in 43 azioni Credito Valtellinese a partire dal 19 aprile di quest'anno; un altro 30% dal 19/4/2006. Il restante 40% del capitale nominale originario pari a 400 Euro per ogni obbligazione da nominale 1.000 potrà essere convertito in 55 azioni Credito Valtellinese a partire dal 19 aprile 2007 (vedi schema a fianco). Al 28 febbraio scorso il prezzo dell'obbligazione era pari a 129 Euro; mentre il prezzo del titolo sottostante era di 10,156 Euro. Per cui, fermi restando questi parametri, $10,156 \times 141$

Valore nominale

1.000 Euro	30%	43 azioni	anno 2005
1.000	30%	43 azioni	anno 2006
1.000	40%	55 azioni	anno 2007
Totale azioni		141	

Schema della conversione

= 143,19 Euro (contro una quotazione di 129); oppure prezzo mercato obbligazione Euro 1.290 (100 obbligazioni): n. 141 azioni = prezzo azione 9,46 Euro, con un **notevole sconto rispetto alla quotazione** (sempre del 25 febbraio scorso) di 10,156. Davvero un'occasione, se si pensa (vedi

INVESTIRE, gennaio 2005, pag. 39) che il prezzo dell'azione Creval è considerato da molti sottovalutato e che la banca ha ottime possibilità di crescita. €

DI ANTONIO PAVONE

ni a **cedola variabile**, prodotto in cui il nostro Tesoro è sicuramente il maggior collocatore, a livello globale. Aprendo un comparto del proprio patrimonio ad un investimento in valuta estera, si sceglie un tipo di rischio elevato. Sarebbe opportuno, per moderare gli effetti di detta rischiosità, optare per strumenti assistiti da un grado di affidabilità

medio alto: la loro presenza azzera, di fatto, il rischio debitore.

Un'ulteriore strategia, per eliminare anche il rischio tassi è quella di dedicare ampio spazio alle emissioni a cedola variabile: in questo caso, le quotazioni dei titoli prescelti non dovrebbero subire variazioni negative particolari, dal momento che la tensione dei merca-

ti si scarica, ogni tre mesi, sul nuovo valore della cedola. Al tempo stesso, non ci si illuda: i rendimenti offerti da questi strumenti saliranno in misura assai contenuta. Ineliminabile è il rischio tassi, qualora si immettano in portafoglio titoli a cedola fissa con durata medio lunga: è inevitabile assistere, nel corso dei prossimi

Julius Baer va a fondo con il rendimento assoluto

La banca svizzera Julius Baer lancia sul mercato italiano l'**Absolute Return Bond Fund**, fondo obbligazionario

che mira a generare un rendimento assoluto investendo con un approccio attivo in obbligazioni internazionali ampiamente diversificate per scadenza, rating, valute e paesi d'emissione, nonché in strumenti finanziari derivati. Con l'obiettivo di conseguire risultati positivi indipendentemente dall'andamento del mercato, il nuovo Julius Baer Absolute Return Bond Fund si propone di cogliere le opportunità offerte dai mercati obbligazionari, utilizzando le strategie tipiche degli **investimenti "absolute return"**, e in particolare:

- nessun orientamento al *benchmark*;

- massimizzazione dei ritorni in luogo del contenimento delle perdite;
- combinazione di molteplici fonti di alpha non correlate, al fine di generare rendimenti superiori pur contenendo il rischio;
- impiego di strumenti addizionali (ad esempio strumenti derivati).

Per tali caratteristiche, il fondo costituisce un'alternativa alle tradizionali strategie d'investimento *long only* ed è uno dei primi fondi obbligazionari *long/short* compreso nella legislazione UCITS 1 del Lussemburgo.

Investment advisor per la gestione del Julius Baer Absolute Return Bond Fund è un *team* specializzato della Julius Baer Investment Ltd. di Londra guidato da **Paul**



McNamara (nella foto), che segue una strategia attiva avendo come **target di performance l'Euribor 3 mesi (+2-3%)**. Questo *team* è composto da 9 professionisti della gestione e analisti dei quali 5 seguono i titoli di stato e strumenti derivati, 2 il debito dei paesi emergenti e obbligazioni convertibili, 2 analisti e gestori di credito.

L'**Absolute Return Bond Fund**, ora autorizzato per la distribuzione anche in Italia, oltre a Lussemburgo, Svizzera, Austria e Germania, è attivo dal 30 aprile 2004. Il comparto si rivolge in particolare ad investitori interessati a cogliere le opportunità derivanti da un'ampia diversificazione degli investimenti sui mercati obbligazionari e a perseguire una massimizzazione dei rendimenti. Le commissioni di ingresso variano **dallo 0 al 3,5%**, a discrezione del collocatore. La *management fee* annuale è dell'**1,00%** (classe B) più l'eventuale *performance fee*, pari al **10%** della *outperformance* del fondo rispetto al *benchmark* con clausola di *hurdle rate* e *high watermark*. Non è richiesto un investimento minimo.

mesi, a prezzi cedenti, perché la **politica restrittiva** del credito, attuata dalla Fed, la banca centrale USA è irreversibile.

RIALZO DEI TASSI IN CONTINUA

Per almeno 12-18 mesi assisteremo a **continui rialzi dei tassi ufficiali**, anche se con una frequenza non sempre simile a quella che ci accompagna da fine giugno scorso, e che ha visto un aumento di 0,25 ad ogni riunione della Federal Reserve. Nessuno spavento, se le quotazioni degli strumenti a maggior rischio tassi dovessero scendere, perché la scelta di investire in obbligazioni denominate in dollari USA ha un obiettivo fondamentale: **guadagnare con il rapporto di cambio**.

In questo caso, se il valore del cambio evolvesse favorevolmente all'investitore, una parte dell'utile sarebbe eroso dalla svalutazione dei titoli a medio lunga scadenza. Esiste, anche in questa situazione, una sorta di assicurazione: la **vendita di strumenti derivati**, di **"future" sui titoli**

governativi decennali. Operazione che prevede la copertura di capitali importanti. La funzione di questi strumenti è relativamente semplice: vendendo un numero di contratti, che corrisponda ad una quota o all'intero patrimonio investito in obbligazioni a medio lunga durata, consente di limitare o azzerare le perdite di valore che potrebbero patire i titoli stessi.

Il meccanismo: diminuiscono i prezzi di mercato dei titoli e, contemporaneamente, degli strumenti derivati. Sui titoli matura una perdita, sui derivati un guadagno, perché sono stati venduti ad un prezzo di mercato superiore. Questi guadagni possono essere identici alle perdite in titoli, se la copertura è completa, minori se è parziale, ma addirittura superiori, se la copertura eccede il patrimonio destinato ai titoli lunghi. A questa tipologia di operazioni s'accede avendo una buona conoscenza dei mercati ed un spiccata propensione al rischio. E' a questa tipologia di investitori che meglio s'adattano gli strumenti a lunga durata, perché è possibile movi-

mentarli più volte, nel corso dell'anno, in coincidenza con oscillazioni dei prezzi, tipiche di queste emissioni, soprattutto in occasione del rilascio di dati importanti relativi alle attese sul futuro dell'economia.

A chi preferisce rischiare di meno, meglio s'adattano le **emissioni con durata media**, entro 3 anni, le cui quotazioni sono comunque a rischio, con rendimenti in rialzo, ma in misura assai limitata. Cedola variabile, per chi di rischi tassi non ne vuol sentire parlare: 100, 40, 20% è la presenza consigliata di queste emissioni in portafoglio, a seconda che la propensione al rischio sia bassa, media, alta. Quasi a rovescio, le percentuali per i titoli lunghi: 20, 40, 60%, per propensione bassa, media, lunga. L'arco temporale dell'investimento? 12-18 mesi, nei quali il valore del dollaro potrebbe dare buone soddisfazioni agli investitori. ☒

DI ANGELO DRUSIANI