

Bond Al gioco dei cambi ma indossando la tripla A

Con le emissioni in divise straniere degli enti sovranazionali non si rischia il bail in, i titoli offrono rendimenti più elevati dell'euro. E se la moneta unica si svaluta...

DI PIEREMILIO GADDA

I mini-tassi impongono diversi cambi di copione. Da semplici comparse, per esempio, le valute conquistano un ruolo da protagonista e in molti portafogli sono chiamate a interpretare due funzioni chiave: stabilizzare il portafoglio, diversificando il rischio; fare da spalla al reddito fisso, penalizzato da rendimenti troppo magri, specialmente nella zona euro.

Attraverso le obbligazioni in valuta estera, si può avere accesso alle aree dove i tassi di riferimento sono più elevati: un'obbligazione in dollari americani, anche se emessa da un organismo sovranazionale come la Banca europea per gli investimenti (rating AAA), incorpora i rendimenti della curva statunitense, più attraente rispetto a quella europea. Lo stesso vale per un bond della Bei in lire turche: a

Le obbligazioni degli organismi internazionali tassate al 12,5% come i Btp

due anni, rende il 9,5%, a fronte, però, di una volatilità molto più alta.

Divise

«I portafogli degli investitori italiani sono sovraccarichi di euro — osserva Vincenzo Saccente, co-head cross asset and public distribution di Société Générale in Italia —. L'esposizione ad altre divise, tramite bond in valuta estera, può offrire opportunità di diversificazione interessanti». A condizione di saper selezionare opportunamente emissioni e divise: da inizio anno, per esempio, lo yen giapponese ha guadagnato il 6,3% rispetto alla moneta unica, il dollaro canadese ha fatto il più 3%.

Il biglietto verde e la sterlina inglese, invece, hanno perso terreno contro l'euro. Quali valute conviene tenere in portafoglio da qui a fine anno? «In questa fase non mi aspetto che l'euro si indebolisca — premette Alessandro Balsotti, senior portfolio

manager di Jet Capital Limited —. Consiglio una diversificazione paziente, da implementare nei momenti di particolare forza della moneta unica». Per esempio, guardando al cambio euro dollaro, è interessante l'area tra 1,15 e 1,20: a questi livelli, spiega Balsotti, ha senso comprare un po' di biglietti verdi: «Nella seconda metà dell'anno, potremmo osservare qualche pressione inflattiva negli States, condizione necessaria per una prosecuzione del percorso di normalizzazione monetaria da parte della Federal Reserve. Mi aspetto un cambio vicino a 1,10 verso fine anno», continua Balsotti.

Anche lo yen, secondo Balsotti, può essere interessante in una logica di pura diversificazione valutaria (qui i tassi sono negativi anche sulle scadenze decennali): «La divisa nipponica è destinata a rafforzarsi, nel medio termine: entro dicembre mi aspetto riveda quota 1,10 (con un potenziale guadagno del 10% dai valori attuali ndr)». In Europa, l'analista suggerisce di stare alla larga dalla sterlina, in vista del referendum su Brexit fissato per il 23 giugno, mentre la corona svedese potrebbe beneficiare di

un quadro macro relativamente positivo. Tra le divise legate alle materie prime, la preferenza del gestore va al dollaro canadese. «Non sono ottimista invece sulle valute dei Paesi emergenti: suggerisco cautela fino a quando non avremo una crescita più robusta, sia nel mondo meno sviluppato che a livello globale — chiarisce Balsotti —. Le valute più interessanti nel bacino emergente sono peso messicano, zloty polacco e rupia indiana».

Non solo bond

Quando ci si muove verso Pa-



Société Générale
Vincenzo Saccente

esi emergenti è meglio generalmente privilegiare emissioni governative o sovranazionali, per evitare di sovrapporre il rischio di credito a quello valutario. Tra le emissioni corporate, da valutare con l'aiuto di un consulente e a condizione che sia garantita un'efficace diversificazione, sono disponibili anche soluzioni più sofisticate: «Per esempio, emissioni a tasso fisso in valuta estera, ma con una protezione parziale del cambio: si sfrutta la curva dei rendimenti di un Paese con tassi molto elevati, per esempio il Brasile o la Turchia e si rinuncia a una parte del rendimento per coprire il rischio valutario», spiega Saccente.

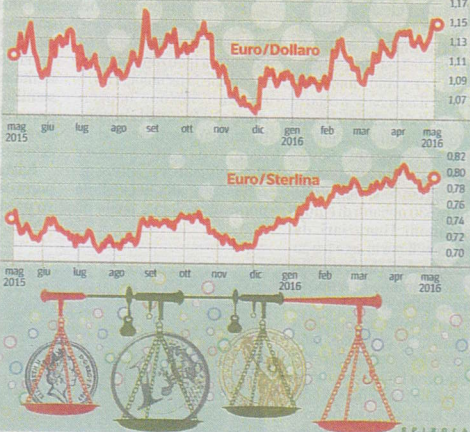
Una possibile alternativa è quella dei certificati d'investimento: strumenti derivati che consentono di prendere posizione su un determinato sottostante — in questo caso una valuta estera — realizzando una strategia più articolata della semplice replica lineare: per esempio, si può ottenere un'esposizione alla divisa sottostante, con una protezione in caso di deprezzamento, se la valuta non scende al di sotto di una soglia predefinita.

Rapporti di forza

Il cambio tra l'euro e le principali valute

	Cambio attuale con euro	Rendimento %*			Target dic. 2016
		2016	1 anno	3 anni	
Dollaro Usa	1	-5,2%	-2,4%	16,0%	1,10
Sterlina inglese	1	-6,9%	-6,5%	8,6%	0,80
Yen giapponese	123	6,3%	8,9%	4,6%	110,00
Corona svedese	9	-1,1%	0,4%	-7,1%	9,00
Dollaro canadese	1	3,0%	-7,2%	-6,4%	1,40
Pesos messicano	20	-7,2%	-12,8%	-13,7%	18,70
Zloty polacco	4	-2,7%	-7,0%	0,9%	4,20
Rupia indiana	76	-3,7%	-0,4%	19,3%	70,00

* Total Return, viene calcolato da Bloomberg includendo il «Carry», ovvero il differenziale di rendimento



L'emissione

Inseguendo la Federal Reserve e la traiettoria dei tassi a stelle e strisce

Rendimenti in crescita, a piccoli passi, inseguendo la traiettoria dei tassi americani. Funziona così l'obbligazione step-up della Banca europea per gli investimenti guidata da Werner Hoyer, denominata in dollari, lanciata il 29 aprile scorso in Italia: si parte con una cedola annuale dell'1,10% lordo, si sale gradualmente all'1,20% nei due anni successivi, per arrivare all'1,5% tra il 2020 e il 2022; poi, nel biennio 2023/2024, il tasso di voto l'1,8%, fino a raggiungere il 2,5% nel 2025 e 2026.

«I rendimenti crescono, di pari passo con il sentiero rialzista della Federal Reserve, la Banca centrale Usa», spiega Vincenzo Saccente, co-head cross asset and public distribution per l'Italia di Société Générale, che, in

qualità di relevant dealer, sta contribuendo al collocamento dell'emissione, disponibile fino al prossimo 25 maggio. L'obbligazione sarà quotata sul segmento Euromot di Borsa Italiana al momento dell'emissione. «La Bei vanta una tripla A, il rating massimo attribuito dalle principali società di rating: le sue emissioni prevedono una fiscalità agevolata, pari al 12,5%, identica a quella applicata ai titoli di Stato e quindi inferiore al 26% che colpisce attualmente le emissioni societarie, e non sono soggette alla direttiva sul bail-in (quella sui fallimenti bancari). Una caratteristica apprezzata, in particolare modo, dagli investitori retail, in questa fase di mercato piuttosto concitata», osserva Saccente.

Il titolo, facilmente accessibile ai risparmiatori grazie a un taglio minimo di 2.000 dollari, è di tipo «callable», cioè richiama-

bile: a propria discrezione, a partire dal 2018 e su base annuale (il 31 maggio), l'emittente può rimborsare le obbligazioni al 100% del valore nominale, in dollari Usa.

Questa facoltà potrà essere esercitata in corrispondenza di qualsiasi livello del cambio euro dollaro, anche in caso di tasso sfavorevole all'investitore, cioè a fronte



Volti
Werner Hoyer presidente della Banca europea per gli investimenti. In collocamento in Italia un bond in dollari

di un deprezzamento del biglietto verde rispetto al cambio iniziale.

«Si tratta di un meccanismo abbastanza diffuso, con il quale gli investitori italiani hanno ormai una buona dimestichezza. Voglio sottolineare che la volatilità delle divise è storicamente inferiore a quella di altre classi di attivo: Inoltre — conclude Saccente — l'acquisto di un'emissione in dollari riflette un'aspettativa di stabilità o apprezzamento del cambio euro dollaro, nel medio termine, del tutto coerente, del resto, con la traiettoria divergente della politica monetaria sulle due sponde dell'Atlantico: la progressiva sebbene graduale risalita dei tassi, secondo gli esperti, dovrebbe favorire una rivalutazione del biglietto verde».