



Da qualche settimana i certificati su valute emergenti stanno colando a picco, disegnando uno scenario di gran lunga peggiore di quello fotografato dai cambi spot. Cosa sta succedendo e come comportarsi?

VALUTE EMERGENTI E LA BEFFA DEI FORWARD

Quando si investe in valute emergenti si è consapevoli del rischio che si corre e più propriamente del rischio cambio che accompagna qualsiasi genere di prodotto, da un'obbligazione in valuta dalle ricche cedole fisse a un fondo comune passando per i certificati di investimento.

Se tuttavia chi sceglie di acquistare un bond in lire turche è ben conscio che a fronte di un rialzo del 10% del tasso di cambio tra euro e lira turca corrisponderà un analogo deprezzamento del controvalore investito nel momento in cui viene effettuata la conversione o il pagamento della cedola, meno lo è chi ha privilegiato l'investimento in valuta attraverso i tanti certificati con diversi lucchetti di protezione del capitale, che oggi si ritrovano con il capitale ridotto a un terzo rispetto a sole poche settimane prima.

Colpa evidentemente della continua e pesante svalutazione della divisa emergente ma anche di un'asimmetria di osservazione del punto di riferimento, che si ritiene debba essere il cambio spot pubblicato giornalmente dalle Banche centrali e che invece, soprattutto quando si parla di strumenti strutturati, risulta essere il forward a termine del prodotto.

IL TRIMESTRE NERO DELLA LIRA TURCA

Alla base del collasso dei prodotti in valuta dell'ultimo trimestre c'è innanzitutto la pesante svalutazione delle divise emergenti nei confronti dell'euro, frutto della forza della moneta unica ma anche del quadro politico ed economico a dir poco incerto di Paesi come Turchia e Sudafrica.

Nell'ultimo trimestre la lira turca ha perso oltre il 12% nei confronti dell'euro e nonostante le rassicurazioni del Presidente Erdogan non sembrano esserci ad oggi le condizioni per un intervento deciso sui tassi di interesse che possa invertire la tendenza in atto che ha spinto i rendimenti a un anno al 13,4% contro il 9,1% di un anno fa. Complice un'inflazione record che sfiora il 12% e la poca empatia suscitata in ambiti diplomatici internazionali da Erdogan, a poco serve che l'economia turca continui a crescere a ritmi sostenuti.

Con il massimo toccato nelle ultime ore a 4,68 lire per euro, il cambio ha segnato un rialzo del 112% dai valori di metà 2012 e del 77% da inizio 2015. Un disastro

finanziario per chi ha investito negli ultimi anni in obbligazioni in valuta e che si è visto accreditare cedole dal 10% e più di nominale che all'atto della conversione hanno generato un ritorno effettivo sempre più basso. Male sta andando anche al rand sudafricano, in ribasso del 7,5% contro l'euro dai primi di settembre.

A differenza della lira turca, scesa ai minimi "all time" contro dollaro ed euro, per il rand non si può parlare di minimi storici essendo stato raggiunto a inizio 2016 un livello di 18,43 contro l'euro (oggi si scambia a 16,56). Come per la Turchia, invece, anche in Sudafrica è la leadership del Paese a preoccupare i mercati internazionali, con il Presidente Zuma a capo dell'African National Congress, il partito che guida il Paese da oltre venti anni, chiamato alla riconferma dell'ANC il prossimo mese.

Lo scetticismo nei confronti del Paese sudafricano è confermato dal possibile downgrade che le principali agenzie di rating potrebbero rilasciare subito dopo l'esito elettorale e anche in questo caso i rendimenti a breve sono cresciuti di oltre il 10%.



GLI EFFETTI SUI PORTAFOGLI ITALIANI

La svalutazione delle valute emergenti, accompagnata da un rialzo dei tassi a breve termine in valuta locale, ha avuto immediati e inevitabili riflessi sui prodotti di investimento in valuta scoperta. Si prenda ad esempio la BEI 8,5% scadenza 25/07/2019 avente codice ISIN XS0995130712, emessa nel 2013 a un nominale di 1000 lire turche.

Al settlement in euro, un investitore italiano ha speso all'epoca circa 369 euro per ogni obbligazione e allo stacco della prima cedola di luglio 2014 ha incassato circa 30 euro lordi, che si sono ridotti a circa 28 nel 2015, a 25 nel 2016 e soli 21 euro a luglio 2017, data di pagamento dell'ultima cedola. Il bond, di suo, ha subito una flessione marcata proprio nell'ultimo trimestre, in conseguenza del rialzo dei rendimenti di breve, scendendo a un prezzo di circa 93.20 ma anche ipotizzando il rimborso delle 1000 lire turche alla scadenza, al tasso corrente il controvalore ottenuto in euro sarebbe di soli 213 euro, per una perdita in conto capitale del 43% finora non compensata dalle cedole incassate.

Peggio, decisamente, sta andando ai tanti investitori in certificates su valute emergenti. Si prenda a titolo di esempio il Cash Collect Plus sulla lira turca, identificato da codice ISIN [XS15236149932](#).

CASH COLLECT PLUS	
ISIN	XS1526149932
ALPHA CODE	S17946
FASE	quotazione
MERCATO	SEDEX
DATA EMISSIONE	25/01/2017
DATA SCADENZA	28/01/2020

Scheda Sottostante		
DESCRIZIONE	STRIKE	PESO
Eur / Try Lira Turca	4,04815	100 %

Barriera Up				
Barriera	Livello	Tipo	Valuation	Data
125 %	5,0601875	DISCRETA	CLOSE	

Alla chiusura del primo settembre scorso, a fronte di un tasso spot Eur/Try pari a 4,0625, il certificato veniva scambiato a 959 euro sul mercato Sedex; ad oggi, sebbene sia stata staccata una cedola di 25 euro a titolo di provento periodico sul finire di ottobre, lo stesso quota 720 euro contro un valore del cambio a 4,65.

Date rilevamento					
DATA RILEVAMENTO	PREMIO PER IL RIMBORSO	TRIGGER AUTOCALLABLE	TRIGGER CEDOLA	TRIGGER CEDOLA	NOTE
24/04/2017			2,5 %	125 %	Cedola a memoria 25 euro; No Rimborso anticipato
24/07/2017			2,5 %	125 %	Cedola a memoria 25 euro; No Rimborso anticipato
24/10/2017			2,5 %	125 %	Cedola a memoria 25 euro; No Rimborso anticipato
24/01/2018	2,5 %	100 %	2,5 %	125 %	Cedola a memoria 25 euro; Coupon 0; Rimborso anticipato 1000 euro + cedola
24/10/2019	2,5 %	100 %	3 %	125 %	Cedola a memoria 25 euro; Coupon 0; Rimborso anticipato 1000 euro + cedola
24/01/2020	2,5 %	125 %			Rimborso 1000 euro + cedola se < 125%

A conti fatti, mentre la lira turca si è deprezzata del 14,46%, il certificato è affondato del 23% al netto della cedola, amplificando notevolmente la performance negativa della valuta sottostante. Se già così il confronto appare impietoso, cosa può pensare l'investitore consapevole del fatto che il certificato è caratterizzato da un meccanismo di doppia protezione che consentirà di calcolare le perdite a scadenza solo dalla barriera in su anziché, come avviene nei prodotti classici con barriera, dallo strike.

Più nel dettaglio, il certificato in questione alla scadenza di gennaio 2020 proteggerà i 1000 euro nominali e pagherà tutte le cedole previste fino a quel momento, incluse quelle eventualmente finite in memoria, alla sola condizione che il tasso di cambio sia al di sotto di 5,0602.

Oltre tale soglia, ipotizzando un livello finale a 5,465, corrispondente al 135% dello strike iniziale fissato a 4,0482, il rimborso sarà calcolato diminuendo i 1000 euro della sola performance eccedente dalla barriera posta al 125%, ossia sarà pari a 900 euro. Per ottenere un rimborso a scadenza di 720 euro, pari all'attuale prezzo quotato sul Sedex, sarà necessario un tasso di cambio a 6,1937.

Vediamo ora un altro esempio, relativo a uno dei certificati su valute emessi nel corso di quest'anno. Il certificato [XS1562477585](#) è stato emesso a marzo 2017 a un prezzo di 827,50 euro e lavora su un basket composto da lira turca, rublo russo, real brasiliano e rand sudafricano, tutte viste contro l'euro.

La particolarità del certificato è che ciascun tasso di cambio concorre solo per un quarto alla performance complessiva del basket, facendo così in modo che anche un eventuale deprezzamento del 50% da parte di una valuta incida solo per il 12,50% sul paniere.

La barriera prevista in emissione sul valore medio del basket è al 150% del livello iniziale e se questa verrà rispettata in corrispondenza delle date di osservazione semestrali, verrà dato luogo al pagamento di una cedola pari a 35 euro, ossia il 3,5% del nominale di 1000 euro, mentre alla scadenza la tenuta della stessa consentirà il rimborso dei 1000 euro.



La determinazione degli strike, per questa occasione, è stata effettuata il primo settembre 2014, per una precedente serie di Express Coupon su valute della stessa emittente, e il paniere segna ad oggi un livello medio del 138,35%, all'interno pertanto del 150% delimitato dalla barriera.

Se si confermasse tale scenario anche alla scadenza di settembre 2019, il certificato riconoscerebbe il rimborso dei 1000 euro più 185 euro di cedole, per un totale di 1185 euro.

Allora per quale motivo ad oggi quota solamente 496 euro? Non solo questo prezzo offre un rendimento potenziale, in caso di stabilità dei cambi, pari a ben il 139% nei prossimi due anni, ma per ricevere un rimborso simile alla scadenza, senza tener conto delle cedole, sarà necessario che il paniere si svaluti di ulteriori 13 punti percentuali di media, finendo fuori barriera, ovvero che ad esempio a parità di cambio per rublo e real, sia la lira turca che il rand si deprezzino di altri 26 punti percentuali.

Infine, un terzo esempio completa il quadro delle diverse strutture quotate sul mercato dei certificati.

EXPRESS COUPON PLUS	
ISIN	XS1562477585
ALPHA CODE	S17955
FASE	quotazione
MERCATO	SEDEX
DATA EMISSIONE	15/03/2017
DATA SCADENZA	09/09/2019

Scheda Sottostante (Basket monetario equipesato)		
DESCRIZIONE	STRIKE	PESO
Eur / Bri Brazilian Real	2,93706	
Eur / Rub Russian Ruble	49,0524	
Eur / Try Lira Turca	2,8367	
Rand Sudafricano	14,0027	

Barriera Up				
Barriera	Livello	Tipo	Valuation	Data
150 %	0	DISCRETA	CLOSE	

PHOENIX MEMORY	
ISIN	CH0381807814
ALPHA CODE	C80781
FASE	quotazione
MERCATO	CERT-X
DATA EMISSIONE	05/10/2017
DATA SCADENZA	10/10/2022

Scheda Sottostante (Basket monetario Worst of)		
DESCRIZIONE	STRIKE	PESO
Eur / Mxn	21,4632	
Eur / Rub Russian Ruble	67,9919	
Eur / Try Lira Turca	4,2003	
Rand Sudafricano	15,9784	

Barriera Up				
Barriera	Livello	Tipo	Valuation	Data
150 %	0	DISCRETA	CLOSE	

pur volendo considerare attendibili le motivazioni legate alla volatilità dei cambi.

LA BEFFA DEI FORWARD

Per dare una spiegazione plausibile ai recenti movimenti esasperati dei tanti certificati su valute emergenti occorre far riferimento a un valore del cambio sottostante differente da quello spot a cui siamo abituati a guardare.

Più in particolare, è bene sapere che ad esempio gli operatori commerciali che acquistano o vendono un determinato bene a una certa data futura, si coprono dal rischio di cambio sottostante utilizzando i cosiddetti “contratti a termine” o “forward”, ossia stabiliscono a priori il prezzo di scambio della merce ma per evitare che il cambio possa erodere l’eventuale transazione, ricorrono a un contratto tra le parti che fissa il cambio a una scadenza successiva che sia vantaggioso ed equo per entrambi.

Il prezzo di un contratto a termine deve tuttavia tenere conto, oltre che dell’attuale valore spot del cambio, anche del differenziale tra i tassi di interesse delle due valute sulla scadenza temporale prevista.

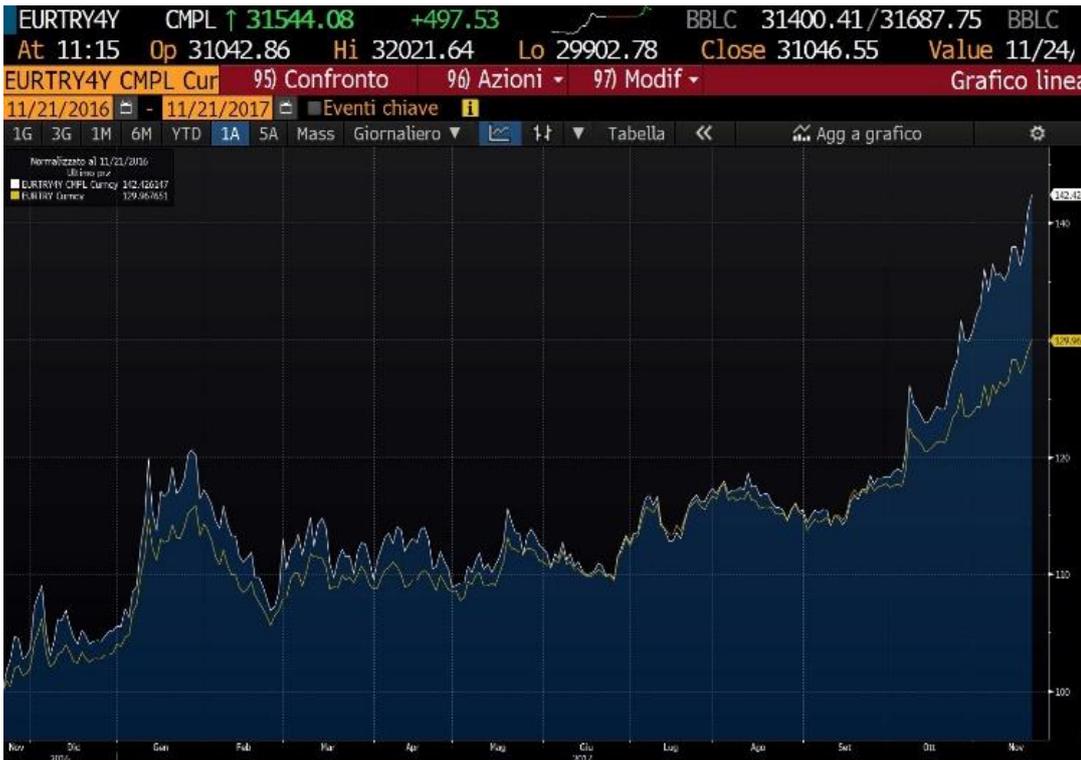
Dalla singola valuta con meccanismo Airbag dei Cash Collect Plus, ai Phoenix con basket equipesato si arriva ai classici Phoenix con basket worst of, i più temuti per il rischio che una sola delle valute se ne vada per conto suo ma anche il più redditizio sulla carta.

In particolare, il Phoenix Memory [CH0381807814](https://www.cedlab.com/it/strumenti/Phoenix-Memory-CH0381807814) è stato emesso il 5 ottobre scorso e ha catturato sin da subito l’attenzione degli investitori per le corpose cedole trimestrali del 4,55% (pari al 18% p.a.) che vengono pagate nel caso in cui la valuta peggiore tra rand sudafricano, peso messicano, rublo russo e lira turca, non si sia svalutata di più del 50% dall’emissione.

A distanza di neanche due mesi dal lancio, la valuta peggiore è la lira turca, con un deprezzamento del 9,76% ma il certificato, emesso a 1000 euro, segna un ultimo prezzo di 680 euro.

Altro interrogativo a cui difficilmente si riesce a dare risposta,





Risulta ora più chiara la dinamica che ha portato i certificati a deprezzarsi in maniera così rapida e significativa. Non è sufficiente fare appello alla volatilità e al pessimo momento della lira turca o del rand sudafricano per spiegare il 30% e più di perdita in meno di due mesi ma occorre fare riferimento a un diverso valore del sottostante che, come detto, ha peggiorato ulteriormente le variazioni.

Quadra a questo punto quanto detto prima a proposito del Cash

In altri termini, un contratto forward a due anni presenterà un premio sullo spot pari al delta tra i tassi di interesse dei Paesi interessati dalla transazione.

Vediamo dunque qual è la situazione attuale dei forward sulla lira turca. Come si può osservare dal grafico comparativo, lo spot segna un rialzo del 10,70% dalla chiusura del 2 ottobre ma il contratto forward a 2 anni ha peggiorato la situazione salendo del 16,18% e quello a 4 anni addirittura del 20,76%. In termini di differenziale rispetto allo spot, il contratto a 6 mesi viene scambiato oggi a 4,98, quello a 1 anno a 5,36 e a 2 anni oltre i 6,12.

E' interessante notare come sulla scadenza a 4 anni, lo spread sullo spot sia salito a oltre 31544 bp, tale per cui secondo queste aspettative il tasso di cambio tra euro e lira turca possa essere scambiato a novembre 2021 a un prezzo di 7,82!

Dall'osservazione del grafico comparativo tra spot e forward a 4 anni nell'arco temporale degli ultimi 12 mesi si nota come l'impennata del forward si sia registrata proprio nell'ultimo bimestre, ossia da quando i rendimenti di breve sulla curva dei tassi turchi si sono infiammati.

Collect Plus sulla lira turca: "Per ottenere un rimborso a scadenza di 720 euro, pari all'attuale prezzo quotato sul Sedex, sarà necessario un tasso di cambio a 6,1937". Ed è esattamente a 6,19 che viene letto oggi il forward per quella scadenza.

L'ATTENDIBILITA' DEI FORWARD

Questo vuol dire quindi che dobbiamo rassegnarci a un rapporto di cambio superiore ai 6 tra lira turca e euro nei prossimi due anni?

Se nulla cambierà dal punto di vista monetario, è probabile che ci si arrivi ma per quanto intenzionato a isolarsi e a sfruttare i flussi esteri per rilanciare la propria economia, anche il coriaceo Erdogan dovrà intervenire sui tassi prima che la svalutazione a oltranza della lira porti l'inflazione ben oltre i già alti livelli a cui staziona oggi.

Un intervento serio della Banca centrale di Ankara potrebbe invertire l'attuale tendenza e causare un restringimento dello spread tra spot e forward, che come compreso sta facendo più danni di quanto il solo deprezzamento della lira stia causando.

Un precedente illustre e non troppo lontano nel tempo può aiutarci a capire le dinamiche delle valute emergenti e dei relativi contratti a termine.

Tra gennaio e settembre 2015 il real brasiliano si svalutò nei confronti dell'euro di quasi il 60%, passando da un livello di cambio di 2,90 a oltre 3,82. Nello stesso periodo, il contratto forward a 2 anni seguiva il rialzo del rapporto di cambio accentuando il proprio cammino in conseguenza di una maggiore tensione sui tassi di breve, che in quello stesso periodo passarono dall'11 al 14,25%.

Successivamente l'economia brasiliana riprese a camminare e ad oggi lo spread tra spot e forward a 2 anni si è più che dimezzato, come mostrato dal grafico comparativo con l'evidenza dello spread nella parte inferiore.



Fonte grafici: Bloomberg

RIPRODUZIONE RISERVATA

Le indicazioni operative giornaliere sono elaborate dall'Ufficio Studi del CedLAB e sono rivolte a un pubblico indistinto. Si specifica che qualsiasi azione messa in atto dall'utente, successiva al ricevimento delle indicazioni, è a totale responsabilità di quest'ultimo e che qualsiasi operatività dovrà essere perfezionata solamente dopo aver valutato correttamente i rischi e benefici attraverso la documentazione legale predisposta dalle banche emittenti dei singoli prodotti. Inoltre le indicazioni non costituiscono un servizio di consulenza finanziaria né sollecitazione al pubblico risparmio. In alcun modo CedLAB potrà ritenersi responsabile di eventuali perdite conseguenti all'investimento.