

TREN D

Fatti, fenomeni, studi, ricerche che fanno tendenza

PAROLA D'ORDINE ANCORA PRUDENZA

Banque Syz: sebbene l'inflazione sembri aver già toccato il punto più alto, i dati sull'economia, in particolare quella europea, suggeriscono un atteggiamento di cautela nelle scelte finanziarie per i prossimi mesi

Le ultime settimane sono state caratterizzate dal ritorno a una certa normalità. La flessione dei prezzi delle materie prime si inquadra in maniera più logica nel contesto di rallentamento dell'economia mondiale, a maggior ragione ora che l'inversione del ciclo colpisce anche l'Europa e il Giappone. Sono questi alcuni dei recenti eventi esaminati dagli esperti finanziari di **Banque Syz** di cui riportiamo di seguito l'ultimo rapporto e il portafoglio d'investimento consigliato per i prossimi mesi.

Il dollaro beneficia delle notizie congiunturali negative provenienti dal resto del mondo e finalmente registra un significativo rimbalzo. D'al-

tro canto, la flessione dell'oro nero e il concretizzarsi dei timori per la congiuntura hanno giocato a favore dei portafogli obbligazionari, in particolare in Europa.

I mercati azionari, nonostante la distensione dei tassi, sono ancora in preda ad un forte nervosismo che riflette le preoccupazioni per il ciclo economico e gli sviluppi sul mercato del credito.

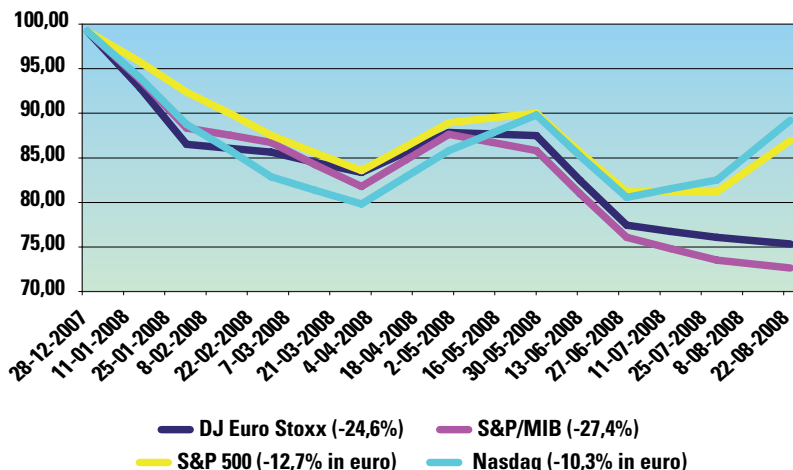
ECONOMIA Stati Uniti

Le attività sono ancora in stallo. In luglio, la progressione della produzione industriale è stata modesta (+0.2%), mentre l'indicatore ISM dei servizi è rimasto leggermente sotto la soglia tra contrazione ed espansione dell'attività economica. Anche le vendite al dettaglio manifestano una certa debolezza. Lo 0.4% di aumento registrato in luglio (componenti volatili escluse) rivela un netto rallentamento, proprio nel momento in cui gli ultimi assegni del pacchetto fiscale sono spediti ai consumatori.

La forte progressione dell'inflazione (+5.6% in variazione annuale in luglio) corrisponde probabilmente al picco del ciclo, considerato il forte ribasso registrato dai prezzi dell'energia nel mese scorso. E' quindi probabile che, già da agosto, l'inflazione tenderà a scendere. Se questo è vero, la Fed aveva visto giusto nel decidere di lasciare il tasso primario fermo al 2%. Infine, gli ultimi dati sul commercio estero confermano la sorprendente rapidità con la quale si riassorbe il

continua a pagina 10

Usa meno peggio dell'Europa



Nel grafico l'andamento, convertito in euro e con base=100 da inizio 2008, di quattro dei principali indici azionari internazionali.

segue da pagina 9

deficit commerciale. Il balzo delle esportazioni ha ampiamente compensato le importazioni record di petrolio. In termini reali, il deficit commerciale è sceso ai livelli più bassi da dicembre 2001. Questo evidenzia in quale misura l'economia americana, per il momento, è sostenuta dal dinamismo dei suoi partner commerciali. Si assiste ad un importante cambio di paradigma: mentre in passato la contrazione dell'economia americana provocava una recessione mondiale, oggi sono gli altri paesi del mondo a tenere a galla l'economia statunitense.

Il riassorbimento del deficit commerciale prosegue a ritmo sostenuto, so-

prattutto considerando gli scambi al di fuori dell'energia (barre gialle).

Detto questo, il recupero dell'economia statunitense sarà un processo laborioso e non si produrrà prima dell'anno prossimo. Anche se il deterioramento dell'immobiliare sarà meno intenso, i consumi - una volta spesi gli aiuti fiscali - subiranno un ulteriore indebolimento. In quanto al commercio estero, l'appoggio che ne deriva diminuirà in seguito al rallentamento globale e al rafforzamento del dollaro.

Europa

Il timore di un forte rallentamento della zona euro si è dimostrato fondato. Stando ai dati preliminari Eurostat,

nel secondo trimestre il PIL ha subito una contrazione (-0.2%). L'indebolimento della crescita, oltre che al rallentamento oltre Atlantico (e oltre Manica) è dovuto anche all'aumento dei prezzi delle materie prime (in particolare dell'energia) e all'euro forte. Inoltre, l'attività è ostacolata dall'inasprimento delle condizioni di accesso al credito e dalla politica monetaria restrittiva della BCE. Infine, l'economia europea sta pagando il prezzo della buona performance dell'inizio dell'anno, come nel caso della Germania, dove la ricostituzione delle scorte e il boom delle costruzioni - favorito dalle condizioni meteo clementi - avevano artificialmente stimolato il PIL.

La recente interpretazione delle norme da parte dell'Agenzia delle Entrate

Consulenza finanziaria & IVA

La applicabilità o meno del regime di esenzione IVA, che in linea generale caratterizza le operazioni bancarie e finanziarie, ha evidenti implicazioni sul pricing dei servizi di investimento in considerazione del fatto che, nella maggior parte dei casi, gli utilizzatori di tali servizi non possono detrarre l'IVA o perché si tratta di privati o perché si tratta di operatori finanziari caratterizzati da un regime di indebitabilità dell'imposta proprio per il fatto di effettuare, a loro volta, prevalentemente operazioni esenti da IVA.

Proprio per questo motivo una interpretazione non omogenea delle disposizioni in materia di esenzione può portare a discriminazioni in termini concorrenziali nella offerta dei servizi di investimento.

La questione è stata affrontata anche in sede comunitaria con la presentazione alla fine del 2007 di una proposta di modifica della direttiva IVA relativamente ai servizi assicurativi e finanziari e del rela-

tivo Regolamento.

In attesa della attuazione delle modifiche proposte a livello comunitario, che potrebbero ampliare in modo significativo il perimetro dei servizi finanziari esenti da IVA, appare quindi di notevole interesse la recente pronuncia della Amministrazione finanziaria italiana relativa al regime IVA applicabile ai servizi di consulenza finanziaria.

Con la Risol. Min. N. 343/E del 4 agosto 2008 la Agenzia delle Entrate, in risposta ad un quesito formulato dopo la MIFID da una Associazione di categoria, ha infatti precisato che, a determinate condizioni, la consulenza in materia di investimenti è esente da IVA in quanto riconducibile tra le prestazioni di mediazione, intermediazione e mandato relative a strumenti finanziari.

Va ricordato a questo riguardo che, con le modifiche introdotte nel Decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58 - "Testo unico delle disposizioni in materia di intermediazione finan-

ziaria" (TUF) in adeguamento alla MIFID, è stato ridisegnato il quadro regolamentare della attività di consulenza finanziaria.

In particolare è stata ora definita e disciplinata a livello di servizio di investimento "riservato", cioè esercitabile solo da soggetti autorizzati e sottoposti a vigilanza, la c.d. "consulenza in materia di investimenti" (cfr. Art.1, comma 5 lett. f) del TUF).

Tale attività consiste nella prestazione di raccomandazioni personalizzate ad un cliente, dietro sua richiesta o per iniziativa del prestatore del servizio, riguardo a una o più operazioni relative ad un determinato strumento finanziario.

La raccomandazione è "personalizzata" quando è presentata come adatta per il cliente o è basata sulla considerazione delle caratteristiche del cliente; non è invece personalizzata se viene diffusa al pubblico mediante canali di distribuzione (cfr. Art.1, comma 5

septies del TUF).

Accanto alla "consulenza in materia di investimenti" come sopra definita, il TUF prevede peraltro anche altre forme di consulenza finanziaria per così dire "generica", che possono essere esercitate liberamente senza particolari autorizzazioni e sono comprese nei "servizi accessori" ai servizi di investimento (cfr. Art.1, comma 6 del TUF).

Rientrano in quest'ambito, ad esempio, la ricerca in materia di investimenti, l'analisi finanziaria o altre forme di raccomandazione generale riguardanti operazioni relative a strumenti finanziari.

In sostanza con il recepimento della direttiva MIFID la consulenza finanziaria è stata differenziata in funzione della sua "personalizzazione", facendo assurgere al rango di "servizio di investimento", meritevole di particolari tutele e cautele per quanto riguarda i soggetti abilitati ad esercitarlo e le modalità di erogazione, solo la consulenza "personalizzata"

L'economia europea è entrata in una fase di crescita più fiacca: in ritmo annuale, il PIL è cresciuto solo dell'1.5%, dopo il 2.1% del primo trimestre e il 2.7% del 2007. Non prevediamo alcuna ripresa nella seconda metà dell'anno: se l'indebolimento dell'euro e il ribasso del prezzo del petrolio porteranno sollievo in un primo momento, le attività subiranno poi le conseguenze del rallentamento dell'economia mondiale e del disfunzionamento dei mercati del credito. In quanto alle politiche economiche di sostegno alla crescita, è chiaro sin d'ora che i paesi della zona euro non avranno i mezzi per attuare un piano fiscale consistente quanto quello degli Stati Uniti. Infi-

ne, in termini di politica monetaria, i dati sul PIL uniti al ribasso dei prezzi dell'energia hanno definitivamente escluso l'ipotesi di un rialzo dei tassi. D'altronde, nell'ultima riunione la BCE aveva già adottato toni più prudenti, con la decisione – peraltro logica – di lasciare i tassi fermi al 4.25%. Tenuto conto della rigidità delle autorità monetarie europee, non è pensabile che a breve termine sia deciso un allentamento monetario. Tuttavia, noi riteniamo che la BCE ammorbidirà progressivamente la sua posizione con un primo taglio dei tassi che potrebbe avvenire nel corso dell'inverno. Le notizie provenienti dal Regno

continua a pagina 12



■ **Franco Fondi,**
commercialista,
esperto AIPB

e cioè la "consulenza in materia di investimenti" come sopra descritta.

Va subito precisato che la consulenza finanziaria a cui la Risoluzione della Agenzia delle Entrate fa riferimento è appunto la "consulenza in materia di investimenti" di cui all'Art.1, comma 5 lett. f) del TUF, la cui "personalizzazione" ne rende più facilmente ipotizzabile un diretto collegamento e connessione con la negoziazione di strumenti finanziari.

E' infatti proprio in presenza di tale collegamento e connessione che l'Agenzia delle Entrate individua il presupposto per la esenzione IVA.

A ben vedere però non pare indispensabile che alla raccomandazione di investimento, in cui si concretizza la attività di consulenza, faccia sempre seguito una effettiva operazione di negoziazione di strumenti finanziari, ben potendosi ipotizzare che il soggetto che riceve la raccomandazione decida poi di non effettuare l'operazione proposta.

Considerando che il presupposto della esenzione di una operazione si deve fondare esclusivamente sulle sue caratteristiche oggettive, non sarebbe infatti possibile applicare un regime IVA differenziato alla stessa prestazione a seconda che essa abbia, o meno, dato luogo in concreto ad una negoziazione di strumenti finanziari la cui effettuazione dipende da valutazioni soggettive del destinatario della raccomandazione. Parimenti non pare sia indispensabile ai fini della esenzione IVA che l'intermediario che presta il servizio di consulenza in materia di investimenti sia poi lo stesso che in concreto

esegue la negoziazione.

Una diversa interpretazione avvantaggerebbe infatti gli intermediari polifunzionali e sarebbe quindi in contrasto con il principio, sancito anche a livello di giurisprudenza comunitaria, secondo cui la struttura organizzativa prescelta dall'intermediario deve essere fiscalmente neutrale e non può comportare penalizzazioni sotto il profilo fiscale.

L'interpretazione della Agenzia delle Entrate è di particolare rilevanza per il settore del private banking. Le recenti vicende dei mercati finanziari hanno infatti evidenziato una tendenza alla trasformazione dei rapporti di "risparmio gestito" in rapporti di "risparmio amministrato". In questo contesto l'offerta di un servizio di advisory, da affiancare al servizio di raccolta ordini, a costi contenuti (ad esempio con l'applicazione di flat fees) potrebbe costituire una buona opportunità per migliorare la qualità dei servizi.

Franco Fondi

“ **Le recenti vicende dei mercati finanziari hanno evidenziato una tendenza alla trasformazione dei rapporti di risparmio gestito in rapporti di risparmio amministrato** ”

Insider

Il bit è nulla senza Energia II

Avevo già parlato in modalità "catalanica" di come l'Italia, prima ancora di investire nelle infrastrutture necessarie all'accesso delle reti, abbia bisogno di formulare una politica energetica. Infatti è oramai chiaro che se non si trovano alternative, la furiosa corsa del prezzo del greggio ci ammazzerà tutti. Ora, quello che vorrei sottolineare è che l'Italia, che non possiede riserve di idrocarburi e carbone e - che io sappia - neanche giacimenti di uranio o altro materiale utile alla produzione di elettricità mediante il nucleare civile, vive su una vera e propria ricchezza naturale. Abbiamo a disposizione sole, vento, acqua e fuoco a volontà che, se gestiti efficientemente, potrebbero risolvere nel medio periodo la



■ di Luca La Ferla*

dipendenza dal petrolio, dal carbone e dal gas. Certo, non è un progetto banale ma è possibile, o perlomeno è da valutare. Perché non lo facciamo? Non saprei e me lo chiedo ogni volta che guardo la cartina del Paese. Sono appena stato in Sicilia nei pressi di Segesta (sito archeologico di notevole interesse, in particolare il tempio e l'anfiteatro) e mi

sono emozionato davanti alle pale eoliche visibili all'orizzonte. Perché la Sicilia, che ha un irraggiamento notevole e di qualità, non è piena di campi fotovoltaici in quelle zone dove la campagna non riesce a domare la terra?

Lo stesso vale per la Sardegna e la Basilicata; in Puglia poi ci affianchiamo anche il vento. Insomma, forse la soluzione ci sarebbe o perlomeno un'idea alternativa da coltivare potrebbe essere vagliata. Invece...niente. Anzi siamo "controcorrente", visto che la proposta del governo eletto ha rispolverato l'energia nucleare e, appena dopo, ci sono stati tre incidenti in Europa legati a questa tecnologia con almeno la messa in sicurezza di uno degli impianti coinvolti. Nel frattempo, alcuni ricer-

catori hanno trovato una vernice "naturale" da applicare ai pannelli che ne raddoppia l'efficienza e consente nuove applicazioni degli stessi. Perfino quei "sciupa risorse" degli americani si sono resi conto che il petrolio è il cappio della loro economia e società, ma invece di riproporre il nucleare (che peraltro hanno da diversi decenni), propongono enormi campi eolici e riconversioni di auto per ottenere risparmi per il 30% di petrolio bruciato ogni giorno (in verità, la proposta è un po' ottimistica e di difficile implementazione, ma tutti i sogni lo sono).

Questo è un paese per vecchi? Chissà, forse. Le rinnovabili sono il futuro e il nucleare è il passato, quindi... You do the math!

* Fondatore Digitaltrust

segue da pagina 11

Unito sono sempre più negative. Il clima dei consumi è decisamente peggiorato, la flessione dei prezzi nell'immobiliare sta accelerando, il tasso di disoccupazione sale (dal 5.2% al 5.4%) e l'inflazione è balzata al 4.4%. Inoltre, nonostante la flessione del prezzo al barile, i prezzi dell'energia dovrebbero continuare a salire per effetto dei recenti adeguamenti dei prezzi dell'elettricità e del gas. Di conseguenza, l'inflazione potrebbe prossimamente infrangere la barriera del 5% e impedire alla Banca d'Inghilterra di diminuire i tassi (tuttora al 5%). L'ultimo rapporto trimestrale sull'inflazione riflette le preoccupazioni delle autorità monetarie, che parlano di un "difficile e inevitabile ridimensionamento dell'economia". La Banca d'Inghilterra ha infatti rialzato le stime d'inflazione e fortemente ridot-

to le previsioni di crescita, frenata dall'indebolimento dei consumi e degli investimenti. In conclusione, sul prossimo anno pesa l'ombra della stagflazione: crescita zero e tasso d'inflazione nettamente superiore al target del 2%.

Giappone

Anche il PIL del Giappone ha subito una contrazione nel secondo trimestre. Il calo delle attività (-0.6%) si spiega con la flessione della domanda interna ed esterna. I consumi privati sono infatti diminuiti dello 0.5%, gli investimenti produttivi dello 0.2% e gli investimenti residenziali del 3.4%. Dal canto loro, le esportazioni (-2.3%) risentono dell'indebolimento della domanda degli Stati Uniti e dell'Europa. Il quadro generale depone chiaramente a favore del mantenimento del tasso primario da parte della Banca del Giappone allo 0.5%.

Economie emergenti

L'economia cinese appare ancora risparmiata dal rallentamento mondiale. A dispetto della leggera decelerazione della crescita, le vendite al dettaglio (+23.3% fra luglio 2007 e luglio 2008) e la produzione industriale (+16.1% nello stesso periodo) restano solide. Il tasso d'inflazione è in discesa e dopo il picco dell'8.7% raggiunto nel febbraio scorso, in luglio l'indice dei prezzi al consumo si è attestato al 6.3%. Questo probabilmente permetterà alle autorità cinesi di sospendere le varie misure di contrazione monetaria introdotte negli ultimi mesi. Al contrario, l'accento sarà posto sul sostegno alla crescita al fine di evitare l'atterraggio troppo brusco dell'economia. A questo proposito, le carte da giocare non mancano: adottare misure fiscali, ridurre le aliquote delle riserve obbligatorie delle banche (pas-

continua a pagina 15

Qui New York

Valutare le crisi di mercato e non agire impulsivamente

Che viviamo in un'epoca a dir poco difficile è sotto i nostri occhi... tra le minacce del global warming, attacchi terroristici e crisi finanziarie sono ormai troppi gli elementi che impediscono sonni tranquilli agli investitori. La prima raccomandazione che mi sento di dare è questa: se veramente state perdendo il sonno a causa di un investimento, allora è il caso che questo investimento venga cambiato. Ci sono tantissime forme d'investimento con dei ritorni ragionevolmente buoni e che vi possono permettere di condurre una vita senza troppi timori. La seconda riguarda i "rumors della settimana": quando sentite uno di questi rumors, pensateci bene e non agite troppo impulsivamente.

Le manie speculative durano sempre poco

I mercati finanziari sono soggetti a molti squilibri; in un certo senso, la natura dell'investitore è quella di portare avanti quelle azioni che rendono denaro fino a quando smettono di rendere; e occasionalmente si vedono frenesie speculative (guardando indietro fino ad oggi, le più recenti hanno riguardato petrolio, obbligazioni ad alto rendimento o bonds subprime, il settore immobiliare, alcune IPO al Nasdaq e così via). La natura di queste manie speculative nasce da qualche buona idea (come aprire un negozio online come Amazon, costruire case migliori di quelle fino a quel momento sul mercato, "impacchettare" mutui e metterli in vendita...) seguita da alcune persone che imitandola aprono improvvisamente negozi online di cibo per cani con un rapporto di prezzo/vendita di 25. Questo tipo di aberrazioni tende ad auto-correggersi nel giro di pochi anni, perché i titoli alla base di queste idee devono necessariamente produrre qualche risultato; se convincere un investitore che un'idea è brillante non è difficile,

alcuni anni dopo sarà invece molto più complesso produrre quei risultati e quella solidità che mantengono il valore del titolo in crescita.

C'è un altro tipo di squilibrio che spesso coinvolge coloro che non partecipano al mercato mobiliare, e che può essere fonte di preoccupazione. Potrei raccontare diverse di queste storie che circolano sui mercati, ma mi concentrerò su una di queste in particolare: la detenzione da parte della Cina di dollari americani. La storia racconta più o meno così: ogni anno la Cina esporta beni per diverse centinaia di milioni di dollari negli Usa, più di quanto non vi importino, ed ora detiene più di mille miliardi di dollari di riserve in valuta estera. Ogni anno viene pubblicato almeno un articolo sui giornali dicendo che i cinesi sono preoccupati per la condizione del sistema finanziario americano, e che se mettessero sul mercato tutte quelle riserve in dollari, la moneta Usa subirebbe un tracollo, mentre ne beneficerebbero i buoni del tesoro.

Ma i cinesi non vogliono perdere i loro soldi

C'è senz'altro qualcosa di vero in questa storia: gli Stati Uniti hanno permesso ai cinesi di acquisire grandi quantità di valuta americana e senza dubbio il sistema finanziario americano ha qualche problema. Ma il punto è provare a immaginare la questione dal punto di vista cinese; se voi possedeste mille miliardi di valori mobiliari in dollari probabilmente vorreste mettere in giro qualche storia di come gli Stati Uniti se la passano, prima di ven-

dere. Solo un pazzo parlerebbe male dei suoi titoli prima di venderli. Non ci è chiaro di come una strategia venga adottata in un'economia pianificata come quella cinese, ma è difficile cre-

dere che stiano cercando di trovare la strada per perdere i loro soldi. Ma, a rigor di logica, la Cina ha fatto qualcosa che le è costato enormi sforzi (ed enorme talento, per acquisire assets per mille miliardi di dollari), ed è del tutto irragionevole che getti la logica (e l'enorme ricchezza) dalla finestra. Gli speculatori che si sono attesi comportamenti razionali da parte del governo cinese riguardo il loro portafoglio hanno senz'altro avuto

buoni ritorni negli anni.



■ di Coleman S. Kendall*

Rumors inverosimili?

Muovetevi con cautela

La mia reazione ai rumors del tutto inverosimili è quella di consigliare i miei clienti di muoversi in altra direzione, con cautela, perché questi rumors possono causare distorsioni sul prezzo per periodi anche lunghi prima che rientrino. La ragione per cui insisto sulla "cautela" con la quale muoversi risiede nella possibilità che i mercati si muovano in strane direzioni per lunghi periodi, e non ha senso che un trader si stia comportando correttamente ma finisca in default prima che il mercato rientri. I mercati possono vivere periodi di irrazionalità, e i traders più premurosi cercheranno di avvantaggiarsene, ma senza sottoporre il proprio portafoglio ai quei movimenti di mercato che li priveranno del sonno.

cole@capireilmercato.com

segue da pagina 12

sate dal 7,5% al 17,5% fra giugno 2006 e giugno 2008) oppure decidere una pausa nell'apprezzamento dello yuan. Detto questo, sarebbe un errore credere che le pressioni inflazionistiche nei paesi emergenti siano scomparse. In Cina, i prezzi alla produzione aumentano costantemente, mentre gli indici dei prezzi al consumo in India (12%) e in Brasile (+6.4%) continuano ad avanzare.

MERCATI Azionari

Il rimbalzo di Borsa fatica ad avviarsi perché gli operatori finanziari sono preoccupati per la congiuntura mondiale nonostante la forte ripresa del biglietto verde (a quota 1.47 contro l'euro) e il protrarsi del movimento al ribasso del prezzo delle materie prime. Gli ultimi dati macroeconomici creano sconcerto poiché mettono in luce debolezze congiunturali in Europa e pericoli inflazionistici negli Stati Uniti. Ancora una volta, i titoli finanziari si sono messi in evidenza. Estremamente volatili, si sono mossi in sintonia con le notizie finanziarie. Crollati dopo l'annuncio dei nuovi ammortamenti (JP Morgan) e la pubblicazione di commenti settoriali poco rassicuranti, sono riemersi qualche giorno dopo, grazie a notizie più favorevoli su Freddie Mac e Fannie Mae; un'altalena che evidenzia l'estrema fragilità del settore.

Nell'ottica settoriale, la rotazione iniziata già da qualche settimana si conferma. In particolare, i valori legati alle materie di base e all'energia sono ancora una volta nel mirino, in seguito ai ribassi dei prezzi dei metalli e del greggio. Viceversa, il rafforzamento del biglietto verde ha permesso a un certo numero di valori correlati al «dollaro» di brillare, a vantaggio delle società che operano nei settori del lusso, nei media o nell'aeronautica. All'interno dei titoli finanziari, la volatilità è rimasta piuttosto alta in quanto gli investitori temono tuttora una nuova ondata di ammortamenti.

Consapevoli della possibilità che il soffio di moderato ottimismo sia di breve durata, la nostra politica d'investimento è particolarmente prudente. E' vero che riteniamo che il peggio

Il portafoglio consigliato (rischio medio)

Alla luce dei fattori descritti Banque Syz ha deciso di mantenere invariata la sua allocazione degli attivi.

Lo schema di ripartizione degli investimenti per il profilo di rischio medio in euro, al 18 agosto 2008, era il seguente.

Obbligazioni	40%
Obbligazioni a breve termine	26%
Obbligazioni a lungo termine	14%
Azioni	24%
Europa	11%
Stati Uniti	8%
Giappone	3%
Paesi emergenti	2%
Invest. alternativi	26%
Prodotti strutturati	4%
Liquidità	6%
TOTALE	100%

della crisi finanziaria probabilmente sia alle spalle, ma dobbiamo ammettere che - sul piano economico - ci aspettano ancora giorni difficili. All'interno dei nostri portafogli restiamo vigili e conserviamo l'orientamento difensivo (farmaceutici, servizi alla collettività, tlc). Riteniamo inoltre che il rimbalzo osservato per i valori ciclici non sarà duraturo, in quanto i loro fondamentali appaiono particolarmente fragili nel contesto attuale di rallentamento economico. Ora che la stagione dei risultati è quasi terminata, l'andamento dei mercati azionari nelle prossime settimane sarà probabilmente dettato dai dati economici diffusi sulle due sponde dell'Atlantico.

Obbligazionari

Il rendimento dei portafogli obbligazionari conserva nell'insieme lo slancio osservato negli ultimi due mesi. Ai timori di un grave rallentamento dell'economia mondiale, da qualche settimana si è aggiunto il calo del prezzo del petrolio, come fattore di sostegno

dei titoli a reddito fisso. Sul piano geografico, il cambio di tono della BCE e i dati negativi sul PIL hanno fortemente giovato alle obbligazioni denominate in euro, che - come è logico - hanno sovra-performato quelle in dollari. I titoli in sterline beneficiano della raffica di cattive notizie sulla congiuntura inglese. Il forte allentamento dei tassi corti europei ha ugualmente contribuito ad accentuare la ripidità delle curve dei tassi. In questo contesto, il nostro consiglio è di continuare a privilegiare le obbligazioni in euro e di sovra-ponderare gli strumenti a breve e medio termine (< 7 anni). Sarebbe inoltre preferibile ridurre l'esposizione alle obbligazioni indicizzate all'inflazione, tenuto conto del calo dei prezzi delle materie prime e del rallentamento economico che, di per sé, ha un effetto disinflazionistico. Infine continuiamo a privilegiare le obbligazioni di buona qualità. Peraltro, i periodi di raffreddamento congiunturale non sono mai stati propizi ai bond ad alto rendimento.

Valutari

L'inizio di agosto è stato caratterizzato dallo spettacolare rimbalzo del dollaro, passato sotto la soglia di 1.47 contro l'euro. Nell'ultimo mese, il biglietto verde ha guadagnato circa l'8% contro la moneta unica. Sono numerosi i fattori alla base di questo sviluppo:

Di natura ciclica, con il rallentamento più marcato del previsto dell'economia europea, il cambio di tono della BCE e il riassorbimento della bilancia commerciale statunitense;

Di natura politica, con la volontà delle autorità americane - ora chiaramente ostentata - di porre fine alla deriva del dollaro;

Ed infine, di valutazione, con l'euro estremamente sopravvalutato rispetto al dollaro a parità di potere d'acquisto (circa il 40% prima dell'ultimo movimento).

Inoltre, il rallentamento della congiuntura mondiale e la flessione dei prezzi delle materie prime ci inducono a tenerci a distanza dalle monete cicliche, come il dollaro australiano, il dollaro canadese e il kiwi neozelandese. ■

Mondo ETF

SCAMBI RECORD ALL'ETFPLUS DI BORSA ITALIANA

Nel mese di luglio 2008 il mercato ETFplus ha segnato un nuovo record per quanto riguarda il controvalore medio giornaliero che ha raggiunto quota 236,3 mln di euro (229,4 mln per gli Etf e 6,9 per gli Etc superando il precedente record del mese di marzo 2008 (199,4 mln). Il 23 luglio 2008 il mercato ETFplus ha inoltre stabilito il nuovo record di scambi in una sola seduta con un controvalore di 582,1 milioni di Euro.

A PIAZZA AFFARI GLI ETF SUI CREDIT DEFAULT SWAP

Importante novità all'ETFplus di Borsa Italiana dove sul segmento Oicr aperti indicizzati - classe 1, sono sbarcati 6 nuovi ETF emessi dalla SICAV lussemburghese db x-trackers II (Deutsche Bank group) il cui obiettivo di gestione è replicare la performance degli indici iTraxx promossi dalla International Index Company (IIC) e calcolati da Deutsche Boerse. Tre Etf fanno riferimento ad indici iTraxx short e 3 a indici iTraxx long.

Gli indici iTraxx short rappresentano il rendimento di un acquirente della protezione dal rischio di credito connesso all'investimento in titoli di debito/obbligazionari emessi da un insieme di enti societari (soggetti di riferimento). L'indice quindi acquista protezione e remunera il rimanente cash al tasso Eonia. Riflettendo la posizione di un acquirente di protezione dal rischio di credito, l'indice è decurtato di cedole trimestrali a favore del venditore della protezione del

credito. Il valore dell'indice short subisce un impatto positivo nel caso di condizioni negative inerenti al merito di credito dei soggetti di riferimento.

Di contro gli indici iTraxx long rappresentano il rendimento di un venditore della protezione dal rischio di credito connesso all'investimento in titoli di debito/obbligazionari emessi da un insieme di enti societari (soggetti di riferimento). L'indice quindi vende protezione e remunera il rimanente cash al tasso Eonia. Riflettendo la posizione di un venditore di protezione dal rischio di credito, l'indice è aumentato di cedole trimestrali pagate dall'acquirente della protezione del credito. Il valore dell'indice long subisce un impatto positivo nel caso di condizioni positive inerenti al merito di credito dei soggetti di riferimento.

Per quanto riguarda i sottostanti di riferimento dei singoli indici bisogna fare dei distinguo. L'Itraxx Europe 5-year Tr e l'Itraxx Europe 5-year Short Tr sono composti da un insieme variabile di 125 enti societari equiponderati (10 del settore auto, 30 del settore consumi, 20 del settore energia, 20 del settore telecomunicazioni, 20 del settore industriale, 25 del settore finanziario). Gli enti societari hanno un rating investment grade accordato da Fitch, Moody's e S&P. Viene data priorità agli enti sui quali sono stati scambiati i volumi più elevati di credit default swap nei sei mesi precedenti alla selezione. L'Itraxx HiVol 5-year Tr e la sua versione short hanno come soggetti di riferimento un insieme variabile di 30 enti societari equiponderati aventi

un rischio di credito più elevato (più ampio Cds spread) fatto registrare il mese antecedente alla selezione semestrale tra i 100 soggetti compresi nell'indice "iTraxx Europe non-financials". La situazione cambia con l'Itraxx Crossover 5-year Tr (anche short). I soggetti di riferimento corrispondono ad un insieme variabile di 50 enti societari equiponderati. Gli enti societari hanno un rating inferiore a BBB / B a a 3 / B B B - (Fitch/Moody's/S&P) e comportano quindi un rischio superiore a enti aventi un rating investment grade. Viene data priorità agli enti sui quali sono stati scambiati i volumi più elevati di credit default swap nei sei mesi precedenti alla selezione.

PIU' RICCA L'OFFERTA USA CON L'ETF GOLFO ARABICO

Non si arresta l'espansione degli Etf sui mercati americani, con le diverse Borse statunitensi che fanno a gara per raccogliere le nuove emissioni. Tra le ultime novità sulla piattaforma NYSE Arca del New York Stock Exchange si colloca il Van Eck's Market Vectors-Gulf States. Si tratta di un fondo indice, proposto da Van Eck Global che consente di puntare sui mercati azionari dei Paesi situati nell'area del golfo. L'Etf ha come sottostante l'indice, sviluppato da Dow Jones Indexes, denominato Dow Jones GCC Titans 40 presentato di recente e creato per catturare le performance delle 40 maggiori società operanti nei mercati azionari di cinque dei sei stati membri del Consiglio di Cooperazione del Golfo (Gcc). In particolare Bahain,

Kuwait, Oman, Qatar ed Emirati Arabi Uniti. Resta fuori l'Arabia Saudita. Il paese attualmente più rappresentato nell'Etf è il Kuwait, i cui titoli pesano per il 52,3% del totale. Invece a livello settoriale spicca il bancario (38,5%), i Servizi Finanziari (21,6%) e il settore del Real Estate (10,5%). I titoli per poter essere papabili nell'indice devono essere caratterizzati da un volume di scambi giornalieri medio pari almeno a 1 milione di dollari. Va detto che in ogni caso le prime tre società per capitalizzazione di mercato quotate in ciascuno dei cinque mercati vengono incluse automaticamente nell'indice, mentre i rimanenti 25 componenti vengono selezionati attraverso un'analisi top-down tra quelli del portafoglio di titoli potenzialmente eleggibili. Ci sono poi altre regole di filtro: i pesi di ciascuna componente non possono superare l'8% del totale, inoltre possono essere inclusi un massimo di 15 titoli in rappresentanza di ciascuno dei cinque mercati. L'Etf ha una commissione di gestione annua (Ter) dello 0,98%, inoltre è prevista la distribuzione annua di dividendi.

IL COLOSSO PIMCO ENTRA NEL BUSINESS DEI FONDI QUOTATI

Secondo un documento della Us Securities and Exchange Commission (Sec), Pimco, leader mondiale dell'asset manager in obbligazioni, sta pianificando di lanciare il suo primo Etf, ovviamente legato a indici obbligazionari. Si tratterebbe di un fondo che vuole replicare il Lehman Brothers Aggregate Index, benchmark generale del mercato dei bond.

Mondo Alternativo

■ **ROTHSCHILD SGR LANCIA FONDO DI FONDI HEDGE A BASSA VOLATILITÀ**

Edmond de Rothschild Sgr lancia il suo primo fondo di fondi hedge in Italia. Il suo nome è Multi Absolute Return Strategy (Mars). Nello specifico si tratta di un fondo di fondi hedge "low volatility" che diversamente da prodotti esistenti sul mercato italiano non ha al suo interno la strategia long/short.

Mars ha una volatilità variabile fra il 3 e il 5% e si serve di strategie di arbitraggio sulle obbligazioni convertibili, sul tasso fisso e sul credito.

■ **UN MANAGER DI HEDGE FUND NEL NUOVO CDA DI UBS**

Ubs ha annunciato ad agosto alcuni cambiamenti fondamentali nel management e nella strategia. Il gruppo elvetico ha deciso di dividere le sue attività in tre distinte entità e di separare i suoi asset di investment banking da quelli money-management.

La separazione di tali attività sarà completata entro la fine del 2009 e segnerà un cambiamento significativo nella strategia finora adottata dalla banca svizzera e tutta puntata all'integrazione delle diverse attività. La società ha poi annunciato di aver nominato quattro nuovi consiglieri di amministrazione: Rainer-Marc Frey, manager di hedge fund, Bruno Gehrig, chairman di Swiss Life, Sally Bott di Bp e William Parrett, ex manager di Deloitte Touche Tohmatsu. Il chairman della banca,

Peter Kurer, ha aggiunto che Ubs non intende procedere alla vendita della divisione investment banking.

■ **ASSOGESTIONI: PATRIMONIO DEGLI HEDGE A 34,3 MILIARDI**

Assogestioni ha comunicato che a luglio i riscatti hanno superato le sottoscrizioni in tutte le categorie di prodotti e il patrimonio in Italia è oggi pari a circa 500 miliardi di euro (-13,5 mld).

Rispetto ai mesi precedenti hanno rallentato ancora i deflussi per i fondi Hedge; la categoria subisce nel periodo riscatti pari a 179 milioni di euro (-449 milioni lo scorso mese) ed ha un patrimonio che si colloca oggi a quota 34,3 miliardi di euro.

Per i prodotti Bilanciati il mese di luglio si chiude con deflussi pari a 551 milioni. Sotto la flessione dei riscatti le masse gestite si collocano a quota 23,1 miliardi di euro.

La rilevazione mensile mette in evidenza per i fondi di diritto Italiano deflussi che sfiorano gli 8,6 miliardi di euro. Al 31 luglio gli asset investiti nei prodotti domestici promossi da gruppi italiani ed esteri equivalgono a 260 miliardi, pari al 52% dell'intero sistema fondi.

Per i fondi di diritto Estero la raccolta provvisoria è negativa per poco meno di 5 miliardi, mentre gli asset stimati sono pari a circa 240 miliardi di euro, il 48% dell'intero sistema fondi.

A luglio i Gruppi Italiani subiscono deflussi per -

12,6 miliardi; quelli Esteri perdono provvisoriamente 873 milioni di euro.

■ **MORNINGSTAR PRONTA A DARE IL RATING AI FONDI DI FONDI HEDGE**

Morningstar, società di rating e database di fondi con sede a Chicago sta per alzare il livello delle proprie analisi sull'industria degli hedge fund, preparandosi a classificare e dare un rating a 3.500 fondi di hedge fund presenti nel proprio database.

La società attualmente classifica per stile di investimento e assegna un giudizio tramite le sue famose stelle circa 5.000 fondi alternativi.

L'obiettivo è applicare lo stesso approccio ai fondi di fondi hedge entro il 2008

■ **AZIMUT, RACCOLTA POSITIVA A LUGLIO GRAZIE AGLI HEDGE**

Il gruppo Azimut ha registrato a luglio una raccolta netta di risparmio gestito positiva per 26,9 milioni, nonostante deflussi dai fondi per circa 507 milioni. A sostenere il risultato, la raccolta netta di 513,4 milioni delle gestioni patrimoniali e la nota positiva data dai 50,6 milioni raccolti dagli hedge fund. Il risparmio amministrato ha invece registrato deflussi per 13,2 milioni portando l'attivo della raccolta totale a 13,6 milioni.

■ **PAULSON STUDIA UN NUOVO HEDGE PER FINANZIARE BANCHE IN CRISI**
L'ormai miliardario John Paulson, arricchito di 3,7

miliardi di dollari scommettendo nel 2007 sulla crisi dei mutui subprime, prevede di lanciare in dicembre un hedge fund per fornire capitali alle banche colpite dalle svalutazioni legate ai mutui subprime.

Il fondo dovrebbe aprire i battenti il prossimo dicembre. Lo scorso anno il Credit Opportunities Fund di Paulson ha guadagnato miliardi scommettendo sulla crescita dei default nei prestiti ipotecari.

La crisi è costata alle banche 467 miliardi di dollari di svalutazioni e ingenti perdite che hanno portato al collasso di Bear Stearns.

Vinta la scommessa, Paulson ha guadagnato anche il titolo di manager di hedge fund più pagato nel 2007.

■ **EX GIORNALISTA FINANZIARIA DEL WALL STREET J. VA A LAVORARE IN UN HEDGE**

Una ex reporter de The Wall Street Journal è andata a lavorare a un hedge fund. Karen Richardson, in precedenza alla sezione Money & Investing del giornale, è stata assunta al Plainfield Asset Management come analista ricercatore.

L'hedge fund è stato aperto da Max Holmes nel 2005, ha uno staff di 150 persone e ha 4,8 miliardi sotto gestione.

La Richardson è solo l'ultima di una lista di giornalisti che hanno lasciato recentemente la professione accogliendo gli ammiccamenti dell'industria degli hedge fund.

TORNA SOLDI SU ODEON TV



Cosimo Pastore

Riprende il 14 settembre **Soldi**, la trasmissione dedicata al risparmio e agli investimenti in onda sul canale nazionale OdeonTV la domenica in prima serata. Dopo il grande successo di ascolti dello scorso anno, con contatti che hanno toccato i due milioni in diverse puntate, anche la nuova edizione (la settima) andrà in onda ogni domenica dalle 21.30 alle ore 23.00 sul circuito OdeonTV e su OdeonSat (canale 827 di Sky). **Soldi** verrà replicata su OdeonSat il lunedì successivo alle ore 06.35 e alle ore 11.00, e dal martedì potrà essere vista online sul sito www.solditv.it. In studio si alterneranno alcuni tra i più autorevoli esponenti non solo del mondo dell'economia e

della finanza italiana ma anche della politica, che verranno affiancati in ogni puntata da giornalisti delle maggiori testate nazionali. I telespettatori avranno la possibilità di intervenire telefonando al **328.799.81.05**, per rivolgere agli ospiti le proprie domande. **Soldi** si avvarrà inoltre, anche per l'edizione 2008 /2009, del supporto del sito internet solditv.it, attraverso il quale i telespettatori potranno conoscere in anticipo gli ospiti e gli argomenti, oltre ad avere la possibilità di porre i propri quesiti tramite mail. Anche per questa stagione la trasmissione, un mix fra il talk-show e il rotocalco, verrà condotta da **Cosimo Pastore**. I testi del programma saranno scritti da **Franческа Colombo**. ■

ANCHE IN UNICREDIT LA CESSIONE DEL V

Anche Unicredit Banca, come già le altre aziende del gruppo, ha varcato la nuova frontiera del credito alle famiglie: la cessione del quinto. Questa particolare forma di finanziamento, che prevede la cessione di un quinto dello stipendio, e quindi molto sicura, è stata a lungo riservata solo ai dipendenti pubblici, ma di recente è stata estesa anche ai lavoratori privati e pensionati. La formula della cessione del quinto è diventata un'occasione di business per finanziarie, reti di mediatori creditizi e appunto per le banche che ormai vendono questo prodotto di finanziamento allo sportello. Unicredit l'ha ribattezzato SuperQuinto. Permette di accedere a finanziamenti a tassi di interesse tra i più vantaggiosi del mercato; infatti, la differenza rispetto ad altri tipi di prestito, oltre ai tassi concorrenziali, sta nel fatto che sarà proprio il datore di lavoro a pagare le rate che verranno poi trattenute direttamente in busta paga. L'importo massimo erogabile è di 40 mila euro e la

rata mensile non può superare 1/5 dello stipendio netto. La durata del prestito va da un minimo di due anni fino a un massimo di 10 anni. Il finanziamento viene concesso per qualsiasi finalità e non è richiesta alcuna garanzia patrimoniale o immobiliare. Così oltre un milione e mezzo di dipendenti pubblici, stipendiati dal Ministero dell'Economia e delle Finanze, ma anche insegnanti, lavoratori dell'Agenzia delle Entrate e privati appun-

to potranno richiedere dal mese scorso il prodotto "SuperQuinto" presso le 4555 agenzie del Gruppo (Unicredit Banca, Unicredit Banca di Roma, Bipop Carire e Banco di Sicilia).

«Si conferma ancora una volta», ha affermato **Gabriele Piccini**, responsabile Divisione Retail Italia di Unicredit, «la forte attenzione di Unicredit alle esigenze della società, con prodotti che offrono un sostegno ai consumi». ■

ESEMPIO SUPERQUINTO (TAN pari al 5% e TAEG pari al 9%)

Importo erogato	Numero rate	Rata
Euro 10.000,00	120	Euro 125
Euro 15.000,00	120	Euro 187
Euro 20.000,00	120	Euro 249
Euro 30.000,00	120	Euro 374

Fonte: Unicredit Group.



Gabriele Piccini