

GUADAGNARE ANCORA CON LE OBBLIGAZIONI DEI PAESI EMERGENTI

Focus

■ L'investimento nelle obbligazioni dei cosiddetti Paesi emergenti ha consentito ai portafogli obbligazionari di difendersi anche durante le tempeste finanziarie che hanno penalizzato il reddito fisso.

■ Negli ultimi dieci anni i bond dei Paesi emergenti hanno reso più di tutte le altre categorie di investimento, al punto che da in vestimento di nicchia sono diventati una presenza significativa nelle scelte degli investitori professionali e privati.

■ Anche in questa fase, superata la crisi dei mutui americani, hanno ripreso ad offrire buoni rendimenti. La tendenza continuerà? Quali sono le prospettive?

■ I gestori specializzati in questo mercato interpellati da Investire (i loro consigli li trovate nelle pagine che seguono) si dichiarano moderatamente ottimisti, pur ricordando che si tratta di un investimento a rischiosità medio-alta.

Hanno reso più di tutti negli ultimi dieci anni, hanno sofferto (ma non troppo) la recente crisi dei mutui americani, sono tornate a offrire ottimi rendimenti. In più, secondo gli esperti, possono rappresentare una efficace diversificazione valutaria. Ecco i consigli per investire con l'indicazione dei Paesi più attraenti

■ di Fabio Sansone

L'investimento nelle emissioni obbligazionarie dei Paesi in via di sviluppo ha rappresentato negli ultimi anni una delle fonti di maggior guadagno per gli investitori internazionali ed anche italiani. Al punto che, da investimento di nicchia come veniva considerata questa asset class fino a pochi anni fa, l'esposizione in emerging markets bond sta diventando strutturale nei portafogli degli investitori professionali e di quelli privati più evoluti. Anche perché, grazie ai loro generosi rendimenti e alle ampia gamma di valute, hanno permesso ai portafogli obbligazionari di difendersi anche durante le tempeste dei mercati finanziari. Le prospettive per i prossimi mesi restano improntate a un cauto ottimismo, come hanno dichiarato a Investire sei tra i più qualificati money manager specializzati, fermo restando che si tratta di un investimento di medio termine ed a medio alta rischiosità.

■ QUAL È LA VOSTRA VALUTAZIONE GENERALE SULLE PROSPETTIVE DELLE OBBLIGAZIONI DEI PAESI EMERGENTI PER I PROSSIMI 12 MESI?

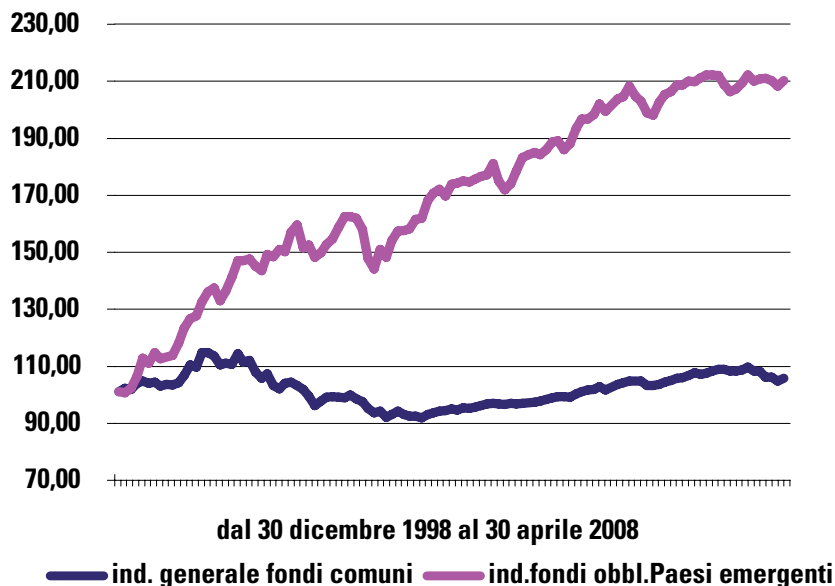
Jérôme Jean Haegeli

DIRECTOR FIXED INCOME RESEARCH BANK JULIUS BAER & CO., ZURIGO

Siamo molto positivi sui mercati emergenti. Attualmente sono il principale traino della crescita globale e, nel loro complesso, sono migliorati considerevolmente in termini macroeconomici.

Detto questo, la nostra visione degli sviluppi del mercato obbligazionario nei Paesi emergenti è più cauta per due ragioni. In primo luogo, nella maggior parte dei paesi emergenti la pressione inflazionistica è molto alta e fonte importante di preoccupazione. Ciò influisce negativamente sulle obbligazioni locali dei mercati emergenti e in genere indica l'opportunità di prendere posizioni in obbligazioni a breve scadenza o in obbligazioni di mercati emergenti non denominate in valuta locale. In secondo luogo, non crediamo che il ciclo economico globale, soprattutto negli Stati Uniti, abbia toccato il fondo, lasciando diversi mercati emergenti vulnerabili alle oscillazioni nei prezzi delle attività.

Più che raddoppiati in dieci anni



Confronto a 10 anni tra la media dei fondi obbligazionari Paesi emergenti e la media generale dei fondi comuni italiani.

Peter Marber

RESPONSABILE REDDITO FISSO E VALUTE MERCATI EMERGENTI DI HALBIS CAPITAL MANAGEMENT, GRUPPO HSBC

Dopo il recente upgrade del credito del Brasile, il rating per le valute e per il credito dei paesi emergenti è adesso prevalentemente a un livello investment grade. Crediamo che le obbligazioni governative dei paesi emergenti siano attualmente valutate in maniera molto interessante; il loro rendimento è di 2,75 punti percentuali superiore a quello dei Treasuries statunitensi, ed è cresciuto di oltre l'1% rispetto al livello che aveva prima della crisi sub-prime. Inoltre, è possibile guadagnare una percentuale ulteriore, compresa tra lo 0,5% e il 5%, investendo in obbligazioni corporate o quasi governative, che nell'ultimo anno hanno aumentato il loro spread. Molti bond societari rendono attualmente il 10% o anche di più e costituiscono una buona opportunità di accedere a questa asset class per gli investitori con un orizzonte temporale superiore a un anno. Nei prossimi mesi ci aspettiamo un graduale restringimento degli spread. Le valute locali possono avere un futuro incerto. Le di-

vise agganciate all'euro, come quelle dell'Europa Centrale, ad esempio, hanno fatto bene nei confronti del dollaro sia lo scorso anno sia all'inizio di quest'anno, ma potrebbero registrare un'inversione di tendenza. Per questo guardiamo con più attenzione a obbligazioni di America Latina, Asia, Medio Oriente e Africa.

Simon Lue-Fong

SENIOR INVESTMENT MANAGER AND HEAD OF THE GLOBAL EMERGING DEBT TEAM DI PICTET

Crediamo che i fondamentali dei mercati emergenti continueranno ad essere solidi quest'anno. Le agenzie di rating hanno riconosciuto il miglioramento dei fondamentali dei paesi emergenti e siamo convinti che il trend proseguirà. Si prenda l'esempio del Brasile, che il 30 aprile ha ottenuto il rating investment grade da S&P. Il premio per il rischio generale sui capitali dei Paesi emergenti continuerà a ridursi. Osservando la performance registrata dai titoli dei mercati emergenti durante il volatile primo trimestre di quest'anno, si può notare che gli investitori attualmente non percepiscono un alto livello di rischio.



Marten Pieter Van Harten
ING INVESTMENT
PRODUCT SPECIALIST
FIXED INCOME



Jerome Jean Haegeli
JULIUS BEAR
DIRECTOR FIXED INCOME
RESEARCH

Da sapere

■ **Investment Grade**

Giudizio di merito, emesso da agenzie internazionali specializzate (quali ad esempio Moody's e Standard & Poor's), sulla una capacità, superiore alla media di mercato, di una società di onorare nei tempi e nei modi promessi i debiti contratti. Rientrano nella fascia Investment grade superiore i rating compresi tra AAA e A- della scala di S&P e quelli tra AAA e A3 di Moody's.

■ **Spread**

Differenziale. Viene considerato in molti casi in finanza tra i quali spread denaro lettera (differenza tra prezzo di acquisto e di vendita di un titolo), e spread di rendimento (differenziale di rendimento offerto tra un titolo obbligazionario, per esempio un corporate bond, e un altro di riferimento, di solito il titolo governativo della stessa valuta e scadenza).

In generale, privilegiamo le obbligazioni in valuta locale rispetto ai bond emergenti in dollari Usa o in euro.

■ **Stefan Grünwald**

FUND MANAGER, GLOBAL FIXED INCOME TEAM DI RAIFFEISEN CAPITAL MANAGEMENT

Le valutazioni sono diventate più interessanti con l'allargamento degli spread in rapporto ai bond governativi di Stati Uniti ed Europa. Il boom delle commodity ha favorito la maggior parte dei mercati emergenti esportatori di materie prime. Va però ricordato che l'indebolimento economico di Usa, Europa e Giappone potrà eventualmente influenzare anche i mercati emergenti. L'innalzamento dei prezzi dei generi alimentari e la spirale prezzi/salari potrebbero minare la crescita e portare a un deterioramento del saldo delle partite correnti. Considerati gli attuali differenziali di rendimento le previsioni sulla futura inflazione e sulla crescita del PIL, un investitore Europeo potrebbe ragionevolmente aspettarsi un rendimento del 5-9% per i prossimi 12 mesi (supponendo che venga coperto il rischio di cambio euro/dollaro). Nel caso in cui la recessione Usa dovesse aggravarsi i rendimenti potrebbero essere inferiori.

■ **Richard House**

FUND MANAGER THREAD-NEEDLE EMERGING LOCAL MARKET FUND

Riteniamo che nei prossimi 12 mesi si verificherà una differenziazione all'interno di questa asset class. Al posto dei rally generalizzati osservati in passato si avrà un mercato meno correlato, in cui alcuni paesi, secondo le nostre stime, si rafforzeranno mentre altri si indeboliranno. Questo fenomeno riflette lo sviluppo di questo mercato e in un tale contesto le strategie relative value saranno particolarmente importanti, soprattutto se dovesse permanere la recente volatilità. In un'ottica futura prevediamo che le obbligazioni in valuta locale registreranno un extra rendimento rispetto agli asset in valuta forte in virtù della costante rivalutazione delle monete e della stabilizzazione o flessione dei tassi.

■ **Marten-Pieter van Harten**

PRODUCT SPECIALIST FIXED INCOME DI ING INVESTMENT MANAGEMENT

Il nostro outlook è moderatamente positivo sul credito dei mercati emergenti.

Nell'insieme i driver fondamentali della capacità di credito dei mercati emergenti rimangono solidi. La crescita economica continua grazie alla domanda interna e regionale per alcuni paesi, grazie alla crescita dei prezzi delle commodity per altri. In relazione alla recente crisi finanziaria gli interventi già effettuati dalla Fed suggeriscono che anche in futuro gli Usa saranno pronti a contrastare i rischi sistemici. Nel breve termine, tuttavia, non ci sono segnali che facciano prevedere una ripresa o un aggravarsi della crisi economica, ma crediamo che gli interventi delle autorità americane mostreranno i loro effetti nel medio termine. Per questo prevediamo che gli spread degli emerging market bond tenderanno a ridursi nel medio termine. In questo scenario gli attuali spread dei mercati emergenti sono abbastanza interessanti.

■ **QUALI SONO I PUNTI DI FORZA E QUELLI DI DEBOLEZZA DELL'ASSET CLASS DEGLI EMERGING MARKETS BOND?**■ **Jérôme Jean Haegeli (Julius Baer)**

L'argomento forte a favore delle obbligazioni dei mercati emergenti è la ripresa dei rendimenti. In media il rendimento supplementare dei titoli di stato dei mercati emergenti denominati in Dollari Usa è attualmente del 2,7% circa superiore a quello dei titoli di stato Usa, con un rendimento annuo complessivo del 6% circa. Se paragonato al rendimento attuale dei titoli di stato Usa, che è molto basso, e al mercato monetario in generale, il rendimento atteso risulta molto interessante. Inoltre, gli investimenti in obbligazioni di mercati emergenti solidi da un punto di vista macroeconomico, nel contesto dell'attuale turbolenza dei mercati finanziari, si sono dimostrati superiori a quelli di altre categorie di investimento e hanno ge-

nerato rendimenti positivi superiori al tasso del mercato monetario. Nell'investimento in obbligazioni dei mercati emergenti è però fondamentale essere selettivi. Vanno evitati i Paesi emergenti che non presentano conti pubblici e un saldo con l'estero solidi.

Peter Marber (HSBC)

Si tratta di una asset class che ha tradizionalmente conseguito risultati migliori di quelli che si sarebbero potuti avere investendo in obbligazioni denominate in dollari, yen o euro, soprattutto perché il credito dei paesi emergenti è migliorato grazie alle riforme intraprese e all'aumento delle riserve valutarie. Questa è stata la forza dei paesi emergenti, che sono attualmente dei creditori e non più debitori, e stanno ancora performando bene a dispetto del rallentamento dell'economia. Tuttavia, a causa della crescente inflazione, originata dal prezzo delle materie prime e da quello dei prodotti alimentari, replicare le performance degli ultimi anni rappresenterà una sfida nell'immediato futuro per i governi di questi paesi.

Simon Lue-Fong (Pictet)

Uno dei maggiori punti di forza è lo sviluppo dei mercati obbligazionari locali. Ciò ha costituito per molti Paesi una via efficace per ottenere denaro a prestito e migliorare il profilo delle loro passività. In parte, questo è dovuto ai benefici derivanti dalle riforme sui fondi pensione, che hanno portato alla possibilità concreta di sviluppare i mercati dei capitali locali. Inoltre, sono state attuate diverse riforme alle politiche che favoriscono gli investitori stranieri. Una delle debolezze dei Paesi emergenti è che sono ancora in fase di apprendimento, e nonostante abbiano fatto grandi progressi è ancora necessario valutare attentamente quali paesi, sotto pressione, potrebbero commettere incauti errori nelle loro politiche. L'inflazione in crescita, in questo momento, è un banco di prova. Il modo in cui le banche centrali di questi paesi reagiranno alla situazione metterà alla prova le loro capacità, e i risultati potranno avere impatti positivi o negativi sulla loro credibilità. Un'altra questione delicata è quella delle commodities. Molti paesi

emergenti hanno tratto beneficio dal boom delle commodities, ma si tratta di un'arma a doppio taglio, dato che qualsiasi contrazione significativa potrebbe avere effetti negativi su quei paesi che non si sono adoperati abbastanza per rafforzare la loro posizione fiscale e diversificare le economie.

Stefan Grünwald (Raiffeisen)

I bond dei mercati emergenti possono essere un valido strumento di diversificazione in un portafoglio globale e migliorarne il profilo di rischio/rendimento complessivo. Gli alti tassi di crescita del PIL così come l'inflazione tendono a portare ad apprezzamenti delle valute. Per questo, con la brusca riduzione dei tassi di interesse Usa, gli investitori stanno cercando di trarre profitto da altre asset class, tra le quali i bond dei mercati emergenti.

La maggior parte dei Paesi in via di sviluppo ha migliorato sensibilmente i loro profili di credito negli ultimi anni. Tuttavia, i rischi a livello politico rimangono tra i principali svantaggi dei mercati emergenti. La scarsità di cibo ed energia e l'aumento dei prezzi dei generi alimentari potrebbero generare forti agitazioni a livello sociale. Inoltre, a dispetto dei miglioramenti registrati, molti mercati emergenti rimangono abbastanza vulnerabili a causa dell'indebitamento estero e di sistemi bancari interni spesso deboli. Le crisi tendono a diffondersi velocemente attraverso l'intera asset class.

Richard House (Threadneedle)

Molti dei principali punti di debolezza associabili a questa particolare categoria di investimento stanno parzialmente scomparendo a fronte dello sviluppo del mercato obbligazionario dei paesi emergenti. particolare, si stanno ridimensionando i timori relativi alla illiquidità e alla trasparenza degli emittenti che operano su quei mercati. Gli emittenti dei Paesi emergenti stanno emettendo in misura sempre maggiore obbligazioni nella loro valuta, favorendo così la liquidità nel mercato, anche se gli emittenti alla ricerca di finanziamenti stranieri si vedono costretti a rispettare standard



Richard House
THREADNEEDLE
EMERGING LOCAL
MARKET FUND
FUND MANAGER



Peter Marber
HALBIS
CAPITAL MANAGEMENT
GRUPPO HSBC
RESPONSABILE REDDITO FISSO
E VALUTE MERCATI EMERGENTI



**Simon
Lue Fong**
PICTET

SENIOR INVESTMENT
MANAGER AND HEAD OF THE
GLOBAL EMERGING DEBT TEAM



**Stefan
Grünwald
Lue Fong**
RAIFFEISEN
CAPITAL MANAGEMENT

FUND MANAGER,
GLOBAL FIXED INCOME TEAM

contabili internazionali più rigorosi. Per quanto riguarda invece i punti di forza, è difficile non sottolineare il vigoroso ciclo delle commodity e il miglioramento della qualità creditizia nelle economie emergenti; le riserve di liquidità hanno raggiunto livelli record, i deficit delle partite correnti si stanno tramutando in eccedenze e il debito estero in percentuale sul PIL è in via di calo

**Marten-Pieter
van Harten, (ING Im)**

Nell'insieme i Paesi emergenti presentano fondamentali solidi. La crescita economica continua di buon passo: per alcuni Paesi grazie alla domanda interna e agli scambi con i Paesi vicini, per altri grazie ai prezzi delle commodity. Inoltre le banche centrali dei Paesi emergenti sono intervenute sui tassi di interesse riuscendo a contenere l'inflazione, nonostante l'impennata nei prezzi delle materie prime. D'altro canto ci sono altre asset class legate al credito che offrono valori più interessanti rispetto agli Emerging Markets. Gli spread degli Emerging Market bond si sono ampliati in modo significativo dallo scoppio della crisi subprime dello scorso agosto, ma hanno sovraperformato gli asset rischiosi più legati agli Stati Uniti, come i bond high yield. Con gli Usa come epicentro del rallentamento economico, ci aspettiamo che questo trend continui: i bond Emerging Market continueranno a far meglio degli high yield nei periodi di ribasso, ma faranno peggio nelle fasi di rialzo.

■ QUALI SONO I PAESI PIÙ INTERESSANTI E, QUINDI, DA PRIVILEGIARE?

**Jérôme Jean Haegeli
(Julius Baer)**

I mercati emergenti che preferiamo per investimenti obbligazionari sono Brasile, Russia e Messico. Questi Paesi hanno solidi fondamentali macroeconomici e pertanto sono maggiormente in grado di affrontare le impennate di avversione al rischio rispetto alla maggior parte dei mercati emergenti.

Peter Marber (HSBC)

In generale, siamo ancora ottimisti nei confronti della Russia, che ha una solida posizione fiscale, e crediamo che anche Messico e Brasile potrebbero fare meglio. I Paesi in cui il cibo rappresenta un'alta percentuale del tasso d'inflazione, come India, Ucraina, Filippine e Kazakhstan, potrebbero trovarsi la valuta sotto pressione anche a fronte delle misure che i vari governi adotteranno per frenare la crescita dei prezzi.

Simon Lue-Fong (Pictet)

Sul fronte delle obbligazioni privilegiamo i Paesi che si trovano in una fase più avanzata della lotta contro l'inflazione. Abbiamo una preferenza per i tassi colombiani, brasiliani e messicani. Nonostante ciò, data la questione dell'inflazione, consideriamo più attraenti le opportunità offerte dai mercati emergenti nell'ambito Forex. Apprezziamo maggiormente le valute sudamericane, in particolare quelle che hanno buone ragioni di scambio, offrono elevati differenziali di tasso d'interesse e hanno saputo mantenere artificialmente debole la valuta, tramite l'intervento sul mercato. Per quanto riguarda l'Asia, rimaniamo ottimisti sulle valute della regione, in particolare di Cina, Malesia e Singapore. Siamo convinti che un rafforzamento della valuta sarà tollerato come ulteriore strumento per combattere l'inflazione. In Europa, tendiamo a rimanere prudenti per quanto riguarda paesi come l'Ungheria, la Romania e potenzialmente la Turchia. La forte necessità di finanziamenti rende l'investimento in questi Paesi potenzialmente più rischioso.

**Stefan Grünwald
(Raiffeisen)**

Al momento preferiamo la Russia e alcuni Paesi dell'America Latina, come Messico e Cile, ma anche alcune nazioni dell'Asia Sud-Orientale, come Corea e Indonesia. Attualmente, all'interno di un portafoglio obbligazionario sui Mercati Emergenti attribuiamo un peso neutrale all'Europa Orientale. Le valute dell'Est Europa hanno performato abbastanza bene negli ultimi mesi, ma l'inflazione rimane a livelli elevati. C'è quindi il ri-

schio concreto che queste valute facciano dei passi indietro, di conseguenza è consigliabile un posizionamento più cauto nel breve termine. In ogni caso le nazioni dell'Est Europa rimangono interessanti nel lungo periodo, poiché tendono a convergere verso le economie più sviluppate dell'UE. Nell'Europa Orientale al momento preferiamo la Polonia e sottopesiamo leggermente l'Ungheria.

**Richard House
(Threadneedle)**

La nostra preferenza va in primo luogo agli strumenti di debito in valuta locale, che noi privilegiamo rispetto a quelli in valuta forte, oppure agli strumenti del debito esteri. A livello geografico, preferiamo i Paesi con requisiti in materia di limiti di finanziamento esterno e bilanci solidi. Selezioniamo anche i paesi con riserve straniere consistenti e paesi che hanno beneficiato del rialzo delle materie prime ma che comunque in caso di un improvviso cambiamento di tendenza non saranno soggetti a un tracollo. Alcuni ottimi esempi sono: Russia, Brasile e Cile. Riteniamo interessanti anche i mercati di frontiera come Medio Oriente e Africa. In questa regione, la Nigeria è un esempio di emittente che sta mostrando notevoli segnali di sviluppo.

**Marten-Pieter
van Harten, (ING Im)**

Al momento privilegiamo Argentina e Venezuela. L'Argentina rimane un Paese di media qualità in relazione alla capacità di ripagare i debiti; anzi è tra i pochi Paesi che continueranno a registrare surplus fiscali e delle partite correnti nel 2008 e forse anche nel 2009: hanno alte riserve esterne e ridotte esigenze di rifinanziamento. Sono i fattori qualitativi, come il contesto politico, ad affossare il punteggio complessivo del paese, però se si considerano gli scarti di rendimento dei titoli governativi e corporate, crediamo che l'Argentina offra opportunità interessanti.

La capacità di pagare i debiti del Venezuela è confermata principalmente dai 50-60 miliardi di dollari di riserve detenute dal governo in diversi fondi (un ammontare che supera il debito estero). ■

VALUTE ASIATICHE IN FUTURO, SEMPRE PIÙ FORTI

Ne è convinto il gestore del comparto di Schroders che investe nelle emissioni obbligazionarie dei Paesi dell'Asia. Dopo le turbolenze a livello globale degli scorsi mesi si stanno aprendo buone opportunità anche nel settore del credito



**How Phuang
Goh**
SCHRODERS
GESTORE ISF ASIAN BOND

Schroder ISF Asian Bond investe in strumenti di debito emessi da una gamma diversificata di Paesi asiatici (Giappone escluso), ciascuno caratterizzato da strutture economiche e fondamentali creditizi specifici. Sebbene quella delle obbligazioni asiatiche sia un'asset class relativamente giovane, si tratta di una realtà in rapida crescita, che offre molteplici opportunità agli investitori.

Il comparto ha registrato performance marcatamente positive dal suo avvio nel 1998, con un rendimento del 195,0% contro il 68,6% generato dal benchmark di riferimento, il Citigroup Treasury/Agency Total Return Index¹. Sul triennio, il comparto ha reso il 26,7% a fronte del 20,9% del suddetto indice.

Investire ha chiesto a **How Phuang Goh**, gestore del comparto, di spiegarci il suo approccio all'investimento e le prospettive per questa regione.

■ Come è cambiato il mercato in questi ultimi otto anni che l'hanno visto alla guida del comparto?

Direi in maniera abbastanza significativa. Attualmente il mercato vale oltre 4 mila miliardi di dollari Usa, grazie a una crescita del 20% su base annua dal 2001. Gli sforzi coordinati di

Da sapere

■ **Agenzie di rating**

Sono le compagnie indipendenti specializzate nella classificazione, nell'analisi e nella valutazione della situazione patrimoniale di una società commerciale o banca. Sono specializzate nel giudicare l'affidabilità di chi emette prestiti obbligazionari assegnando il cosiddetto "rating" in funzione del grado di rischio dell'emittente. Le tre agenzie internazionali più famose sono Standard & Poor's, Moody's e Fitch.

■ **Relative value**

È il termine con cui si indicano le attività di arbitraggio adottate da gestori di hedge fund che cercano profitti sfruttando le inefficienze dei prezzi di attività finanziarie e merci. Con questo termine si indicano anche l'insieme delle strategie di arbitraggio seguite dai fondi hedge (fixed income arbitrage, convertible arbitrage, merger arbitrage, ecc.).

governi e banche centrali si sono accompagnati a un marcato aumento della domanda da parte di investitori istituzionali globali, hedge fund e intermediari. Una situazione che ha ingenerato un deciso miglioramento della liquidità sui mercati secondari, in particolare sui mercati valutari e obbligazionari locali.

I governi, tra cui Pakistan e Vietnam, e gli emittenti corporate, quali le società immobiliari cinesi, si sono affacciati per la prima volta sul mercato asiatico denominato in dollari Usa. L'incremento delle emissioni obbligazionarie asiatiche in valuta locale ha ingenerato curve dei rendimenti più lunghe e liquide in mercati come Singapore, Corea, Malesia e Indonesia. In aggiunta, i derivati creditizi hanno registrato una rapida crescita, grazie anche all'introduzione degli indici secondari iTraxx Asian High Grade e High Yield, che forniscono una proxy sufficientemente liquida a fini di copertura o per esprimere specifici orientamenti.

Ci sono stati anche altri sviluppi. In primo luogo, in Malesia e Thailandia sono state cancellate le ritenute fiscali sulle cedole, mentre la Corea ne ha dimezzato l'aliquota, contribuendo in tal modo a rafforzare l'appetibilità di questi mercati. Sui mercati delle valute asiatiche, lo sganciamento valutario di Cina e Malesia ha aperto un periodo di maggiore flessibilità valutaria nella regione, contribuendo al potenziale di creazione di valore. Come riconoscimento degli sforzi profusi, alcuni mercati obbligazionari in valuta locale, tra cui Singapore e la Malesia, sono stati inclusi negli indici obbligazionari

più rinomati, come l'Indice Citigroup World Government Bond. Questo ne ha rafforzato il profilo, attirando un maggior numero di investitori globali in Asia.

In ultimo, le banche centrali asiatiche si sono mostrate sempre più attive sui mercati obbligazionari regionali, diversificando le proprie riserve in questa asset class sia direttamente che per outsourcing. Riteniamo che tutto ciò debba essere considerato come l'inizio di una tendenza destinata a perdurare e che vedrà gli investitori istituzionali incrementare la propria esposizione a questa asset class emergente.

■ **Che cosa rende le obbligazioni asiatiche interessanti? I rendimenti più elevati?**

Le obbligazioni asiatiche denominate in valuta forte (principalmente dollari Usa) di norma offrono rendimenti superiori rispetto alle obbligazioni corporate statunitensi di pari rating. Ciò si spiega con il fatto che le obbligazioni asiatiche denominate in Usd sono generalmente oggetto di ricerche meno approfondite e sono spesso meno liquide delle controparti globali. Gli investitori richiedono di conseguenza un premio, nonostante gli emittenti asiatici vantino spesso fondamentali creditizi analoghi o addirittura migliori. Le obbligazioni asiatiche in valuta locale, in media, rendono attualmente il 4,80%, un risultato più allettante rispetto ai rendimenti di Titoli di Stato del G3 con scadenza simile.

Dobbiamo inoltre considerare che, viste le diverse dinamiche che interessano i vari mercati asiatici e i loro rendimenti corretti per il rischio - storicamente atte-

stati su valori interessanti - le obbligazioni asiatiche offrono eccellenti opportunità di diversificazione per gli investitori. Ovviamente, i mercati obbligazionari asiatici in valuta locale offrono inoltre un accesso alle divise asiatiche che tenderanno, a nostro avviso, ad apprezzarsi nel tempo grazie ai solidi fondamentali.

■ **Qual è stato l'andamento del comparto dopo la crisi del credito iniziata lo scorso luglio?**

Il comparto ha fronteggiato egregiamente la crisi del credito, riuscendo a conseguire un rendimento positivo per ogni mese dall'inizio della crisi nel luglio del 2007. Sui nove mesi, fino alla fine di marzo 2008, le azioni di classe I del comparto hanno registrato un rendimento del 8,56%.

■ **Dove va ricercato il valore sul lungo periodo?**

La nostra strategia di investimento, al fine di creare valore, si basa su tre aree principali, rappresentate da tassi di interesse, valute e credito. Guardando al futuro, siamo convinti che, a lungo termine, le valute asiatiche continueranno ad apprezzarsi in uno scenario caratterizzato da una ripresa della crescita; quest'ultima sarà sostenuta dalla domanda interna, da saldi positivi delle bilance dei pagamenti, dal costante apprezzamento dello Yuan cinese e dalla sempre più evidente tendenza da parte delle banche centrali asiatiche a consentire movimenti di apprezzamento delle valute per contrastare le spinte inflazionistiche.

Di contro, a nostro parere, i mercati asiatici dei tassi di interesse offriranno poche

Processo di investimento & portafoglio

Nel settore delle obbligazioni asiatiche, Schroders persegue una strategia di gestione attiva, fondata sull'analisi fondamentale. L'analisi macroeconomica top-down viene combinata all'approccio bottom-up di selezione dei titoli, con l'intento di generare valore nelle tre aree principali rappresentate da tassi di interesse, valute e credito.

Visione macroeconomica

Dato l'effetto che i tassi di interesse, i trend del credito e il rischio possono avere sul mercato sulle obbligazioni asiatiche, il primo passo previsto dal processo di investimento consiste nella definizione di un quadro macroeconomico globale di investimento di ampia portata, articolato su un orizzonte temporale da tre ai sei mesi.

Analisi Paese

Il passo successivo consiste nell'analisi dei singoli Paesi. L'obiettivo è analizzare accuratamente le condizioni politiche, le politiche economiche e le condizioni di liquidità esterna dei Paesi asiatici, con due finalità di base: (1) identificare le opportunità nel mercato valutario e dei titoli sovrani a reddito fisso nei Paesi in esame e (2) contribuire a formulare strategie di allocazione geografica.

Ricerca del credito

Il processo di selezione dei titoli corporate è orientato al valore, poiché mira a

sfruttare le inefficienze di prezzo in relazione al credito. A tal fine, si effettua una quantificazione del rischio derivante dall'investimento in un determinato tipo di mercato creditizio o di titolo, concentrandosi sulla identificazione di opportunità di valore relativo. L'obiettivo di questa fase è selezionare i titoli più interessanti in ciascun mercato.

Costruzione del portafoglio

La costruzione del portafoglio è effettuata nell'ambito di un rigoroso sistema di controllo del rischio, così da garantire la diversificazione tra Paesi, crediti e asset class. La ponderazione dei singoli titoli viene stabilita sulla base della valutazione del loro valore relativo, dei rendimenti previsti e della liquidità di mercato. Il rischio di duration viene monitorato costantemente. In genere, si riduce la duration (spostandosi su titoli con scadenza più ravvicinata o mediante copertura con futures obbligazionari) nel caso in cui si preveda un rialzo dei rendimenti obbligazionari globali. Storicamente, la duration del portafoglio è stata mantenuta in un range da due a nove anni.

Anche le valute possono costituire una fonte importante per la creazione di valore. Sulla base delle nostre previsioni sull'andamento dei mercati dei cambi, gestiamo dinamicamente i rischi valutari mediante operazioni di copertura sui mercati a termine.



opportunità nel prossimo futuro.

Ciò perché continuano a verificarsi rialzi a sorpresa dell'inflazione headline complessiva, spinta dall'aumento del prezzo degli alimentari e della bolletta energetica, forzando quindi le banche centrali a mantenere il proprio atteggiamento. Aspettiamo che si faccia chiarezza sui picchi dell'inflazione prima di avviare esposizioni di duration in Asia.

Sui mercati delle obbligazioni corporate, a seguito della recente correzione degli spread creditizi, si iniziano a intravedere opportunità interessanti in relazione a taluni crediti. Proprio il credito dovrebbe imporsi come uno dei driver di performance per il comparto dopo che si saranno placate le turbolenze che ancora scuotono il mercato creditizio globale.

■ Ritieni che vi siano problematiche specifiche legate a questa regione?

Crede proprio di sì. I mercati obbligazionari indiani e cinesi in valuta locale sono molto restrittivi, sebbene le rispettive valute siano accessibili agli investitori stranieri. In aggiunta, le ritenute fiscali sulle cedole continuano a sussistere in alcuni Paesi, nello specifico nelle Filippine, a Taiwan, in Indonesia e Corea, riducendo i rendimenti effettivi per gli investitori. Tuttavia, a nostro parere, in alcuni di questi mercati si notano sforzi concreti e un'autentica volontà di ridurre tali imposte in futuro.

Inoltre, in alcuni segmenti del mercato permane una scarsa liquidità. Ciò ha effetto, ad esempio, sui titoli di credito corporate asiatici denominati in dollari. ■