

# TREN D

Fatti, fenomeni, studi, ricerche che fanno tendenza

## Sommario

**PAG. 007 ■ L'ECONOMIA**  
LA CRESCITA NON SI  
FERMERA, MA...

**PAG. 009 ■ LA SFERA**  
DI CRISTALLO DICE  
DI GUARDARE  
L'IMMOBILIARE USA

**PAG. 016 ■ IL MERCATO**  
GLOBALE - PERCHÉ  
RIMANERE OTTIMISTI  
SULLE AZIONI

**PAG. 018 ■ L'EUROPA**  
MERCATO A RISCHIO  
CORREZIONE, MA RESTA  
RIALZISTA

**PAG. 020 ■ USA - WALL**  
STREET PUÒ CRESCERE  
DEL 10%

**PAG. 023 ■ IL GIAPPONE**  
PER I TASSI IN VISTA  
UN'IMPENNATA CHE  
FARA BENE ALLA BORSA

**PAG. 025 ■ L'ASIA**  
COREA SI, TAIWAN E  
TAILANDIA NI, CINA  
E INDIA NO

**PAG. 026 ■ L'AMERICA**  
LATINA - PER BRASILE  
& C. QUINTO ANNO  
DI RIALZO?

**PAG. 028 ■ EST EUROPA,**  
MEDIO ORIENTE E AFRICA  
FOCUS SU ELEZIONI  
TURCHE E RUSSE

**PAG. 029 ■ DIECI**  
PREVISIONI  
PER DODICI MESI

# BORSE 2007

Che cosa ci possiamo aspettare quest'anno dai mercati azionari mondiali? Area geografica per area geografica, ecco le previsioni dei guru di alcune delle più importanti case di investimento internazionali. Con prospettive e indicazioni operative per i singoli settori di investimento

## L'ECONOMIA ■ LA CRESCITA NON SI FERMERÀ, MA...



**John Greenwood**  
INVESCO  
CHIEF ECONOMIST

In uno scenario di crescita moderata e di allentamento della pressione inflazionistica, il 2006 si è concluso positivamente. **John Greenwood**, Chief Economist di Invesco, legge questi dati come il possibile inizio di una lunga fase di espansione economica accompagnata da un'inflazione contenuta, con un rialzo a tutto campo dei prezzi delle attività finanziarie. Nella analisi delle prospettive per il 2007, Greenwood suggerisce tuttavia agli investitori di non trascurare alcuni fattori che potrebbero compromettere questo scenario, tra cui in particolare le prospettive incerte dell'economia Usa, la possibilità che si crei una bolla dei mercati finanziari sulla scia del movimento sincronizzato di espansione globale in atto e l'eccessivo ricorso alla leva finanziaria da parte degli operatori dei mercati finanziari. La cresci-

Qui New York ■ di Coleman S. Kendall\*

## Bush-Congresso, la convivenza aiuta il bilancio



**L**e elezioni dello scorso novembre hanno lasciato il presidente Bush, repubblicano, a confrontarsi con un Congresso democratico per i prossimi due anni, gli ultimi del suo mandato. Per quanto ciò possa creare non pochi problemi in diversi settori, questa convivenza potrebbe in realtà portare qualche beneficio al bilancio degli Stati Uniti.

Il 2006 ha visto gli Stati Uniti alle prese con un deficit di 248 miliardi di dollari, una cifra talmente grossa da poter sembrare un problema enorme. Ma, se rapportato alle dimensioni dell'intera economia americana (deficit rapportato al Pil), questo valore è dell'1,9%, il che significa che il deficit americano è ben più contenuto (sempre in % del Pil) della maggior parte dei membri dell'Ue. Dopo la recessione del 2001, il deficit di bilancio degli Stati Uniti arrivò a toccare il 3,5% (2003 e 2004) prima di calare nel 2005 a 2,6% e a 1,9% lo scorso anno (si noti che l'anno fiscale del governo americano inizia il 1° ottobre: il bilancio è quindi valutato su base 01 ottobre-30 settembre).

Le prime notizie dell'anno fiscale 2007 sono an-

cora migliori, con il deficit calato a soli 80 miliardi di dollari, rispetto ai 119 miliardi dello stesso periodo dell'anno scorso. Con la crescita economica che continuerà per tutto il 2007 (anche se probabilmente ad un tasso inferiore a quello dello scorso anno), il deficit su Pil può calare fino a 1,5%.

Ma, con un nuovo Congresso Democratico, le notizie potrebbero essere anche migliori. Per i primi sei anni della sua presidenza, Bush ebbe a che fare con un Congresso Repubblicano, col quale strinse un accordo. Il patto in questione prevedeva un Congresso che appoggiasse l'agenda internazionale del presidente senza troppe diatribe (Afghanistan, Iraq..) e questi approvasse un crescente livello di spese interno agli Stati Uniti. Ogni Congressman ebbe così facoltà di portare a termine quei progetti "speciali" (i cosiddetti "earmarks") all'interno del distretto di riferimento del deputato. Il presidente di certo avrebbe preferito un livello interno di spesa inferiore, ma non gli fu possibile avere da un lato mani libere in politica estera e dall'altro una riduzione delle spese. I

costi salirono rapidamente, ma fortunatamente anche l'economia crebbe parallelamente, lasciandoci coi dati di deficit di cui sopra.

I Democratici al Congresso (guidati dal deputato Pelosi alla camera e dal senatore Reid al senato) non daranno vita ad un tale compromesso col presidente, anzi tenteranno porre dei limiti all'agenda di Bush. D'altra parte la Casa Bianca sarà libera di limitare la spesa domestica. Infatti, a fronte di una proposta di spesa da parte del Congresso, i veti del presidente potrebbero rendere molto difficile il mantenimento del tasso di spesa degli ultimi anni. E qualora l'economia continui a crescere, ci saranno ottime chance di vedere un bilancio in ordine nei prossimi anni.

Purtroppo, i veri problemi di bilancio per l'America partiranno nel 2015-2025, quando i "baby boomers" nati dal 1945 al 1965 si ritireranno, chiedendo pensioni e prestazioni sanitarie al governo. Ma questo è un problema di un altro presidente e di un altro Congresso

\* Economic Strategies,  
New York  
c.kendall@estrats.com

ta economica ha subito un rallentamento negli Stati Uniti e in Giappone, mentre continua con slancio nelle altre maggiori economie sviluppate e in gran parte dei mercati emergenti. Aspetto ancora più rilevante, la crescita sta assumendo una connotazione di maggiore equilibrio, e questo fattore, insieme al forte incremento degli utili societari, contribuisce a creare un contesto d'investimento favorevole. L'avversione al rischio ha raggiunto livelli estremamente bassi sui mercati finanziari, a fronte di spread (extra rendimenti rispetto ai titoli governativi) creditizi ridottissimi e bassa volatilità. Dopo la correzione di maggio-giugno, dall'inizio del rally di settembre molti indici azionari hanno messo a segno nuovi picchi storici. Com'è noto, le prospettive economiche mondiali ruotano intorno all'andamento dell'economia statunitense; il recente movimento di vendite sul dollaro rispecchia i timori crescenti degli investitori circa la possibilità che i consumi crollino innescando una fase recessiva.

### ■ IN OCCIDENTE IL CICLO CONTINUA

Secondo Greenwood, tuttavia, né la correzione di medio periodo negli Stati Uniti, né l'eventuale rallentamento strutturale del Giappone riusciranno ad arginare la forza espansiva del ciclo economico nei Paesi sviluppati, e nel 2007 si continuerà a privilegiare misure di crescita qualitative piuttosto che quantitative. Il Chief Economist di Invesco prevede uno scenario di soft landing (il cosiddetto atterraggio morbido) per l'economia Usa nel 2007, seguito da un ritorno a tassi di crescita potenziale a lungo termine nell'ordine del 3% quando l'espansione economica non sarà più trainata dai consumi, bensì dagli investimenti delle aziende e dalle esportazioni. Le previsioni generali di Invesco per il 2007 indicano un lieve raffreddamento dell'inflazione dei prezzi al con-

sumo in quasi tutte le economie sviluppate e un leggero rallentamento della crescita del Pil reale per i paesi sviluppati dell'Ocse, dal 2,8% stimato per il 2006 al 2,5% nel 2007.

### ■ LA BCE ALZERÀ ITASSI

Secondo Greenwood, nel 2007 la Banca Centrale Europea attuerà come minimo altri due rialzi dei tassi, per seguire la manovra delle altre maggiori economie tesa a ottenere una curva dei rendimenti piatta, destinata, sostiene Greenwood, a divenire la norma. «I mercati creditizi sono ormai talmente efficienti che gli operatori possono effettuare un arbitraggio immediato sulle differenze tra i tassi a breve e a lungo termine, e la maggiore credibilità delle banche centrali nel controllare l'inflazione ha eroso il premio per l'incertezza un tempo riconosciuto ai rendimenti delle obbligazioni a lungo termine», spiega Greenwood. Il Chief Economist di Invesco ritiene che gli ultimi anni del decennio in corso presentino ottime prospettive di crescita per le economie mondiali e per i mercati finanziari globali, a patto che le autorità monetarie statunitensi riescano a riportare l'economia Usa sui binari della crescita potenziale a lungo termine in un contesto di inflazione moderata. Tuttavia, sebbene le banche centrali dei Paesi sviluppati abbiano assunto nel complesso un approccio più disciplinato, Greenwood fa notare che l'attuale movimento sincronizzato di espansione globale potrebbe comportare maggiore sensibilità verso una bolla dei prezzi delle materie prime o delle attività finanziarie e un'inflazione dei prezzi al consumo. Greenwood mette inoltre in guardia gli operatori che fanno un uso sempre più aggressivo della leva finanziaria per sfruttare il forte divario attualmente esistente tra i rendimenti dei mercati monetari e i rendimenti azionari. «Per evitare inconvenienti», afferma Greenwood, «questi esercizi di ingegneria finanziaria andrebbero eseguiti solo in un contesto di crescita economica stabile con bassi livelli di inflazione che rimanga inalterato a tempo indefinito». ■

# LA SFERA DI CRISTALLO DICE DI GUARDARE L'IMMOBILIARE USA

■ di Alan Brown

Le statistiche, di per sé, possono essere poco significative. Come ben sappiamo, la correlazione tra i mercati azionari è cresciuta negli ultimi anni, ma cosa significa in realtà? È interessante, a tal proposito, considerare due periodi, a distanza di un ventennio l'uno dall'altro. La tabella di pagina 10 mostra i rendimenti in valuta locale dei cinque principali mercati nel 1983, 1984 e 1985 e nel 2003, 2004 e 2005. Una curiosità per rinfrescarvi la memoria: nel gennaio del 1984 Madonna fece la sua prima apparizione a Top of the Pops e nello stesso anno uscì il successo di Tina Turner *What's love got to do with it?* Cominciate a ricordare, vero?

In primo luogo, lo scarto medio tra i mercati migliori e peggiori nel triennio 1983-1985 è stato del 46,4% contro solo il 20,9% del triennio 2003-2005. Il 2004 è stato davvero insolito: lo spread è stato solo del 3,7%. I risultati economici di Stati Uniti, Regno Unito, Europa e Giappone sono stati estremamente diversi nel 2004 eppure i rendimenti dei rispettivi mercati sono quasi identici. Dal 1970, solo un anno ha registrato uno scarto a una sola cifra, il 2001 (7,2%). In tutti gli altri anni lo spread è risultato superiore al 20%.

Invece di focalizzare l'attenzione sui singoli anni, osserviamo il trend. riguardo alla cosiddetta dispersione, cioè lo scostamento dei singoli Paesi rispetto alla media. Scorporando il Giappone e gli anni dal 2001 al 2004, la dispersione media nell'arco dell'intero periodo scende dal 40% al 32%. È prevedibile che lo scorporo di qualsiasi Paese dall'insieme dei dati provochi una diminuzione della dispersione, ma l'eliminazione del Giappone non determina un calo



Alan Brown  
SCHRODERS

DIRETTORE DEGLI INVESTIMENTI

maggior di quello generato dall'eliminazione di qualsiasi altro Paese. Scorporando Germania, Regno Unito o Francia, la dispersione si riduce ad un dato compreso tra 35,9% e 37,0%. Scorporando gli Stati Uniti, il più grande mercato al mondo, la dispersione si riduce al 39,3%. È interessante notare che il rendimento medio annuale nell'intero periodo è pari al 12,3%, quindi notevolmente più elevato rispetto alle principali stime dei premi di rischio previsti oggi per i titoli azionari.

### ■ LE PREVISIONI

Fatta quest'analisi, arriviamo al 2007 e alla nostra previsione annuale delle prospettive del mercato attraverso la "Sfera di cristallo". Quali sono le nostre aspettative per le economie e

i mercati, da un punto di vista del rendimento e della dispersione?

In base al nostro scenario principale, prevediamo un atterraggio morbido dell'economia statunitense e una crescita mondiale più bilanciata. Questa visione si basa essenzialmente sulle seguenti considerazioni:

- il calo del mercato immobiliare negli Usa avrà solo una ripercussione limitata sui consumatori e i risparmi; Europa e Giappone si distanzieranno in una certa misura dagli Usa;
- la pressione inflazionistica continuerà ad attenuarsi.

Se la nostra previsione si rivelerà errata, temiamo che l'impatto della caduta del mercato immobiliare si riveli molto più grave. In tal caso, il rischio di una breve recessione negli Usa e molto probabilmente altrove nel 2007 aumenterebbe notevolmente.

## ■ GLI EFFETTI DEL CALO DELL'IMMOBILIARE USA

La nostra visione del pericolo rappresentato dal settore immobiliare si basa su una considerazione del tipo "questa volta la situazione è diversa". È indubbio che il mercato immobiliare negli Usa sia divenuto sempre più inavvicinabile, ma a determinare questa situazione è stato prevalentemente l'aumento dei prezzi degli immobili e non dei costi dei mutui per effetto dei tassi crescenti. A nostro avviso ciò conterrà la ricaduta sui consumi e i risparmi in generale. Se le nostre previsioni si attueranno, assisteremo a una crescita negli Usa di circa il 2,6% e nella zona dell'euro, in Giappone e nel Regno Unito rispettivamente dell'1,9, dell'1,8 e del 2,4%. Tale crescita sarà sufficiente a far aumentare gli utili societari negli Usa, anche se ad un ritmo notevolmente inferiore rispetto al 2006. Ciò, accanto a valutazioni del mercato piuttosto contenute e a livelli elevati sia della liquidità, sia delle attività di fusione e acquisizione, potrebbe far registrare ai mercati azionari rendimenti contenuti a due cifre. Tale previsione, basata su una modesta espansione multipla, andrebbe oltre quanto suggerito da un modello di equilibrio a lungo termine.

Tuttavia, cosa accadrebbe se le nostre anticipazioni fossero errate e il

## Borse tutte uguali? No, perché il cambio...

ANNO	USA	REGNO UNITO	GERMANIA	FRANCIA	GIAPPONE
1983	20,4	28,9	41,1	63,0	22,8
1984	4,5	31,6	8,9	20,4	26,7
1985	31,1	23,0	83,8	42,7	14,4
2003	28,4	18,8	36,3	16,7	22,7
2004	10,1	11,5	7,8	9,9	10,8
2005	5,1	20,1	26,7	26,6	44,6

**Nell tabella i rendimenti in valuta locale, spesso molti diversi tra loro, negli anni indicati. Naturalmnte negli anni Ottanta non c'era ancora l'euro,**

mercato immobiliare si ripercuotesse sui consumatori?

## ■ E SE INVECE LO SCENARIO È PEGGIORE?

Il momento più critico per i titoli azionari è rappresentato generalmente dal passaggio dell'economia dalla fase di espansione (nella quale ci troviamo attualmente) a quella del rallentamento. Se il comparto immobiliare inciderà realmente sull'economia nel suo complesso, quasi sicuramente assisteremo a un rallentamento. Anzi, ci attendiamo che la crescita si attesti attorno ad un pallido 0,5% o giù di lì, con una breve recessione nell'arco di due trimestri all'orizzonte. Questo non è certo un roseo scenario per i titoli azionari, anche se la Fed interverrà con una drastica riduzione dei tassi d'interesse. La crescita degli utili farà marcia indietro, cosa che chiaramente oggi il mercato non si attende. I guadagni negli Usa viaggiano all'incirca 1/3 al di sopra del trend; gli altri mercati registrano valori analoghi o addirittura superiori. Un eventuale declino indurrebbe il mercato a cominciare a focalizzarsi su livelli di valutazione stabiliti in base a guadagni normalizzati, determinando un innalzamento dei multipli attorno a 25 nella maggior parte dei mercati.

Questo è un punto chiave. A prescindere dalla dispersione dei rendimenti tra i Paesi, la differenza tra questi due scenari è abbastanza netta da farci prevedere risultati molto diversi del mercato. Ma esistono argomentazioni a favore di un ampliamento del differenziale tra i rendimenti dei

vari Paesi? Le condizioni economiche saranno ovviamente piuttosto diverse nel 2007. Giappone e Europa, per esempio, restringeranno la loro politica monetaria, mentre gli Usa la allenteranno. Molto probabilmente il trend dei tassi di interesse sarà rafforzato dal trend dei tassi di cambio, mentre il dollaro scenderà a fronte di una riduzione del "carry" e della concentrazione del rallentamento economico negli Usa. Sicuramente, ci sorprenderebbe molto osservare gli stessi bassi livelli di dispersione del 2001 e 2004. Ciò, a nostro avviso, è un effetto collaterale piuttosto peculiare del mercato in ribasso e dello scoppio della bolla delle Tmt (Technology, Media and Telecommunications). Tuttavia, in mancanza di fattori più specificatamente regionali, non riteniamo che vi sia un catalizzatore che riporti alla dispersione tipica degli anni Novanta e precedenti.

Se osserviamo un'altra dimensione, le differenze di valutazione tra le small e large cap appaiono piuttosto estese in molti mercati, a favore dei capitali più grandi. Se gli Usa sosterranno il peso maggiore di un'eventuale recessione, le small cap americane saranno particolarmente esposte al rischio di una battuta d'arresto, poiché tradizionalmente le large cap hanno una maggiore capacità di far fronte ai problemi di carattere regionale.

## ■ QBBLIGAZIONI PIÙ DEBOLI?

In base al nostro scenario principale, il 2007 appare un anno in cui ci si limiterà a "staccare la cedola" e poco altro. Se così sarà, le azioni dovrebbero



Insider

■ di Luca La Ferla\*

continuare a rendere più dei bond, anche se vi sono meno possibilità rispetto al passato di una posizione overweight dei titoli azionari. Ciò è dovuto, tra l'altro, al fatto che i bond risulterebbero gli assoluti favoriti di uno scenario da atterraggio duro negli Usa. I bond potrebbero facilmente registrare rendimenti a due cifre se i consumatori negli Usa alla fine capitolassero e rappresenterebbero uno degli pochi autentici asset in grado di fornire una "copertura del rischio".

### ■ MA SE ANCHE ANDASSE PEGGIO...

Finora abbiamo evidenziato alcune delle incognite del 2007, ora occorre contestualizzarle. La storia ci insegna che raramente i mercati azionari registrano risultati negativi nell'arco di tre anni, e poiché i multipli partono da livelli equilibrati, la visione a medio termine dei titoli non può che essere ragionevolmente positiva. Anche se si verificasse un atterraggio duro, non dimentichiamo che la Fed dispone di un ampio margine di allentamento. I rendimenti dei bond potranno scendere di circa 100 punti base sullo sfondo sia di una riduzione dei tassi a breve, sia di un calo delle pressioni inflazionistiche. Con ogni probabilità, quindi, un'eventuale recessione sarà breve.

### ■ UN'OCCASIONE PER ENTRARE

Non dimentichiamo, inoltre, che uno dei periodi migliori per i titoli azionari è il momento in cui si intravede la luce alla fine del tunnel e la ripresa è dietro l'angolo.

Se si dubita della propria capacità di attuare tattiche a breve, il modo più sensato per affrontare un rallentamento dell'economia è utilizzarlo come un buon livello d'ingresso e come una possibilità di rimpolpare le partecipazioni azionarie. Non sarà una scelta facile sul momento, ma dopo tutto sono le decisioni d'investimento difficili che spesso si rivelano più redditizie.

Ad ogni modo, mentre "gustate il tacchino di stagione", vi conviene tenere d'occhio i consumi negli Usa. Già che ci siete, prendetevi una copia di *Against All Odds* (Contro ogni probabilità) di Phil Collins. ■

## Come il sole, il vento, il fuoco e la terra

**H**o appena letto il resoconto del passaggio dell'uragano Kyrill e del record storico di 27° gradi a Torino e sono preoccupato. Molto preoccupato. E non sono il solo.

### Perché preoccuparsi

C'è Al Gore che con il suo "Inconvenient Truth", attualmente in programmazione nei cinema italiani, ha cercato di sensibilizzarci; lo stesso Papa che ci ricorda spesso che questo mondo non ha risorse infinite e molti altri, da diversi anni, cercano di portare la nostra attenzione su quello che ci sta accadendo intorno a noi. Ma noi non li prendiamo sul serio e continuiamo a non ascoltarli. E' troppo comodo il nostro stile di vita e non vogliamo rinunciarci, ma se continuiamo a chiudere gli occhi non sarà più una scelta.

Non sono un no-global, un'estremista od una Cassandra ma mi basta osservare dalla finestra per capire che qualcosa sta cambiando e che bisogna trovare la forza di reagire per evitare che sia un cambiamento troppo radicale.

### 10 cose da fare

Esiste una lista minimale di cosa da fare per limitare i danni all'ambiente (10thingsToDo -

climatecrisis.net) che circola in rete da diverso tempo; vediamo quanto sono eco compatibile: 1- Usa lampadine fluorescenti e compatte (NO); 2- Usa la macchina il meno possibile (la uso poco ma la potrei usare molto meno) 3- Ricicla (mi piace riciclare ma anche in questo potrei fare meglio); 4- Verifica la pressione delle gomme dell'auto (Sì); 5- Non sprecare acqua calda (me la cavo); 6- Non comprare prodotti con molte confezioni (qui siamo decisamente messi male); 7- Regola il termostato di casa (quando è possibile) 8- Pianta un albero (non l'ho ancora fatto) 9- Spegni gli elettrodomestici non in uso (questo lo faccio) 10- Fai girare questo elenco (quando posso).

### Ma si può migliorare?

Insomma, alla fine lascio molto a desiderare come difensore dell'ambiente e mi meriterei un bel 4 pieno. Come posso fare a migliorare questo voto? Usare di più i mezzi di trasporto di massa, risparmiare energia come ad esempio, spegnere sempre tutti i gadget con i loro trasformatori "vampiri", sostituire le lampadine ad incandescenza con quelle a basso consumo, fare car sharing, insegnare ai

miei figli l'importanza delle risorse naturali e dell'ambiente ed investire e sviluppare tecnologie che tengano conto della loro sostenibilità di lungo periodo. Ma è realizzabile un sistema di questo genere? Credo di sì ma richiede un nuovo approccio ed un sostanziale cambio nei nostri comportamenti sociali e di consumo. Serve agire sia a monte, sul sistema produttivo e sul modello di distribuzione di merci e servizi e che a valle, trasformando il consumatore in utente consapevole di risorse scarse.

### Rivoluzione

In altre parole occorre una rivoluzione copernicana che metta al centro dell'universo le generazioni future invece del nostro ego smisurato. La prossima volta che dobbiamo fare una scelta, qualsiasi essa sia, pensiamo all'impatto ambientale di lungo periodo. Ad ogni modo, se vi arrivasse nella casella una mail che a qualcosa a che fare con l'uragano "Kyrill" non aprite l'allegato, naturalmente. I virus writer non hanno esitato a sfruttare l'occasione ma, come sempre, noi mettiamo il casco ed cerchiamo di tenere acceso il cervello.

(llf@digitaltrust.biz)

\*Fondatore Digitaltrust

# Mondo ETF

## ■ FEBBRE DI ETF/ORO SULLE BORSE DI INDIA E GIAPPONE

Le Borse sia dell'India che del Giappone vogliono vedere quotati sui propri listini gli Etf sull'oro. A fine gennaio il Securities and Exchange Board of India ha approvato il lancio di due Etf legati all'oro sul mercato indiano, di sua natura già particolarmente attento agli investimenti nel metallo giallo. Parallelamente il numero uno del Tokyo Commodity Exchange (TOCOM) ha dichiarato di vedere con favore il possibile lancio, in Giappone, di un Etf sull'oro: un fondo quotato indicizzato alle quotazioni del prezioso metallo sarebbe infatti positivo per la prima piattaforma di scambi di materie prime del Paese, dove vengono già negoziati opzioni e futures sull'oro. A metà gennaio l'Osaka Securities Exchange ha smentito di avere allo studio la quotazione di un Etf sull'oro. "Se in Giappone fosse offerto un Etf sull'oro, attirerebbe molto interesse da parte degli investitori istituzionali che lo vedrebbero come un importante strumento di copertura", ha detto il presidente del TOCOM Masaaki Nangaku nel corso di una conferenza stampa. "Susciterebbe molta attenzione anche da parte del retail, aumentando il loro interesse per la nostra borsa".

## ■ A PIAZZA AFFARI BOOM INARRESTABILE PER GLI ETF

Secondo gli ultimi comunicati, a livello internazionale Borsa Italiana (nella foto la sede) si conferma leader in Europa per gli scambi su sistemi telema-

tici su Exchange Traded Fund. Le statistiche ufficiali della FESE (Federazione delle Borse Europee) relative al periodo gennaio - novembre 2006 confermano il primato del mercato italiano per contratti scambiati sui sistemi telematici: Etf a 706.172 davanti ai 312.270 di Euro-next e ai 296.342 di Deutsche Borse. Più in dettaglio gli scambi di Etf hanno visto una media giornaliera di 3.043 contratti (+116,7% rispetto al 2005) e 68,7 milioni di euro di controvalore (+101,6% rispetto al 2005) che rappresentano i massimi storici. L'Etf più scambiato è stato l'Ishares Msci Japan, con una media giornaliera di 479 contratti e 7,3 milioni di euro di controvalore, seguito dal Ishares FTSE/XINHUA China 25 con una media giornaliera di 344 contratti e 3,1 milioni di euro di controvalore e dal LYXOR ETF China con una media giornaliera di 242 contratti e 1,8 milioni di euro di controvalore. Nel corso dell'ultimo anno si è inoltre ampliata la copertura geografica e settoriale offerta, con la quotazione di Etf dedicati ai mercati emergenti, al mercato inglese, alle commodities, al real estate e ancora con i co-

siddetti style.

A fine 2006 gli Etf quotati erano 87, triplicati da fine 2005 quando erano 30. Il patrimonio complessivo distribuito in Italia, cioè l'asset under management depositato in Monte Titoli, ha raggiunto il nuovo massimo storico di 7,6 miliardi di euro (ammontava a 3,98 miliardi di euro a fine 2005). Inoltre, il patrimonio gestito per Etf basati su indici MTS è cresciuto nel 2006 del 64%, con volumi di negoziazioni aumentati del 76%.

## ■ CERCASI OBBLIGAZIONARI DISPERATAMENTE

Negli Usa gli ultimi 12 mesi sono stati costellati dal debutto di numerosi Etf, ma quasi sempre essenzialmente di tipo azionario. Hanno invece scarseggiato quelli legati a indici obbligazionari. A tal punto che l'offerta di questi tipi di fondi quotati appare oggi veramente scarsa. Ma visti i nuovi annunci di lancio di Etf qualcosa sta cambiando. Secondo l'Investment Company Institute, alla fine di novembre 2006 solo sei dei 333 Etf quotati sulle Borse americane erano di tipo obbligazionario. E gli investitori si stanno lamentando di questa limitata

scelta su strumenti che replicano panieri di bond. Ecco perché dal nuovo anno ci si attende un cambio di tendenza. «Il 2007 si candida a essere l'anno degli Etf obbligazionari, che porterà a un ampliamento dell'offerta e a una conseguente discesa dei costi» ha dichiarato Richard Ferri, chief executive a Portfolio Solutions LLC.

## ■ ARRIVANO GLI ETF AD ALTO RENDIMENTO

Barclays Global Investors ha avuto il via libera dalla Securities and Exchange Commission per il lancio di un Etf indicizzato al mercato dei bond corporate high-yield. Il nuovo fondo ha lo scopo di replicare l'indice iBoxx Liquid High Yield Index, che è calcolato da International Index. Attualmente i costi di gestione annui non sono ancora stati decisi. In ogni caso è già noto che il nuovo Etf sarà quotato all'American Stocks Exchange. L'indice sottostante è composto dalle obbligazioni societarie più liquide e scambiate sui mercati americani, tutte denominate in dollari ma che possono essere emessi anche da società non statunitensi. Il numero dei bond che compongono il paniere sottostante è di solito cinquanta, ma potrebbe anche variare. I bond high-yield sono spesso definiti "junk", cioè spazzatura. Questo perché hanno un rating sotto l'investment grade (BBB) e hanno la tendenza a subire ampie e pericolose oscillazioni nei prezzi. Ma ovviamente tendono a pagare alte cedole per compensare gli elevati rischi che corre chi li detiene.



# Mondo Alternativo

## ■ TEMPO DI BILANCI PER GLI HF

Il 2006 è ormai stato archiviato da circa un mese e i numeri della variegata industria degli hedge fund hanno progressivamente preso chiarezza. Negli Usa, ad esempio, i fondi alternativi hanno avuto la loro migliore performance dal 2003, con rialzi intorno all'11%. Ma è un dato di fatto che i gestori degli hedge fund hanno avuto risultati inferiori a quelli fatti registrare dagli indici di Borsa. Come al solito, le differenze tra le varie categorie di hf è stata notevole. Secondo le stime della business school francese Edhec al top dei rendimenti nei prodotti hedge si sono collocati i mercati emergenti, superando di slancio con un 18,6% sia i fondi "distressed securities" che gli "event-driven", cresciuti oltre 15%. In un mercato che si è decisamente mosso al rialzo, fanalino di coda inevitabile gli "short-sellers" con il loro -8,1%.

## ■ HEDGE 2007B SECONDO CITIGROUP

Secondo quanto riportato da Reuters, i gestori di Citigroup hanno iniziato il 2007 dicendo ai loro clienti che quest'anno i fondi hedge renderanno leggermente di più rispetto al 2006, anche se le performance restano lontane da quelle medie degli ultimi dieci anni. In particolare, secondo una nota del wealth management della banca d'affari, i fondi hedge daranno performance medie di circa il 10% dopo le commissioni nel 2007. La previsione si confronta con la performance di poco più del 9% registrata l'anno scorso dal principale indice Hedge Fund Research. La

stessa Citigroup sottolinea, tuttavia, che entrambe le performance sono inferiori alla media dell'11,4% realizzata dagli hedge fund negli ultimi dieci anni. Ray Nolte, direttore finanziario dei fondi di fondi hedge di Citigroup Alternative Investments, ha spiegato che i rendimenti positivi saranno alimentati dal buon andamento dei mercati azionari e dall'attività di fusione e acquisizione. «Inoltre il significativo capitale in dotazione ai fondi di private equity dovrebbe dare supporto ai fondi attivi sull'event driven e sulle fusioni». Fra le strategie hedge Citigroup preferisce in assoluto quella long/short, che scommette sui rialzi e ribassi dei titoli seguita, a ruota, dalla strategia global macro, che sfrutta temi macroeconomici e da quella managed futures. In ordine di preferenza si trova poi la strategia event driven - compravendita di titoli di società coinvolte in M&A - e l'arbitraggio relative value, che gioca sulla relazione fra due titoli collegati.

## ■ HEDGE 2007 SECONDO DEUTSCHE BANK

Nelle linee guida d'investimento per il 2007 indicate da Deutsche Bank ai suoi clienti c'è ampio spazio per gli hedge fund. Infatti, per quanto riguarda il portafoglio di investimenti, Deutsche Bank ha consigliato di investire maggiormente in azioni e meno in bond ma di non trascurare anche strumenti alternativi come hedge fund, certificati di deposito o il mercato delle commodities, con particolare attenzione per zinco, nichel e oro. Ma su quali merca-

ti? Proprio un'indagine condotta da Deutsche Bank sul futuro comportamento dei gestori dei fondi alternativi è saltato fuori che si prevede un aumento dell'8% del deflusso dai fondi investiti negli Stati Uniti non solo per le probabili peggiorate condizioni ambientali, ma soprattutto a causa della sopravvalutazione dei mercati locali.

## ■ ANGELA MERKEL CHIAMA GLI USA A RAPPORTO SUGLI HEDGE

Il cancelliere tedesco Angela Merkel ha invitato l'Unione Europea a 27 stati e gli Stati Uniti ad avviare una maggiore cooperazione economica e ad armonizzare i loro mercati finanziari e le rispettive legislazioni sui brevetti. In un'intervista al Financial Times, rilasciata alla vigilia del suo viaggio a Washington fatto a gennaio, la Merkel ha messo a fuoco gli obiettivi dei suoi sei mesi di presidenza di turno dell'Unione europea e del suo anno di presidenza del G8. «Abbiamo accumulato una certa esperienza in Europa sui mercati unici che intendiamo applicare a livello transoceanico». «Con lo sviluppo della globalizzazione», ha continuato «questa potrebbe essere una buona base di cooperazione transoceanica». «L'Ue e gli Usa», ha aggiunto, «hanno una sofisticata legislazione sui brevetti. Abbiamo un meccanismo normativo che regola i nostri mercati finanziari. E dobbiamo trovare il modo di svilupparli insieme a livello transoceanico». In particolare, secondo la Merkel il settore degli hedge fund va discusso addirittura al prossimo G8 in calendario

il 9 e 10 febbraio. «Il risultato», ha spiegato, «non deve essere una legge. Può essere un'autoregolazione o una migliore supervisione». Dall'America gli ha fatto eco qualche giorno più tardi l'ex segretario del Tesoro statunitense, John Snow, che ha consigliato durante una conferenza una maggior attenzione nei confronti dell'attività di fondi di private equity e fondi hedge, ma allo stesso tempo ha suggerito di adottare un approccio "soft" in materia.

## ■ LA RICETTA DI BERNANKE PER GLI HF

Come mettere sotto controllo la smisurata industria degli hedge fund americana? Secondo il Presidente della Federal Reserve, Ben Bernanke, la soluzione è passare da un approccio basato sui mercati. In pratica si tratta di costringere i fondi alternativi a sottostare alla disciplina e alla normativa dei listini regolamentati. Infatti per il Presidente della Fed è difficile pensare di regolare gli hedge fund direttamente, ma, piuttosto, è più facile regolamentare i fondi alternativi indirettamente tramite le banche che fanno da controparte e che devono sottostare alla disciplina dei mercati. In un intervento presso la Commissione Budget del Senato statunitense Bernanke ha dichiarato, a proposito della necessità di regolamentare il selvaggio mondo degli hedge, che «l'approccio che noi abbiamo scelto è l'approccio delle discipline di mercato. Questo sistema ha dimostrato finora di riuscire a lavorare efficientemente in altri casi simili».