

Focus

■ La propensione al rischio degli investitori è profondamente cambiata a seguito della crisi finanziaria al punto che si preferisce fare la fila per sottoscrivere i Bot, il cui rendimento netto è ormai prossimo allo zero, piuttosto che rischiare con le azioni o con i fondi azionari e bilanciati.

■ Ci sono tuttavia dei gestori che hanno saputo accumulare una lunga esperienza, già prima dello scoppio di questa congiuntura negativa, nell'ambito della gestione a ritorno assoluto e che quindi sono potenzialmente in grado di puntare a un rendimento positivo in qualsiasi scenario di mercato.

■ *Investire* ne ha selezionati sei tra i più brillanti che sono alla guida di prodotti caratterizzati proprio dall'obiettivo del rendimento assoluto: il fondo CMIG Multi assets global di Clerical Medical, Aviva Investors Absolute TAA, Julius Baer Absolute Return Bond Fund Plus, Schroder ISF European Allocation, PF (Lux) Absolute Return Global Diversified di Pictet e Invesco absolute return bond.

■ Tra le attuali opportunità ricercate con maggiore insistenza da questi gestori, spiccano le obbligazioni societarie di buona qualità (investment grade), le obbligazioni convertibili, ma anche alcune scommesse valutarie, alcune puntate sulle materie prime e su selezionate azioni.

QUELLI CHE HANNO GUADAGNATO RISCHIANDO POCO

A volte funzionano. Ecco i fondi a ritorno assoluto che hanno saputo sfruttare la flessibilità totale sia durante la crisi del 2008 che nel recente rialzo della primavera-estate 2009. Investono prevalentemente nel reddito fisso. Non garantiscono nulla, nè il capitale nè un rendimento minimo, ma sono candidati alla performance anche per i prossimi dodici mesi

■ di Fabio Sansone

La crisi dei mercati finanziari, che ha fatto addirittura sfiorare nello scorso autunno il blackout del sistema, ha modificato la propensione al rischio degli investitori. I quali, infatti, sono ora poco disposti a osare in Borsa e preferiscono accontentarsi di realizzare i pochi e, fino a un certo punto, sicuri interessi dei Bot, sebbene il rendimento netto sia ormai prossimo allo zero. Ma esistono dei gestori che, anche prima di questa crisi, hanno maturato un'esperienza sul campo tale da essere in grado di offrire un rendimento positivo in qualsiasi scenario. Sono i gestori absolute return e, più in particolare, quelli che privilegiano gli strumenti e le strategie nell'ambito del reddito fisso, delle valute e delle materie prime. *Investire* ne ha selezionati sei tra i più capaci chiedendo loro di raccontarci quali siano le caratteristiche dei loro prodotti, quali obiettivi rincorrono in termini di rendimento e volatilità e quali scelte di portafoglio stiano facendo attualmente.

GLI ELEMENTI DISTINTIVI

**Mike Pinggera
Steve Waddington
James De Bunsen**

INSIGHT INVESTMENT MULTI-ASSET GROUP DI CLERICAL MEDICAL

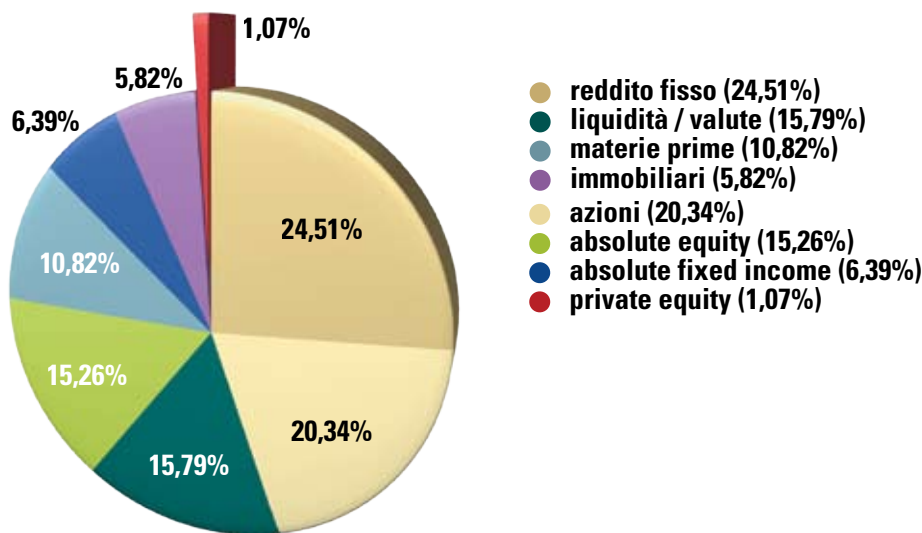
Il fondo CMIG Multi assets global di Clerical Medical è stato studiato per essere in grado di adattarsi alle diverse condizioni di mercato. Anziché essere esposto a una sola asset class o area geografica il fondo è investito in diversi mercati e asset class e si ispira a diverse strategie di investimento. Inoltre, i gestori del fondo tengono sotto costante controllo, correggendo all'occorrenza, le allocazioni nelle diverse asset class in modo da allinearsi con le previsioni economiche e di mercato.

Steve Cleal

GESTORE DEL FONDO AVIVA INVESTORS ABSOLUTE TAA

Il fondo Aviva investors absolute TAA è uno strumento di absolute return che incorpora posizioni sia lunghe (che puntano sul rialzo

Dove investe il fondo Clerical Medical multi asset global



Mike Pinggera

CLERICAL MEDICAL

INSIGHT INVESTMENT
MULTI-ASSET GROUP

dei titoli acquistati) sia corte (che scommettono invece sul ribasso) su una gamma di asset class (inclusi indici azionari, obbligazioni governative, valute, corporate bonds, ecc...). La costruzione del portafoglio è guidata da un processo di valutazione delle probabili tendenze nell'economia globale che riguardano ad esempio attività economiche, l'inflazione, tassi di interesse, ecc., che hanno implicazioni importanti per la performance delle varie asset class. Vengono analizzati, inoltre, degli scenari alternativi per evidenziare i rischi dei prezzi degli asset relativamente a uno scenario centrale. L'approccio di gestione del fondo fa un uso estensivo di una gamma di modelli sistematici che cercano di quantificare i rapporti del mercato finanziario. Sebbene questi modelli siano un elemento importante nel processo di costruzione del portafoglio, è un piccolo team di gestione del fondo che prende la decisione finale di selezione dell'asset, prendendo in considerazione una gamma di valutazioni più qualitative.

Ralph M. Gasser

PRODUCT SPECIALIST FIXED INCOME BANK JULIUS BAER & CO. Il fondo Julius Baer Absolute Return Bond Fund Plus, che ha registrato

un rendimento molto positivo in tutti i cicli di mercato superando l'Euribor a 3 mesi ha mantenuto un profilo di rischio relativamente molto basso, in sostanza riflette due elementi: in primo luogo la solidità del nostro team di investimento internazionale che vanta un track record eccellente e di lunga data nella gestione delle categorie di investimento a reddito fisso, con un approccio di investimento alternativo che garantisce la generazione sostenibile di valore aggiunto in diverse sottostrategie e mercati. Ciò significa inoltre che la nostra performance non si fonda solamente su un unico mercato o su un unico team specializzato, bensì su basi molto più ampie. In secondo luogo abbiamo adottato una struttura di prodotto consolidata, ma relativamente flessibile che consente al team di sfruttare in modo efficiente le opportunità del mercato.

David King

MANAGER OF SCHRODER ISF EUROPEAN ALLOCATION

L'obiettivo del fondo è quello di beneficiare quanto più possibile del rialzo a lungo termine dei mercati azionari europei e, al contempo, di risentire il meno possibile delle flessioni, optando per investimenti più sicuri come obbligazioni e liquidità nei periodi di

perdite prolungate, come è avvenuto nel 2008. Per contro, nelle fasi di rally prolungato del mercato azionario europeo, il fondo intende aumentare la propria allocazione nei titoli azionari. Il suo tratto distintivo consiste quindi nella politica d'investimento flessibile. Il fondo, per decidere di volta in volta quale percentuale del proprio portafoglio allocare in azioni o in investimenti difensivi quali obbligazioni e liquidità, utilizza sistematicamente i parametri che valutano la forza del mercato e l'avversione al rischio degli investitori. Tra i sopra menzionati parametri figura un indice proprietario che valuta la dinamica del mercato e gli indicatori di trend nelle diverse ottiche temporali. I singoli indicatori vengono poi sommati così da ottenere un punteggio complessivo per l'indice composto e misurare l'avversione complessiva al rischio degli investitori. Adottiamo un approccio rigoroso e sistematico nei confronti dell'asset allocation dinamica, avvalendoci di un modello interno che utilizza il nostro indicatore sulla forza di mercato per modificare la composizione del portafoglio. Nei periodi in cui il mercato è più forte il fondo aumenta gli investimenti nei titoli azionari e viceversa.

Gianluca Oderda

GESTORE DEL FONDO DI PF(LUX)
ABSOLUTE RETURN GLOBAL
DIVERSIFIED

Il fondo PF(LUX)-Absolute Return Global Diversified, gestito dal team Multi Assets & Total Return di Pictet Asset Management, si prefigge di generare rendimento mediante due tipi di strategie poco correlate tra loro: una strategia «alfa» basata sulle gestioni attive interne del Gruppo Pictet, e una strategia direzionale di «premi per il rischio» gestita principalmente mediante strumenti derivati. La strategia «alfa» è caratterizzata da una esposizione direzionale minima. I gestori del fondo selezionano su base mensile, avvalendosi dell'analisi quantitativa e di elementi qualitativi, i migliori prodotti dell'universo Pictet. Questi ultimi vengono acquistati sotto forma di mandati di investimento, senza dover corrispondere commissioni di gestione, custodia o amministrazione. Il benchmark dei prodotti acquistati viene replicato con strumenti derivati liquidi e costituisce la parte short (posizione che permette di guadagnare sul ribasso delle quotazioni) della strategia, che permette di eliminare il rischio mercato. Per fare un semplice esempio: se si ritiene che il gestore Pictet responsabile delle azioni americane sia in grado di battere il suo benchmark (l'indice MSCI Usa), la strategia alfa prevederà l'acquisto del prodotto Pictet

e la contestuale vendita di future su indici azionari americani. Nell'esempio in questione; la strategia alfa sarà scollegata dalla performance del mercato azionario americano e dipenderà esclusivamente dalla capacità del gestore Pictet di battere il proprio benchmark.

La strategia alfa punta sulla diversificazione; investendo in un portafoglio composto da diversi motori alfa con bassa correlazione tra di loro.

Con la strategia direzionale di «premi per il rischio» il fondo si espone verso una selezione diversificata di attività rischiose (future su indici



Ralph M. Gasser
JULIUS BAER
PRODUCT SPECIALIST FIXED
INCOME

Tre anni del Julius Baer absolute return bond plus



L'andamento del fondo dal 31/05/2006 al 23/07/09.

Da sapere

■ Asset class

Classe di attivo finanziario. Quelle tradizionali sono: azioni, obbligazioni e liquidità. Tra le altre classi di attivo finanziario figurano invece gli investimenti alternativi (hedge funds, investimenti immobiliari ecc.), i prodotti strutturati e i derivati (future, covered warrant, certificati finanziari, obbligazioni indicizzate ecc.) e le forme di previdenza integrativa (fondi pensione, polizze vita, unit linked, index linked ecc.).

■ Track record

Il track record di un fondo è dato dalle performance di lungo periodo, dalla costanza dei rendimenti nei singoli anni, dall'andamento in contesti di mercato diversi, dalla capacità di un gestore di creare valore aggiunto in un ciclo di Borsa completo.

■ Alpha

Indica la parte di rendimento di un fondo imputabile all'abilità del gestore, con riferimento alla capacità di selezione dei titoli e dei tempi (timing) di acquisto e vendita degli stessi.

■ VaR

Il Value at Risk (VaR) è una misura di rischio che quantifica la massima perdita potenziale di un portafoglio finanziario, su un determinato orizzonte temporale e con un dato livello di probabilità (cosiddetto intervallo di confidenza).

Da sapere

■ **Duration**

Misura del rischio di variazione del prezzo dell'obbligazione a tasso fisso al variare di tassi di interesse. Spesso è però usato come sinonimo per indicare la scadenza media dei titoli in portafoglio.

■ **Investment grade**

Giudizio di merito, emesso da agenzie internazionali specializzate (quali ad esempio Moody's e Standard & Poor's), sulla capacità di una società di onorare nei tempi e nei modi promessi i debiti contratti. Per i titoli di reddito fisso, viene espresso con lettere che vanno dalla tripla A (AAA) alla tripla B (BBB), ove la tripla A indica il grado d'investimento più elevato e pertanto i titoli più sicuri.

■ **Relative value**

E' 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.).

azionari, future obbligazionari, derivati su indici relativi a commodity), utilizzando modelli previsionali riferiti a ciascuna classe di attività e nel continuo rispetto di precisi vincoli di esposizione dettati da un rigoroso processo di risk management. Ad esempio, l'esposizione verso il mercato azionario globale può diventare leggermente negativa, fino a un beta minimo di -0,10 nei periodi che vengono stimati come turbolenti sulla base dei nostri modelli di previsione, e non può superare in nessun caso il limite massimo di 0,50. Sull'orizzonte di investimento del fondo, corrispondente a un intero ciclo di mercato (4-5 anni), l'esposizione azionaria media prevede un beta di 0,30.

■ **Mark Nash**

GESTORE DI INVESCO ABSOLUTE RETURN BOND E CO-HEAD GLOBAL RATES INVESCO WORLDWIDE FIXED INCOME

Obiettivo del comparto Invesco Absolute Return Bond è generare un rendimento assoluto superiore al tasso Euribor 3 mesi. Il comparto segue un approccio di investimento globale, basato su decisioni di investimento che spaziano in tutta la gamma degli strumenti a reddito fisso globali e dei mercati valutari. In particolare, le principali fonti del rendimento atteso sono la duration e le posizioni sulla curva dei rendimenti, gli spread tra paesi, le posizioni valutarie attive e l'esposizione sui mercati creditizi, incluso il mercato obbligazionario dei paesi emergenti.

GLI OBIETTIVI DI RENDIMENTO E VOLATILITÀ

■ **Clerical Medical**

L'obiettivo del fondo è cercare di generare rendimenti assoluti su base annua con una prospettiva di crescita di capitale nel lungo termine paragonabile a un investimento azionario, ma con una volatilità più bassa. Il fondo investe tipicamente in un'ampia gamma di asset class, tra cui azioni, immobili, materie prime, prodotti a rendimento assoluto, fixed income, valute e liquidità.

■ **Aviva Investors**

Il fondo mira a generare un rendimento lordo del 20% con una volatilità annuale tra il 15% e il 20%.

■ **Julius Baer**

Il fondo ha l'obiettivo di generare un rendimento positivo lungo i diversi cicli del mercato per gli investitori, con un rendimento addizionale superiore all'Euribor a 3 mesi. Nel più lungo periodo, la strategia punta a un rendimento addizionale lordo pari all'Euribor a 3 mesi +3%-5% all'anno. Il fondo non ha un obiettivo in termini di volatilità, ma un budget di rischio massimo che corrisponde a un valore di rischio (VaR) del 10% con un intervallo di confidenza del 99%. Tuttavia, generalmente utilizziamo solo metà del budget in termini di VaR che abbiamo a disposizione, come evidenziato qui di seguito.

■ **Schroders**

Il fondo si prefigge di beneficiare quanto più possibile del rialzo a lungo termine dei mercati azionari europei e, al contempo, di risentire il meno possibile del potenziale rischio di ribasso in un'ottica temporale di 12 mesi. Non sono fissati in modo esplicito livelli di rischio, ma il rischio del portafoglio sarà sempre inversamente proporzionale al grado di avversione al rischio sul mercato stabilito dal nostro indice proprietario. Utilizzando le simulazioni basate su dati storici, stimiamo che la volatilità del fondo si aggiri intorno al 60%-70% della volatilità del mercato azionario in un intero ciclo di mercato.

■ **Pictet**

L'obiettivo del fondo, su un orizzonte pari a un intero ciclo di mercato (4-5 anni), è battere l'indice cash overnight in euro, l'EONIA, del 4% su base annua lorda. L'obiettivo di volatilità annualizzata si situa intorno al 7%.

■ **Invesco**

Il comparto mira a generare un rendimento annuo superiore del 2,60% rispetto all'Euribor 3 mesi. Nel quadriennio terminato a giugno 2009 la volatilità storica annualizza-

L'ascesa di Aviva absolut TAA



L'andamento del fondo negli ultimi due anni.



Steve Cleal
AVIVA INVESTORS

GESTORE DEL FONDO AVIVA
INVESTORS ABSOLUTE TAA

ta, misurata in base alla deviazione standard dei rendimenti, è stata pari al 2,21%, a fronte di un tracking error annualizzato del 2,32% rispetto al benchmark (EURIBOR).

IL PROCESSO DI CONTROLLO DEL RISCHIO

Clerical Medical

I nostri portafogli sono costruiti in modo da rispondere ai requisiti di un modello di analisi del rischio fat-

to su misura che viene gestito attraverso un processo di investimento disciplinato basato su una combinazione di strumenti di analisi sia qualitativi sia quantitativi. Abbiamo, inoltre, integrato i nostri rigorosi processi di controllo del rischio quantitativi con un processo di investimento qualitativo denominato 'Stop Think' che ci permette di monitorare gli investimenti che scendono o crescono oltre le aspettative di prezzo. Il processo comporta una serie di tappe per riesaminare l'investimento. Quando si verifica un crollo di valore ad un primo gradino (per esempio -10%) rispetto alla quotazione iniziale scatta il riesame da parte del gestore del fondo che decide se mantenere o vendere un investimento. Nel gradino successivo (per esempio -20%) è necessario dimezzare l'investimento, mentre nel gradino finale (per esempio -30%) la posizione deve essere venduta. Abbiamo introdotto lo 'Stop Think' perché sentivamo di aver bisogno di un processo di esame formale per tutelarci da eventuali perdite nelle condizioni di mercato più estreme.

Aviva Investors

Il più importante elemento di controllo del rischio è un'analisi delle performance che avrà il portafoglio in una serie di possibili scenari. Questo aiuta ad affrontare le incertezze per ciascuna singola serie di previsioni. L'obiettivo finale è quel-

“
Abbiamo
integrato i nostri
rigorosi processi
quantitativi
di controllo
del rischio con
un processo
di investimento
qualitativo
denominato
“Stop Think”
che ci permette
di monitorare
gli investimenti
che scendono
o crescono oltre
le aspettative
di prezzo
”

lo di selezionare una combinazione di posizioni su una serie di asset class da cui ci si aspetta buoni rendimenti nello scenario più probabile e comunque un profilo di rendimento accettabile anche in scenari alternativi.

Viene analizzata, inoltre, la volatilità prevista del portafoglio finale selezionato per assicurare che sia coerente con l'obiettivo di rendimento.

Julius Baer

Il rischio è parte integrante del nostro processo di investimento ed è strettamente monitorato sia a livello operativo (team di gestione del portafoglio) sia a livello istituzionale (team indipendente di gestione del rischio di Julius Baer). A differenza di molti concorrenti non deleghiamo parte del budget complessivo del VaR a team specializzati del settore, un approccio che a nostro giudizio è inefficiente, oltre a definire incentivi sbagliati. Preferiamo allocare il rischio su quelle aree del mercato in cui rileviamo più valore, a livello tattico oppure strategico. Inoltre, il fondo può presentare una duration negativa massima fino a -6 anni e una duration massima fino a +12 anni (in genere è tra 0 e +3 anni). Possiamo investire fino al 50% del portafoglio in titoli di credito sub-investment grade (in pratica questa percentuale è generalmente sotto al 10%) e fino al 30% in obbligazioni convertibili (in genere tra il 5% e il 15%).

“
Il nostro sistema di gestione è interfacciato con un motore di calcolo del rischio
 ”

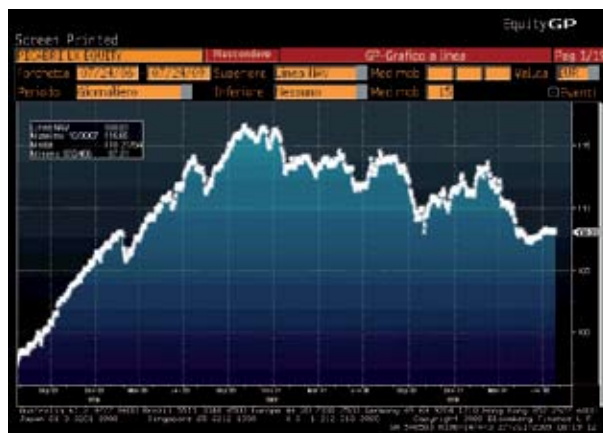


Gianluca Oderda

PICTET

GESTORE DEL FONDO PF (LUX)
 ABSOLUTE RETURN GLOBAL
 DIVERSIFIED

Rialzo in sintonia con le Borse



L'andamento dal 24/07/2006 al 24/07/2009 del fondo Pictet absolute return bond plus.

Schroders

Il controllo del rischio è un elemento costitutivo del processo del fondo e avviene attraverso una strategia di allocazione sistematica che funge da meccanismo di stop-loss nei periodi di continuo calo dei mercati. Più crollano le quotazioni dei titoli, meno il fondo investe in azioni.

Pictet

Il nostro sistema di gestione di portafoglio è interfacciato con un motore di calcolo del rischio: inviando le posizioni del portafoglio, il server di risk management fornisce, ad esempio, una previsione della volatilità annualizzata dell'esposizione beta del portafoglio e della sensibilità del portafoglio movimenti agli spostamenti delle curve dei tassi di interesse. Su base giornaliera ci assicuriamo che questi valori siano in linea con gli obiettivi di volatilità ed esposizione direzionale forniti dai nostri modelli di previsione.

Per quanto riguarda la strategia alfa, ci assicuriamo che essa sia neutra rispetto al mercato. Sulla parte short della strategia, dove replichiamo con strumenti derivati liquidi il benchmark composito dei prodotti Pictet selezionati, teniamo sotto osservazione che la replica del portafoglio sia fedele.

Invesco

Il comparto segue un approccio stratificato alla gestione del rischio, applicato a tutti i portafogli a reddito fisso globali di categoria investment grade gestiti da Invesco Worldwide Fixed Income. Questo approccio associa alla valutazione ex ante dei rischi di portafoglio un forte impegno a verificare la costruzione del portafoglio e, a posteriori, la performance e la misurazione del rischio.

Nel caso di Invesco Absolute Return Bond Fund, il gestore controlla attivamente gli investimenti rispettando un limite di Value-at-Risk (VaR). In quanto comparto sofisticato ai sensi della direttiva UCITS III, Absolute Return Bond Fund deve operare entro un limite, convenuto con l'autorità di regolamentazione lussemburghese, attualmente pari

al 2%. Il rispetto di tale limite da parte del comparto viene verificato quotidianamente dal gestore attraverso sistemi interni di reporting del VaR, sebbene il comparto sia monitorato anche separatamente dal team global performance and risk di Invesco.

LE ATTUALI SCELTE DI PORTAFOGLIO

Clerical Medical

Abbiamo un portafoglio che propende verso strategie di total return (24%) e reddito fisso (30%). I temi di investimento con crescita nel lungo termine includono energia rinnovabile e acqua e materie prime agricole. Da qualche tempo abbiamo una visione relativamente cauta sulle azioni. Anche se crediamo che, su una base fondamentale, le azioni abbiano un buon valore e ci sia spazio per un rally, siamo consapevoli della possibilità di shock negativi. Abbiamo quindi cercato di identificare e costruire la posizione che ci avrebbe dato l'esposizione azionaria più efficiente e liquida, fornendo allo stesso tempo ai nostri investitori una protezione da eventuali perdite. La nostra analisi delle condizioni di mercato e degli attuali prezzi dei metodi per dare esposizione alle azioni ci ha spinto a costruire una posizione di investimento strutturata di due anni sul FTSE 100 usando una serie di scelte di scambi coperti da obbligazioni di alta qualità, stabili e vicine alla scadenza. Questa posizione permette di partecipare al rialzo del mercato azionario britannico grazie a opzioni d'acquisto at-the-money comperate sul FTSE 100 a 3900, con il fondo che traeva vantaggio dai rialzi superiori a questo livello. Allo stesso tempo vendevamo opzioni d'acquisto a un livello di FTSE 100 index di 5200, che ferma effettivamente il nostro potenziale di rialzo al 33% su due anni e scambia l'incerto rialzo futuro oltre questo livello in cambio di un sicuro reddito da premio, pagato immediatamente. Alla fine abbiamo sottoscritto opzioni di vendita che consentono a una controparte di venderci il FTSE 100 index a un prezzo definito se

Ha tenuto dopo la crescita



Landamento 2009 del comparto Schroders european allocation.



David King

SCHRODERS

MANAGER OF SCHRODERS ISF EUROPEAN ALLOCATION

“ Da qualche tempo abbiamo una visione relativamente cauta sulle azioni ”

l'indice crolla sotto i 2600, più del 33% sotto il livello iniziale.

Le posizioni delle opzioni sono coperte da obbligazioni di alta qualità, vicine alla scadenza che possono essere realizzate velocemente nel caso in cui il fondo necessiti di pagare profitti alle controparti che detengono le opzioni put al livello di 2600. Allo stesso tempo, le obbligazioni dotano il fondo di un flusso di reddito regolare. L'utilizzo di opzioni ci ha consentito di aggiungere un'esposizione azionaria ulteriore a un costo significativamente più basso rispetto che investire direttamente in azioni e ci ha inoltre fornito una protezione da eventuali perdite. Con solo il premio di opzione richiesto in anticipo per investire nell'opzione call at-the-money, il capitale aggiuntivo, che sarebbe stato necessario per investire direttamente in azioni, può essere incanalato in altri investimenti che producono rendimenti, come le obbligazioni.

Aviva Investors

Attualmente il fondo è leggermente lungo sulle azioni. Negli ultimi mesi, i mercati azionari hanno avuto un forte rally che è stato trainato dalla fiducia crescente nello stato di salute dell'economia globale. Ci aspettiamo comunque che l'appetito di rischio continui a crescere nei prossimi mesi. Nell'azionario, il fondo ha un'esposizione lunga sul

Giappone che sta iniziando a sperimentare flussi di investimenti positivi. Il Giappone è ben posizionato, inoltre, per beneficiare dei trend positivi nell'area Asiatica, che probabilmente guiderà la ripresa globale. Per contro, ci si attende che le azioni europee sottoperformeranno in parte per via della forza dell'euro e, per questo il fondo ha una posizione corta sull'azionario Europa. Lo sfondo economico in miglioramento dovrebbe supportare inoltre i corporate bond e il fondo mantiene quindi un'esposizione lunga sulle obbligazioni investment grade. Per quanto riguarda le valute, è in atto un'esposizione corta sul dollaro Usa rispetto all'Euro per riflettere il basso livello dei tassi di interesse della politica della Fed e l'enorme livello di emissioni previste per finanziare il debito pubblico Usa.

Julius Baer

Dato che i mercati del reddito fisso presentano tuttora dislocazioni di prezzo assai consistenti e una volatilità ancora molto alta, a nostro giudizio la posizione attuale di mercato è ancora molto favorevole alle strategie a rendimento assoluto.

Preferiamo una duration moderata sui mercati principali del G4 dato che la politica monetaria attuale ("tassi bassi più a lungo") genererà situazioni per ritorni interessanti. Abbiamo ridotto la posizione sull'irripidimento della curva dei rendimenti negli Usa. Inoltre continuiamo a preferire una duration assolutamente lunga su alcuni selezionati mercati dei tassi locali nei paesi emergenti. Nel complesso adottiamo una duration di 3 anni, gran parte della quale è assorbita da operazioni relative value che mettono in relazione singoli titoli sovrani, strumenti e segmenti della curva dei rendimenti.

Ci piacciono i titoli di credito da un punto di vista strategico, ma in questo momento preferiamo operare soprattutto su allocazioni long/short. Il profilo di credito implicito del fondo resta alto su AA. Mentre nel complesso abbiamo una visione positiva sul mercato del credito, confermiamo la nostra strategia long/short lungo la curva, con una

...la posizione attuale di mercato è ancora molto favorevole alla strategie a rendimento assoluto

posizione lunga sui mercati emergenti e sulle obbligazioni societarie e titoli finanziari a più basso beta rispetto ai titoli a beta più elevato. Inoltre abbiamo continuato a incrementare le posizioni corte su titoli CMBS Usa (Cartolarizzazione Mutui Commerciali).

Abbiamo incrementato o aperto posizioni al rialzo su AUD (Dollaro australiano), GBP (Sterlina), NOK (Corona Norvegese), SEK (Corona svedese) e IDR (Rupia indiana), incrementando invece le posizioni al ribasso su USD, CHF e NZD (Dollaro NeoZelandese). Abbiamo una posizione del 10% in obbligazioni convertibili ma con un delta molto basso: ciò significa che investiamo in obbligazioni convertibili soprattutto come alternativa a certe obbligazioni societarie tradizionali.

Schroders

Il fondo è attualmente investito per il 50% titoli azionari e per il 50% in titoli a breve termine, ovvero ha un'allocazione "neutra". Il fondo ha iniziato il 2009 con una ponderazione del 20% in titoli azionari per



Mark Nash

INVESCO

GESTORE DI INVESCO ABSOLUTE RETURN BOND E CO-HEAD GLOBAL RATES INVESCO WORLDWIDE FIXED INCOME

Da marzo va solo su



L'andamento dal 30/06/2008 al 24/07/2009 del fondo Invesco absolute return bond.

ché allora il nostro indice proprietario indicava un'avversione molto elevata al rischio. In quel periodo la nostra strategia azionaria ha privilegiato mercati difensivi come la Svizzera e il Regno Unito. Negli ultimi mesi, a seguito del miglioramento delle condizioni di mercato e del sentiment, abbiamo invece incrementato la componente azionaria portandola all'attuale 50% e optato per posizioni meno difensive. Se il miglioramento continuerà, aumenteremo costantemente la nostra ponderazione azionaria, e la nostra strategia favorirà le aree maggiormente pro-cicliche del mercato. Se invece si verificherà un peggioramento sostanziale delle condizioni del mercato, il meccanismo alla base dell'allocazione farà in modo che vengano aumentate le partecipazioni obbligazionarie.

Pictet

Il fondo ha attualmente una limitata esposizione direzionale verso le diverse strategie di premio per il rischio. L'esposizione azionaria si situa ad un livello di beta pari a +0,05 (il livello minimo è -0,10, il valore neutro è +0,30 e quello massimo +0,50). L'esposizione obbligazionaria ha un livello di duration pari a 2,1 (il livello minimo è 0,0; il valore neutrale è 3,0; il massimo 6,0). Dalla fine di maggio 2008 il fondo non ha alcuna esposizione direzionale verso le commodity. Il fondo investe infine il 10% del suo capitale in obbligazioni societarie investment grade a breve/medio termine (con scadenza compresa tra 1 e 3 anni). Il 50% del capitale è investito in una strategia alfa diversificata.

Il capitale rimanente è allocato in depositi overnight.

Al fine di generare rendimento assoluto, nel 2009 cercheremo di far leva sull'alfa generato dai nostri migliori prodotti azionari ed obbligazionari (soprattutto per le obbligazioni societarie e i Paesi emergenti, dove il rischio attivo e di conseguenza il potenziale di generazione di alfa sono più elevati), oltre che sull'alfa generato da prodotti di nicchia, come il fondo Pictet Solutions Institutional

Commodities, che opera sui mercati delle commodity. Per quanto riguarda la strategia direzionale di «premi per il rischio», nei primi sei mesi del 2009 abbiamo mantenuto un'esposizione limitata, diminuendo gradualmente l'esposizione obbligazionaria e aumentando progressivamente quella azionaria da valori nulli o leggermente negativi fino all'attuale livello leggermente positivo.

Invesco

Siamo tuttora pessimisti sulle prospettive dell'economia globale, soprattutto considerando la situazione dei consumatori: le pressioni al ribasso sui salari, l'aumento della disoccupazione e un rapporto debito/reddito a livelli record sono tutti fattori che lasciano intravedere prospettive molto cupe. Se il meccanismo del credito non funziona come dovrebbe, riteniamo che la riduzione dei tassi di interesse e le politiche di allentamento quantitativo non riusciranno a stimolare l'inflazione, e nel medio periodo la deflazione continuerà a rappresentare il rischio più grande. Questi fattori ci portano a essere ottimisti sui titoli di stato, mentre riteniamo che i mercati azionari siano esposti all'indebolimento del quadro congiunturale. Dal punto di vista valutario confermiamo il nostro orientamento verso lo yen giapponese e siamo meno negativi, rispetto al mercato in generale, sulle prospettive del dollaro statunitense. Le obbligazioni corporate offrono al momento un'interessante opportunità di accaparrarsi rendimenti più elevati, in quanto gli investitori sono in cerca di maggiori rendimenti a fronte del basso livello dei tassi di interesse che sembra resterà tale per un lungo periodo. Naturalmente nell'attuale contesto economico quest'area non è priva di rischi, ed è fondamentale riuscire a selezionare obbligazioni che presentino un rischio di default basso o sovrastimato. In una prospettiva di lungo termine siamo inoltre positivi sui mercati emergenti. ■

“ Al fine di generare un rendimento assoluto, nel 2009 cercheremo di far leva sull'extra rendimento generato dai nostri prodotti azionari e obbligazionari (soprattutto per le obbligazioni societarie e i Paesi emergenti) oltre che sull'extra rendimento generato da prodotti di nicchia specializzati sulle materie prime ”