

# PUNTARE CON I FONDI SUL RIALZO DEL DOLLARO

I prodotti di liquidità in valuta americana permettono di sfruttare tassi a breve più alti di quelli dell'euro. Da maneggiare con cura, invece, l'investimento negli obbligazionari governativi in dollari. La visione dei cambi e i consigli di quattro gestori specialisti dei bond

■ di Fabio Sansone

**C**omperare valuta americana in banca può comportare costi non indifferenti. Sia in fase di acquisto che nel successivo momento della vendita. Meglio puntare sui fondi di liquidità in dollari: che inoltre permettono di sfruttare i tassi a breve americani più alti di quelli dell'area euro. Per coloro che volessero spuntare qualcosa di più, in termini di rendimento, c'è poi la possibilità di investire in fondi focalizzati sui titoli governativi Usa. In questo caso, però, oltre al rischio valutario, c'è da mettere in conto quello dei tassi: un rialzo dei rendimenti americani a 5 o 10 anni, può non solo azzerare i guadagni in euro, ma addirittura far perdere quote del capitale investito. Ecco alcuni suggerimenti per muoversi con destrezza tra questi fondi.

**?** Quali sono le vostre previsioni di cambio euro/ dollaro Usa nei prossimi 6-12 mesi?

**Margaret Patel**

portfolio manager del fondo Pioneer Us high yield corporate bond  
«Mi aspetto che il dollaro possa proseguire sulla strada di un moderato apprezzamento verso l'euro in virtù



**Margaret Patel**  
PIONEER

PORTFOLIO MANAGER  
DEL FONDO PIONEER US  
HIGH YIELD CORPORATE BOND



**Gianluca Ferretti**  
BIPIEMME GESTIONI

DIRETTORE INVESTIMENTI  
OBBLIGAZIONARI



**Mike NG**  
AMERICAN EXPRESS

GESTORE DEI FONDI  
OBBLIGAZIONARI GLOBALI  
E EUROPEI



**Gianluca Grugni**  
ALETTI GESTIELLE

ASSET ALLOCATION DI ALETTI  
DELLA SGR DEL GRUPPO  
BANCO POPOLARE DI VERONA  
E NOVARA



## I migliori fondi liquidità in dollari

LIQUIDITÀ DOLLARI FONDO COMUNE	CASA D'INVESTIMENTO	RENDIMENTI IN EURO			
		DA1/1/05	1 ANNO	2 ANNI	3 ANNI
PSCHRODER ISF US DOLLAR LIQUIDITY	SCHRODERS	12,9	1,3	-19,5	
DWS INSTITUTIONAL USD MONEY PLUS	DWS	12,8	1,3	-18,7	
NORDEA US DOLLAR RESERVE	NORDEA	12,6	0,6	-18,5	-7,9
SGAM MONEY MARKET USD	SGAM FUNDS	12,6	0,9	-19,8	-12,7
PFIF USD LIQUIDITY PLUS P	PICTET FIXED INCOME FUND	12,6	0,9	-19,7	-12,2
HSBC GLOBAL INV. US DOLLAR RESERVE	HSBC INVESTMENT FUNDS	12,6	0,8	-19,9	-13,1
JPM FLEMING SERIE II FUND USD	JP MORGAN FLEMING LIQUIDITY FUND	12,5	0,7	-20,1	-13,6
GOLDMAN SACHS US DOLLAR ENHANCED CASH	GOLDMAN SACHS AM	12,5	0,9	-18,3	
INVESCO G.T. DOLLAR RESERVE FUND	INVESCO GT SICAV	12,5	1,2	-20,6	
MERRILL LYNCH USD RESERVE A	M. LYNCH INVESTMENT MANAGERS	12,5	0,5	-20,4	-12,0
CITIMONEY US DOLLAR FUND	CITIGROUP	12,5	0,6	-20,1	-12,4
MORGAN STANLEY US DOLLAR LIQUIDITY FUND	MORGAN STANLEY SICAV	12,4	0,5	-20,6	-14,3
JANUS US DOLLAR RESERVE	JANUS	12,4	0,4	-20,8	
ING RENTA CASH USD	ING	12,4	0,5	-20,5	-13,8
AMERICAN EXPRESS EPIC US LIQUIDITY AU	AMERICA EXPRESS FUND	12,4	0,3	-20,7	-13,9
FIDELITY F. USD CASH	FIDELITY FUNDS	12,4	0,5	-20,6	-14,1
AVIVA FUND DOLLAR RESERVE (\$) P1	AVIVA HOLDING LUXEMBOURG (CGU)	12,4	0,5	-20,6	-14,7
ADIG FUND USD CASH	ADIG	12,4	0,4	-19,9	-11,3
<b>MEDIE DI CATEGORIA</b>		<b>11,8</b>	<b>0,8</b>	<b>-20,3</b>	<b>-13,0</b>

### I rendimenti in euro dei fondi di liquidità in dollari distribuiti in Italia

dei più alti tassi di interesse dell'area dollaro rispetto a quelli dell'area euro; a favore del biglietto verde gioca poi anche un più contenuto deficit di bilancio federale (che beneficia di maggiori entrate erariali derivanti dalla buona crescita economica); inoltre il tasso di crescita al 3% in presenza di una inflazione sotto controllo garantisce stabilità al comparto».

#### Gianluca Ferretti

direttore investimenti obbligazionari di Bipiemme gestioni

«E' indubbio che il movimento del dollaro degli ultimi sei mesi si configura oltre la semplice correzione di mercato, visto che un apprezzamento del 12% da parte della moneta statunitense non si era mai registrato da quando il trend di rivalutazione dell'euro era iniziato circa tre anni fa. Tra i temi nuovi che hanno favorito questo trend c'è il differenziale di crescita tra Europa e Stati Uniti e il differenziale dei tassi a breve (più alta in Usa che in Europa). Le nostre previsioni stimano che il rapporto di cambio euro - dollaro possa arrivare a 1,18. Oltre questi livelli non potremmo più parlare della semplice correzione di un trend di lungo periodo, ma di una vera e propria

inversione della tendenza. Non possiamo escludere che questo si avveri, ma siamo più propensi a credere che da qui a fine anno il trend di discesa del cambio euro/dollaro non proseguirà sotto la soglia di 1,18 in maniera unidirezionale. Salvo che non si verifichino eventi particolari e difficili da prevedere, come la rivalutazione delle monete asiatiche o che si registri un ancor più forte divario della crescita tra Europa e Usa».

#### Gianluca Grugni

asset allocation AlettiGestielte (gruppo BPVN)

«In un ottica di medio-lungo periodo l'indebolimento del dollaro è principalmente dovuto agli squilibri dell'economia americana, i famosi deficit di bilancio dello stato e commerciale, unito ad al basso tasso di risparmio delle famiglie. Un fattore necessario al riequilibrio è sicuramente un deprezzamento della valuta, soprattutto nei confronti dell'Asia. Nell'ultimo periodo il differenziale dei tassi tra America ed Europa unito alle preoccupazioni economiche e politiche nel vecchio continente ha portato a considerare un periodo di stabilità della valuta americana. (1.25 - 1.30)»

## Da sapere

### ■ Rating

Giudizio di merito, emesso da agenzie internazionali specializzate, sulla capacità di una società di onorare nei tempi e nei modi promessi i debiti contratti. Rating Investment Grade è quello che include le società con la più elevata solidità patrimoniale: è anche il limite all'interno del quale i fondi pensione internazionali possono impiegare i loro attivi

### ■ Spread

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.

### ■ Agenzie di rating

Sono le compagnie indipendenti specializzate nella classificazione, nell'analisi e nella valutazione della situazione patrimoniale di una società commerciale o banca. Giudicano l'affidabilità di chi emette prestiti obbligazionari assegnando il cosiddetto "rating" in funzione del grado di rischio dell'emittente.

## I migliori fondi obbligazionari governativi in dollari

FONDO COMUNE	CASA D'INVESTIMENTO	RENDIMENTI IN EURO			
		DA 1/1/05	1 ANNO	2 ANNI	3 ANNI
PIRAIFFEISEN OBBLI. DOLLARI (DOLLAR RENT)	RAIFFEISEN INTERNATIONAL FUNDS	15,2	6,5	-7,5	6,7
CS BOND U.S. DOLLAR B	CREDIT SUISSE ASSET MANAG.	14,9	7,7	-7,3	
SGAM BONDS USA	SGAM FUNDS	14,6	5,2	-11,2	
NIS USD BONDS A	NEXTRA INTERNATIONAL SICAV (NIS)	14,1	6,9	-10,5	5,1
VONTOBEL U.S. DOLLAR BOND B	VONTOBEL FUND	13,2	7,4	-10,6	4,3
DEXIA BONDS USD GOVERNMENT	DEXIA AM	13,2	6,5		
SANPAOLO INT. FUND OBLET.OBBL. DOLLARO	SANPAOLO INTERNATIONAL FUND	13,1	6,4	-11,7	3,3
BNL US DOLLAR BOND B	BNL GLOBAL FUNDS PLC	12,6	5,4	-11,6	2,0
SANPAOLO OBBLIGAZIONARI DOLLARI	SANPAOLO IMI AM SGR	11,4	6,3	-9,3	4,2
NORDFONDO OBBLIGAZIONI DOLLARI	GESTNORD FONDI SGR	11,3	5,4	-10,7	0,2
FRANKLIN TEMPLETON U.S. GOVERN. FUND A (D)	FRANKLIN TEMPLETON INVEST	11,3	3,8	-16,8	
DUCATO FIX DOLLARO	MONTEPASCHI AM SGR	11,1	5,3	-8,9	1,7
CAPITALGEST BOND DOLLARI	CAPITALGEST SGR	11,0	4,1	-12,8	-2,3
ARCA BOND DOLLARI	ARCA SGR	11,0	4,3	-10,1	3,4
UBS MT BOND USD B	UBS ASSET MANAGEMENT	10,9	1,7	-17,4	-3,6
FONDITALIA BOND USA	FIDEURAM GESTION SA	10,8	5,2	-10,5	2,3
BNL OBBLIGAZIONI DOLLARO	BNL GESTION I SGR	10,2	4,9	-8,2	2,4
BIPIELLE HENDERSON OBBLIG. AMERICA	BIPIELLE FONDICRI SGR	10,0	4,2	-9,8	1,5
RAS US BOND FUND	RAS AM SGR	9,8	4,6	-12,0	0,8
FINECO USA BOND	FINECO AM SGR	8,4	1,7	-8,6	4,5
<b>MEDIE DI CATEGORIA</b>		<b>10,8</b>	<b>5,4</b>	<b>-9,9</b>	<b>2,9</b>

**I rendimenti in euro dei fondi obbligazionari governativi in dollari distribuiti in Italia**

### Mike NG

gestore dei fondi obbligazionari globali e europei di American Express

«Ci aspettiamo un euro che dal minimo di 1,20 possa gradualmente guadagnare posizioni sul dollaro. E questo rassicurerebbe le nostre previsioni a medio termine sul cambio tra le due valute. Prima dei referendum Ue, il dollaro ha mostrato una forza reattiva su tutte le principali valute internazionali in virtù del fatto che i mercati guardassero con maggiore interesse al ciclo positivo dell'economia americana che non ai deficit di bilancio Usa. Tuttavia i maggiori economisti continuano a proiettare il deficit delle partite correnti Usa al 6% circa sul pil: un livello insostenibile nel lungo termine se non includendo una riduzione di valore del biglietto verde. Noi riteniamo che l'attuale fase di indebolimento dell'euro sia prossima al minimo e non ci meravigliremmo se, anche nel breve termine, si verificasse un rimbalzo di valore della moneta unica europea».

### Citigroup

Se si osserva l'andamento grafico del tasso di cambio euro / dollaro nell'ultimo anno si può constatare come si sia passati da una fase di ascesa che lo ha portato a fine 2004 fino a 1,3456 a una di forte correzione che lo ha riportato a quota 1,21, più o meno lo stesso livello di un anno fa. E' la dimostrazione più evidente di come il tasso di cambio difficilmente si mantenga allo stesso livello anche in un arco di tempi di 6-12 mesi. Riteniamo, in ogni caso, che l'apprezzamento del dollaro possa proseguire fino a quota 1,10 anche perché la Fed potrebbe nuovamente rialzare i tassi mentre la Bce potrebbe essere costretta ad abbassarli.

**?** **2** **Volendo investire sulla valuta americana è meglio puntare sui fondi di liquidità, sui fondi governativi, sui fondi corporate bond o sui fondi high yield bond?**

### Margaret Patel.

“Relativamente alle possibili strade alternative all'acquisto di dollari o di fondi di liquidità denominati nella valuta Usa, penso che nel

2005 possano concretizzarsi le stesse opportunità già viste nel 2003 e nel 2004 in virtù dei fondamentali buoni dell'economia e di una inflazione che sembra non destare particolari preoccupazioni. Non solo. Le previsioni per i profitti aziendali Usa restano su basi solide. Con i tassi Usa a breve a livelli così bassi come quelli dei Treasuries americani, penso che i bond high yields possano garantire un extra rendimento rispetto ai governativi e ancora di più rispetto al mercato monetario dell'area dollaro. Accettando un profilo di rischio ancora maggiore, si può pensare anche a una diversificazione nei titoli azionari a più larga diffusione, in particolare per la seconda parte dell'anno. Posso infatti rintracciare un gran numero di società quotate nei settori delle utilities, immobiliare e farmaceutica, i cui bond a medio lungo termine offrano un rendimento inferiore a quello dei propri titoli azionari. Insomma, sono convinta che con una crescita economica americana al 3% e i titoli governativi Usa a 10 anni al 4%, le potenzialità

di un extra rendimento con le azioni siano molte”

#### Gianluca Ferretti

“L’investimento nella valuta americana deve essere fatto in questo momento con grande cautela. Il dollaro Usa si è già apprezzato da inizio anno di circa il 12%. Il nostro suggerimento è pertanto di guardare attualmente al dollaro come uno strumento per diversificare i propri investimenti. Un approccio, dunque, di diversificazione e non di speculazione. Il nostro orientamento è abbastanza prudente anche sulla duration, per ciò che incorporano i tassi a lunga circa la crescita reale e l’inflazione. I rischi di discesa dei prezzi dei titoli a lunga sono più elevati del potenziale apprezzamento. Pertanto è meglio, secondo noi, puntare su un mix di fondi di liquidità e di fondi governativi, riservando una parte marginale (non oltre il 20-25%) ai fondi che investono in titoli corporate. Decisamente meno interessanti appaiono, invece, i fondi high yield bond, perchè la propensione al rischio incorporata dai prezzi è ancora abbastanza elevata. Attualmente i margini in più di rendimento non ripagano i rischi che si corrono sui titoli sotto l’investment grade, cioè con rating inferiore a BBB».

#### Gianluca Grugni

«Lo strumento idoneo per investire sul dollaro, attualmente, sono i fondi di liquidità».

#### Mike NG

«Dipende dall’orizzonte temporale e dalla tolleranza al rischio di ciascun investitore. E’ azzardato suggerire una unica ricetta per ogni tipo di risparmiatore».

#### Citigroup

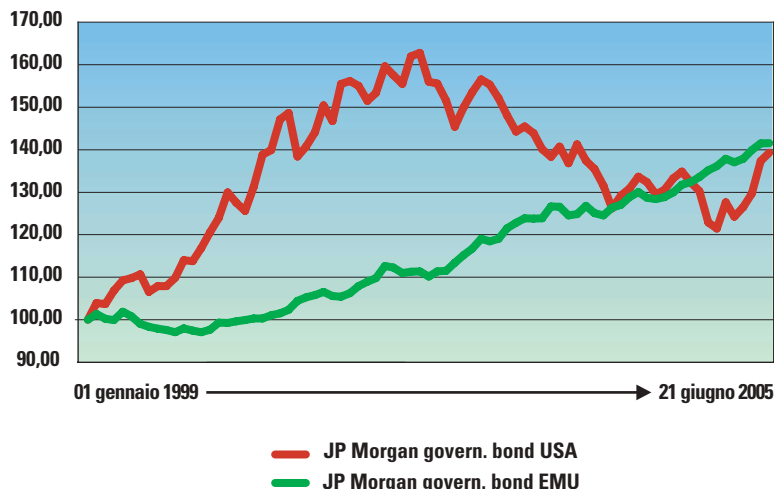
Per realizzare extra performance in un portafoglio in dollari riteniamo che siano da preferire i bond high yields per i prossimi 6 mesi. Siamo infatti confidenti nel fatto che il buono stato dell’economia americana crei le premesse ideali per agevolare la performance dei bond ad alto rendimento entro la fine del 2005. ■

# HIGH YIELD BOND: VALGONO I RISCHI?

Le obbligazioni cosiddette ad alto rendimento rendono di più ma espongono, oltre che alle variazioni dei tassi, alle incertezze sull’affidabilità del debitore (rating bassi). Quanto si può investire e in quali tipi di titoli

**S**e con i fondi obbligazionari governativi il rischio che va ad aggiungersi per l’investitore italiano, oltre a quello valutario, è quello relativo alle variazioni dei tassi di interesse a medio e lungo termine, con i fondi obbligazionari corporate e high yield i rischi aumentano. Infatti, al rischio tassi, si somma la qualità del merito di credito (rating) dell’emittente. Per queste ragioni l’investimento in fondi di questo genere deve essere limitato a una piccola quota del patrimonio commisurata al profilo di rischio del risparmiatore. In tutti i casi, è sempre meglio ascoltare, il parere degli esperti che possono fornire ulteriori indicazioni per fare scelte d’investimento ancora più consapevoli.

## Governativi a confronto



Il confronto tra l’andamento dei titoli pubblici americani e quelli della moneta unica

**1** Prendendo in considerazione i titoli corporate bond dollaro, quali le emissioni da preferire e perché?

### Margaret Patel

«Ritengo che nell'ambito del rating investment grade, i titoli delle società di pubblica utilità siano i più attrattivi. Molte compagnie hanno rimesso in ordine le loro finanze dopo gli eccessi e gli sbandamenti della new economy e sono riuscite a ridurre l'indebitamento grazie a dimissioni e a nuovi rifinanziamenti a tassi meno onerosi; molte altre hanno agito sul versante dei costi (dei servizi, del personale ecc.) arrivando ora ad avere persino disponibilità liquide».

### Gianluca Ferretti

«Per quanto riguarda i titoli corporate, in questa fase di mercato è meglio privilegiare i titoli investment grade con scadenze sulla parte breve della curva. Dal punto di vista settoriale, preferiamo il comparto finanziario»

### Gianluca Grugni

«I fondi corporate e high yield di Aletti Gestielle investono solo in titoli euro».

### Citigroup

Tra i corporate bond investment grade i titoli entro la singola A di rating risultano oggi molto più attraenti di quelli con rating tripla B. I corporate bond con rating investment grade sono infatti più sensibili ai tassi di interesse dei titoli di Stato americani: per questa ragione suggeriamo di posizionarsi sui titoli con scadenza compresa tra i 5 e i 7 anni mentre i settori raccomandati sono quelli della cura della salute, del telecom e dell'aerospaziale e difesa.

**2** Volendo orientarsi sui titoli area dollaro high yield, quali sono le emissioni su cui puntare e per quali ragioni?

### Margaret Patel

«I miei settori preferiti all'interno del segmento high yields bond sono quelli più esposti al ciclo economico come il chimico, i materiali di costruzione, e quello dei prodotti cartari e forestali; anche le compagnie industriali hanno una loro attrattività in quanto possono beneficiare di una buona intonazione dell'economia così come le società farmaceutiche favorite sia dal buon tasso demografico

Usa e sia dall'invecchiamento della popolazione».

### Gianluca Grugni

«Le principali emissioni dell'area dollaro del nostro indice sono sottopesate nel fondo».

### Mike NG

«In termini di settori e temi d'investimento, i sovrappesi in portafoglio riguardano titoli dei media, dei giochi e dell'intrattenimento, della difesa e delle linee e degli oleodotti. I sottopesi, invece, riguardano i titoli dei prodotti indipendenti di energia, i tecnologici, i telecom e la grande distribuzione».

### Citigroup

I nostri titoli favoriti in assoluto sono nell'ordine i titoli con rating singola B e quelli doppia B: a questo punto del ciclo le condizioni del credito sono favorevoli e i titoli singola e doppia B di rating appaiono come quelli più promettenti nell'approffitarne. Ci aspettiamo rialzi nella seconda parte dell'anno. Ci si può orientare sui titoli con scadenza compresa tra i 7 e i 10 annidi auto e costruttori di camion, salute e oleodotti. ■

## I migliori fondi obbligazionari high yield in dollari

HIGH YIELD IN DOLLARI FONDO COMUNE	CASA D'INVESTIMENTO	RENDIMENTI IN EURO			
		DA 1/1/05	1 ANNO	2 ANNI	3 ANNI
PIONEER STRATEGIC INCOME	PIONEER ASSET MANAGEMENT S.A.	12,8	11,4		
MEDIOLANUM TOP MANAGER GLOBAL HIGH YIELD	MEDIOLANUM INTERNATIONAL	12,0	13,4	0,9	7,5
PIONEER US HIGH YIELD CORPORATE BOND E	PIONEER ASSET MANAGEMENT S.A.	11,9			
AMERICAN EXPRESS US HIGH INCOME BONDS	AMERICAN EXPRESS	11,6	8,4		
FIDELITY FUNDS US HIGH YIELD FUND	FIDELITY FUNDS	11,5	10,0	6,0	
SCHRODER ISF GLOBAL HIGH YIELD	SCHRODERS	11,5	10,7		
SARASIN BONDSAR US DOLLAR OPPORTUNITY	SARASIN	11,3	7,5	-5,7	
GOLDMAN SACHS GLOBAL HIGH YIELD PORTFOLIO	GOLDMAN SACHS AM	11,1	10,2	10,8	
JANUS HIGH YIELD FUND A2	JANUS	10,8	6,8	-5,4	-2,1
CITIBOND DOLLAR HIGH YIELD FUND	CITIGROUP A. M. (CITIBOND)	10,5	7,6	5,0	
CREDIT SUISSE BOND FUND HIGH YIELD USS	CREDIT SUISSE AM	9,7	7,6	2,6	
PARVEST US HIGH YIELD BOND	BNP PARIBAS AM	9,7	7,3	-3,1	
MFS FUNDS US HIGH YIELD BOND	MFS	9,6	7,8	-1,5	-7,7
FRANKLIN HIGH YIELD FUNDS	FRANKLIN TEMPLETON INVEST	9,6	9,4	0,9	
M&G US HIGH YIELD CORPORATE BOND FUND	M&G	9,5	5,1	-7,3	-7,0
HENDERSON HORIZON GLOBAL HIGH YIELD BOND	HENDERSON GLOBAL INVESTORS	9,4	8,2		
SGAM FUND BONDS US HIGH YIELD	SGAM	9,4	6,8	1,9	
SCUDDER GOF US HIGH YIELD BOND	SCUDDER GLOBAL OPPORT.3 FUNDS	8,4	8,1	-5,8	-7,5
UBS BOND USD HIGH YIELD	UBS AM	8,4	8,0	0,7	2,4
WESTAM COMPASS GLOB. HIGH YIELD BOND USD	WESTAM COMPASS	4,5	9,0	11,4	
<b>MEDIE DI CATEGORIA</b>		<b>8,2</b>	<b>8,2</b>	<b>3,2</b>	<b>0,9</b>

**I fondi obbligazionari high yield in dollari distribuiti in Italia. Rendimenti in euro**

# DOLLARO + WALL STREET? OK, MA A PATTO CHE...

## Da sapere

### ■ Value

Titolo finanziario (in particolare azione) con carattere di investimento difensivo e con bassa volatilità. Lo stile di gestione value è quello che punta su questi titoli privilegiando in tal modo la solidità patrimoniale, la crescita lenta ma costante dei profitti aziendali, la distribuzione di dividendi alti e sostenibili nel tempo e una variabilità dei valori in Borsa tendenzialmente inferiore rispetto alla media di mercato.

### ■ EBITDA

E' l'acronimo di "earning before interest taxes, depreciation and amortization" vale a dire l'utile di bilancio prima dei contributi finanziari straordinari, dell'imposte e prima degli ammortamenti. Equivale al nostro margine operativo lordo.

Analisi delle prospettive di un investimento che combina potenziale guadagno di Borsa con potenziale guadagno di cambio. L'orientamento di quattro gestori specializzati sul mercato azionario americano.

Con settori e titoli che possono fare meglio degli indici

Un'altra possibilità di investimento nella valuta americana è quella che passa per i fondi azionari specializzati su Wall Street.

Ma che ruolo può avere il cambio in questo investimento? E come sono i fondamentali della Borsa americana?

Ecco cosa hanno risposto quattro money manager a tale proposito indicando anche settori e titoli su cui puntare.

**?** Quanto è attraente in questo momento la Borsa americana?

### Niccolò Foscari

«Dopo gli sforzi fatti negli anni più recenti per razionalizzare le strutture e tagliare i costi, le imprese statunitensi sembrano avere dei bilanci molto so-



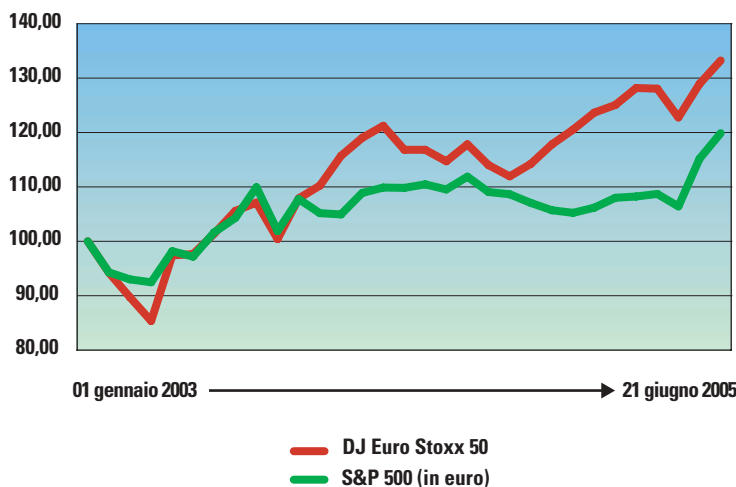
**Ed Walczak**  
VONTOBEL  
GESTORE AZIONARIO USA

**Valerio Salvati**  
JP MORGAN AM  
RESPONSABILE  
DEGLI INVESTIMENTI



**Niccolò Foscari**  
CREDIT SUISSE AM  
AGLI EMERGENTI NON PIÙ DEL 5% DEL PORTAFOGLIO. MEGLIO UNA DIVERSIFICAZIONE VALUTARIA: MAX 15% DI GOVERNATIVI IN DOLLARI, YEN E STERLINE

## Meglio l'Europa



**In euro le Borse europee battono quella americana penalizzata dal cambio**

lidi. Questo potrebbe far pensare che nel corso dell'anno sia possibile sfruttare le aree dove questo cash flow può venire utilizzato sia in termini di nuovi investimenti (macchinari, impianti e mezzi di produzione) sia in termini di nuove fusioni e acquisizioni».

### Ed Walczak

«Per molto tempo le azioni Usa hanno registrato performance molto positive e molte delle compagnie leader mondiali hanno definito gli Stati Uniti come la loro vera casa. Riteniamo che il sistema capitalistico americano continuerà ad offrire, come ha sempre fatto in passato, gli incentivi giusti per far operare al meglio le corporation nazionali ed estere così come le nuove imprese per consentire loro di performare molto bene anche in futuro».

### Valerio Salvati

«Al momento è poco attraente: la crescita degli utili è in rallentamento, e le valutazioni appaiono invece mettere nel conto una tendenza inversa. Diventa allora importante la selezione dei titoli. E le grandi capitalizzazioni potrebbero essere più a rischio di quelle piccole».

### Carlo Guarnaccia

gestore Kairos Rartners  
«La Borsa americana ha sottoperfor-

mato le Borse europee di quasi 10% da inizio anno. Le principali ragioni di interesse per la Borsa americana rimangono a mio avviso il differenziale di crescita dell'economia verso quella europea e la grande abbondanza di cassa sui bilanci delle società che dovrebbe portare in futuro ad un aumento del pay out (quota percentuale degli utili destinata a dividendo, ndr) per l'azionista».

## ?2 Quali ragioni invece sconsigliano l'investimento?

### Niccolò Foscari

«Innanzitutto consideriamo Wall Street come una delle borse più care del mondo, sotto più punti di vista. Quindi in situazioni di forte volatilità e crescita economica mondiale meno forte delle aspettative, gli investitori potrebbero preferire borse con valutazioni meno tirate».

### Ed Walczak

«In generale, continuiamo a riscontrare una certa difficoltà nel rintracciare nuovi nomi di aziende capaci di abbinare la qualità e la sottovalutazione di mercato che noi desideriamo prima di investire ed è anche per questo che abbiamo ancora molta liquidità in portafoglio da impiegare».

### Valerio Salvati

«Un investitore che volesse aprire oggi una posizione sul mercato USA dovrebbe avere un orizzonte temporale di diversi anni, e comunque riteniamo che Europa, Giappone ed Asia Emergente offrano, pur con gradi di rischio molto differenti tra loro, migliori opportunità, in quanto la crescita degli utili è prevista essere più forte e non è ancora del tutto nei prezzi di mercato».

### Carlo Guarnaccia

«I rischi sono legati al possibile rallentamento economico indotto dalla politica monetaria messa in atto dalla Fed e da politiche fiscali meno favorevoli. Inoltre per i settori maggiormente ciclici la profittabilità è vicina a quella di picco, lasciando pochi spazi di miglioramento».

## ?3 Quali sono i settori che preferite, e perché?

### Niccolò Foscari

«Siamo nuovamente positivi sul settore energetico, perché i livelli attuali del prezzo del petrolio garantiscono alle società del comparto di raggiungere buoni tassi di crescita. Potrebbe inoltre continuare la corsa a nuovi investimenti per aumentare la capacità produttiva, e di questo ne beneficerebbero tutti gli Oil Services».

### Ed Walczak

«In qualità di gestori value non amiamo assolutamente inseguire gli investimenti di massa. Al contrario, preferiamo posizionarci sulle opportunità sottovalutate o magari trascurate dalla massa. L'applicazione costante di questo approccio gestionale indipendente richiede disciplina e impegno. Non è sempre semplice ma confidando nella nostra pluriennale esperienza nella ricerca e nel coraggio delle nostre convinzioni, spesso siamo riusciti a registrare extra rendimenti non solo rispetto al benchmark ma anche ad altri stili di gestione. I settori healthcare, beni di consumo di prima necessità e finanziari hanno offerto storicamente potenziali di cre-

### Da sapere

■ **Bottom up.** Letteralmente "dal basso verso l'alto". La strategia di gestione in base alla quale si costruisce il portafoglio finanziario partendo dal singole realtà industriali concentrandosi sulla qualità del management, sulla validità dei prodotti e servizi offerti dalla società, sulla competitività e sulla capacità di riuscire a crescere in modo indipendente (o quasi) dall'andamento del ciclo economico o del settore di appartenenza.

### I migliori fondi America large cap

AZIONARI AMERICA LARGE CAP		RENDIMENTI IN EURO			
FONDO COMUNE	CASA D'INVESTIMENTO	DA 1/1/05	1 ANNO	2 ANNI	3 ANNI
PIUBS EQ. FUND CANADA B	UBS ASSET MANAGEMENT	12,8	26,3	21,9	-6,7
UBS EQ. FUND USA VALUE TYPE B	UBS ASSET MANAGEMENT	12,7	17,8	6,9	32,2
FIDELITY F. AMERICA	FIDELITY FUNDS	13,4	15,6	1,9	-27,1
JPMF US DYNAMIC EQUITY FUND A	JP MORGAN FLEMING INVEST. FUND	14,6	15,4		
JANUS RISK MANAGEMENT CORE EQUITY A	JANUS WORLD FUNDS PLC	2,0	13,5		
MFS FUNDS VALUE FUND A2	MFS	10,5	13,1	-4,3	
AXA ROSENBERG US EQUITY ALPHA FUND	AXA ROSENBERG	13,1	12,9	-10,7	
HENDERSON HORIZON AMERICAN EQUITY	HENDERSON GLOBAL INVESTORS	11,2	11,8	-13,4	
SGAM EQUITIES US RELATIVE VALUE	SGAM FUNDS	11,8	11,2	5,1	
MORGAN STANLEY US VALUE EQUITY A	MORGAN STANLEY DEAN WITTER SICAV	10,0	11,1	-6,9	-7,1
JPMF US STRATEGIC VALUE FUND A	JP MORGAN FLEMING FUND	12,1	11,0	-1,7	
DEXIA QUANT EQUITIES L USA	DEXIA SICAV	12,0	10,9		
MERRILL LYNCH US FLEXIBLE EQUITY	M. LYNCH INVESTMENT MANAGERS	13,0	10,9		
JULIUS BAER MULTISTOCK - US VALUE STOCK	JULIUS BAER	10,5	10,8	-7,1	
JANUS TWENTY FUNDS A	JANUS WORLD FUNDS PLC	1,0	10,5	29,4	-31,5
JANUS CORE EQUITY FUND A	JANUS WORLD FUNDS PLC	0,7	10,1	19,9	
AMERICAN EXPR. EPIC U.S. LARGE CAP VALUE EQ AU	AMERICA EXPRESS FUND	11,5	10,0	-11,6	-49,6
FIDELITY F. AMERICAN DIVERIFIED FUND	FIDELITY FUNDS	12,2	9,4		
AXA WF II NORTH AMERICAN EQUITIES	AXA ROSENBERG	13,1	8,5		
DWS INVEST US EQUITIES	DWS INVEST	7,3	8,3	-5,7	
VITRUVIUS US EQUITY	VITRUVIUS SICAV	-3,1	8,3	17,6	
PIONEER NORTH AMERICA EQUITIES	PIONEER ASSET MANAGEMENT S.A.	10,2	7,7	-10,0	
PIONEER US RESEARCH EQUITY E	PIONEER ASSET MANAGEMENT S.A.	11,1	7,7	-6,5	-39,8
WILLEREQUITY NORTH AMERICA	WILLERFUNDS	9,1	7,5	-11,8	-39,7
NORDEA NORTH AMERICAN VALUE FUND	NORDEA	8,5	6,8	4,5	34,5
<b>MEDIE DI CATEGORIA</b>		<b>7,8</b>	<b>4,1</b>	<b>-11,3</b>	<b>-36,8</b>

#### I fondi azionari specializzati nelle grandi società delle Borse americane distribuiti in Italia

scita molto buoni nel lungo termine : questi sono i nostri settori preferiti. Non individuiamo, invece, opportunità interessanti nei settori ciclici, tecnologico ed energetico».

#### Valerio Salvati

«Preferiamo il settore dei consumi non ciclici ed i farmaceutici per la loro maggiore stabilità nella crescita degli utili in una fase di rallentamento complessivo, ed anche perché in questo momento sembrano essere sottovalutati dal mercato, che si sta focalizzando sui settori più legati al ciclo della spesa per investimenti».

#### Carlo Guarnaccia

«Il fondo ha un approccio bottom up fondato su una attenta selezione dei titoli. L'esposizione al settore dei consumi (sia ciclici che non) è rilevante ma è la risultante della con-

vinzione che in questi settori sia vincente la politica di attenta selezione dei titoli. Continua a piacerci il settore media (soprattutto le società meno legate al ciclo della pubblicità) in cui le valutazioni sono attraenti e la crescita ci appare stabile e costante. Anche il settore telecom ci appare interessante principalmente sulla base delle valutazioni e del fatto che la competizione sui prezzi è meno feroce rispetto al passato grazie ad un maggiore consolidamento del settore».

#### ? 4 Potete indicare 4-5 titoli che vi piacciono a Wall Street ?

#### Niccolò Foscari

«Pioneer natural resources: In questo contesto di restringimento dell'offerta di prodotti petroliferi, gli investimenti si indirizzeranno soprat-

tutto verso società di esplorazione e produzione. Pioneer Natural Resources si posiziona al meglio in questo scenario competitivo per la sua capacità di attirare investimenti da parte delle società integrate del settore. Inoltre, ha un buon posizionamento in Africa e nel Golfo del Messico, dove recentemente ha iniziato l'estrazione da nuovi giacimenti. **CVS Corporation:** è il secondo drug-store americano. Ha recentemente acquistato Eckerd Store e sta rendendo operativa questa transazione, ottenendo finora ottimi risultati. La crescita per trimestre della top-line è al di sopra dei concorrenti, lasciando quindi ben sperare anche per la seconda metà dell'anno. Il titolo è tuttora a sconto in termini di rapporto prezzo utili (p/e) rispetto al leader di mercato Walgreen Corporation. **Gi-lead Sciences:** è una società del comparto bio-farmaceutico che nel-

## I migliori fondi America mid e small cap

AZIONARI AMERICA MID E SMALL CAP FONDO COMUNE	CASA D'INVESTIMENTO	RENDIMENTI IN EURO			
		DA 1/1/05	1 ANNO	2 ANNI	3 ANNI
PKRIEDET BANK LUX EQUITY US SMALL COMP.	KRIEDET BANK	11,9	21,0	-0,4	
JPMF US SMALL CAP CORE A (SELECT)	JP MORGAN FLEMING INVEST. FUND	12,2	20,0	-7,8	-55,7
PIONEER US MID CAP VALUE E	PIONEER ASSET MANAGEMENT S.A.	13,3	15,2	13,9	
FORTIS L FUND EQUITY SMALL CAPS USA	FORTIS	10,9	13,0	7,1	
UBS EQ. FUND MID CAP USA B	UBS ASSET MANAGEMENT	12,7	13,0	-2,3	0,3
FORTIS L FUND EQUITY MID CAPS USA	FORTIS	12,2	13,0	3,2	-11,5
PIONEER US SMALL COMPANIES E	PIONEER ASSET MANAGEMENT S.A.	8,7	11,6	3,4	
MORGAN STANLEY US SMALL CAP GROWTH FUND A	MORGAN STANLEY DEAN WITTER SICAV	11,8	11,4	9,0	-29,4
JANUS STRATEGIC VALUE FUND A	JANUS WORLD FUNDS PLC	0,6	11,3	34,1	
SCHRODER U.S. SMALLER COMPANIES A	SCHRODERS	7,9	10,6	5,7	25,5
FINECO USA SMALL CAP VALUE	FINECO AM	7,3	10,4	7,6	
UBS EQ. FUND SMALL CAPS USA B	UBS ASSET MANAGEMENT	8,5	9,6	1,8	-10,3
PARVEST US SMALL CAP C	BNP PARIBAS ASSET MANAGEMENT	10,7	9,6	3,4	41,0
NEXTRA AZIONI PMI NORD AMERICA	NEXTRA IM SGR	8,6	7,9	0,8	-11,7
JPMF AMERICA MICRO CAP FUND A	JP MORGAN FLEMING FUND	6,4	7,8	11,1	27,2
MERRILL LYNCH US OPPORTUNITIES A	M.LYNCH INVESTMENT MANAGERS	7,7	7,6	2,5	
BNL US OPPORTUNITY B	BNL GLOBAL FUNDS PLC	4,8	7,3	5,6	19,7
FRANKLIN AGGRESSIVE GROWTH FUND	FRANKLIN TEMPLETON INVEST	4,9	7,1	-5,7	
FINECO USA SMALL CAP GROWTH	FINECO AM	5,5	6,6	1,8	-51,0
FONDITALIA EQUITY USA SMALL CAP	FIDEURAM GESTION SA	4,9	6,3	-2,6	
CITIEQUITY US SMALL CAP A	CITIGROUP A. M. (CITIEQUITY)	6,4	6,1	-10,9	-36,7
SGAM EQUITIES US SMALL CAP VALUE	SGAM FUNDS	7,0	5,8	-8,4	
MERRILL LYNCH US SMALL CAP VALUE A	M.LYNCH INVESTMENT MANAGERS	7,0	4,9		
INVESCO G.T. AMERICAN ENTERPRISE FUND	INVESCO GT SICAV	10,1	4,7	-11,5	-50,8
GOLDMAN SACHS US GROWTH EQUITY PORT. (\$)	GOLDMAN SACHS A. M.	7,0	4,5	-2,3	
<b>MEDIE DI CATEGORIA</b>		<b>6,3</b>	<b>5,1</b>	<b>-2,5</b>	<b>-22,5</b>

I fondi azionari specializzati nelle medie e piccole società delle Borse americane distribuiti in Italia

l'ultimo periodo ha battuto più volte le aspettative del mercato, sia in termini di ricavi sia di utile per azione. La sua forza rimane comunque nel mix di prodotto, con una pipe-line che comprende medicinali per il trattamento e la cura dell'Aids che combinano più eccipienti per un'efficacia migliore. **Caterpillar:** una delle nostre migliori scelte per il 2005. Rimane a sconto rispetto ai propri concorrenti e ha un margine operativo superiore alla media del settore. Sono buone anche le prospettive di crescita degli utili per la seconda metà dell'anno".

### Ed Walczak.

«Fannie Mae, Freddie Mac, AIG, Berkshire Hathaway. L'essenza nel nostro approccio è la ricerca di qualità, in business affidabili. Quando noi continuiamo a credere nei fondamentali dell'azienda e

nella forza delle prospettive e medio lungo termine del suo business non ci preoccupiamo di soffrire nel breve periodo e manteniamo in portafoglio a patto che mantenga inalterate le condizioni di qualità e sottovalutazioni che ce l'hanno fatta preferire».

### Carlo Guarnaccia

«**Time Warner inc:** E' l'unica società media che abbia un portafoglio di asset ben diversificato con distribuzione e contenuti. E' una società che ritengo in grado di crescere organicamente fatturato e profitti tra l'8-10% e tratta a solo 8 volte l'EBITDA. Inoltre è poco indebitata e genera molta cassa, che credo verrà restituita sempre più in maniera predominante agli azionisti (hanno appena introdotto un dividendo e stanno pensando ad un piano di riciclaggio delle azioni).

## Da sapere

### ■ Benchmark

E' un indice o un paniere di indici che descrive l'andamento di un mercato finanziario (azionario, obbligazionario ecc.). E' il parametro di riferimento che viene utilizzato per confrontare in modo sistematico e omogeneo l'andamento di un titolo (azione o obbligazione) o di un fondo o di una gestione patrimoniale.

**Cendant corp.:** E' una holding esposta al business viaggi e delle agenzie immobiliari. Nonostante entrambi questi business stiano andando molto bene in Us, il titolo tratta solo 12 volte gli utili. LA società sta disinvestendo i business non core e si sta focalizzando sui business principali. I ricavi reinventi dalle vendite sono e saranno, amio avviso restituiti agli azionisti. **Xerox corp:** Insieme a Canon è il player dominante nella produzione-sviluppo e gestione di sistemi per l'ufficio. Mentre Canon ha sempre più focalizzato il suo business sul bianco e nero, Xerox si sta concentrando sul Color. Ritengo che abbia una gamma di prodotti interessanti e stia riguadagnando quote di mercato. Grossa parte del fatturato (circa il 70%) deriva dai servizi post vendita ed è molto poco volatile. Il titolo tratta 13 volte gli utili". ■