

CORPORATE BOND? SÌ, MA NON TROPPI

Il mercato è nervoso e volatile. Il rendimento in più rispetto ai titoli di Stato è limitato. I fondi non aumentano le posizioni. Ma per chi sa scegliere ci sono occasioni. L'alternativa degli Etf

■ di Paolo Moresini

E, meglio un Etf o un fondo comune corporate bond euro? In ogni caso: è il momento giusto per investire in obbligazioni societarie? E con quale strategie? Meglio i titoli del settore delle utilities o quelli delle telecom? Conviene puntare sulle scadenze più brevi o quelle più lunghe? Sono questi gli interrogativi che si pone chi ragiona su un investimento oggi in corporate bond. Per avere le idee più chiare della situazione e consentire scelte consapevoli, *Investire* ha riunito sull'argomento alcuni tra i più attivi gestori corporate bond, cui ha rivolto le domande più ricorrenti.

? Come confrontate il vostro fondo con l' iShare iBoxx eur liquide corporate, l'Etf che riproduce l'indice delle obbligazioni societarie?

«Gli Etf in genere sono prodotti gestiti passivamente mentre i fondi d'investimento adottano generalmente una gestione attiva e dinamica», risponde **Vittorio Coruzzi**, gestore mercato obbligazionario corporate e gestore del fondo CA-am Mida obbligazionario corporate euro di Crédit Agricole am Sgr. Precisa ancora Coruzzi: «Si possono avere delle variazioni significative rispetto ad un indice di riferimento, ma il gestore del fondo ha comunque la facoltà e la possibilità di prendere scommesse diverse rispetto al mercato e di conseguenza rispetto all'indice. A nostro avviso, i punti deboli dell'Etf iShare iBoxx eur liquide corporate sono innanzitutto il fatto che

include soltanto 40 titoli con un peso che va da un minimo di 1,7% a un massimo di 6,5%. Inoltre, 25 di questi 40 titoli sono concentrati tra il 2% e il 6,5% di peso». Al contrario, fa notare Coruzzi, i fondi corporate invece utilizzano indici composti da più emittenti e di conseguenza emissioni, che generalmente possono variare da 500 a circa 1.000 titoli; in questo modo la diversificazione emittente e settoriale che il gestore di un fondo corporate può effettuare è sicuramente maggiore. «In aggiunta, noi adottiamo una gestione attiva che ci permette, nel caso in cui un emittente sia colpito da un problema finanziario e/o industriale, di evitare di avere in portafoglio nomi 'problematici' o, in alcuni casi, attribuire a questi titoli un peso minore. In quest'ottica, il caso General Motors e Ford sono l'esempio più significativo: il peso nell'Etf dovrebbe essere rilevante, mentre in un fondo corporate il gestore decide di non avere il titolo o di concentrarlo su di una parte di curva meno rischiosa».

L'Etf, inoltre, è la replica di un indice e non tiene conto della gestione della duration (ovvero della variazione della scadenza media dei titoli che compongono il paniere), mentre, in un fondo di investimento corporate la gestione della curva del credito è fondamentale. «Infatti noi gestiamo attivamente scadenze diverse di emittenti differenti a seconda delle condizioni della società e del mercato, e prendiamo posizioni di sovrappeso (over-weight) o sottopeso (under-weight) di duration globale nei confronti dell'indice stesso» è la punta-

Focus

■ I rendimenti delle obbligazioni societarie (corporate bond) non sono tanto più alti di quelli dei titoli di Stato da giustificare in questo momento maggiori investimenti. In ogni caso è consigliabile orientarsi verso titoli di società che hanno il rating (grado di affidabilità) più alto.

■ Quale percentuale del proprio investimento totale in obbligazioni è bene destinare in questo momento ai corporate bond? Anche i gestori dei fondi specializzati consigliano di orientarsi sul 25-30%, non di più. Piuttosto si potrebbe stare sul 20%, pronti a comprare ancora un po' di titoli non appena le quotazioni dovessero scendere.



Leonardo
Basile
CAPITALGEST

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

Confronto (teorico) tra l'Etf specializzato e i fondi gestiti

lizzazione di Coruzzi.

Gli fa eco **Michele Zotta**, gestore del fondo Generali corporate bond euro: «L'Etf iShare iBoxx EUR Liquid Corporate presenta delle regole di inclusione abbastanza rigide; per esempio è composto da una rosa ristretta a 40 titoli e ammette un solo bond per emittente; il ribilanciamento (l'operazione tramite la quale si ristabilisce il peso di ogni titoli in proporzione al totale dell'indice, ndr) avviene trimestralmente, e non mensilmente. Tale meccanismo comporta un consistente 'duration drift' (il termine tecnico che indica la variazione della scadenza media dei titoli in portafoglio dovuta agli andamenti dei prezzi di mercato e non alle scelte del gestore, ndr). In generale, riteniamo che punti deboli dell'Etf siano la scarsa rappresentatività del comparto obbligazionario corporate europeo e l'eccessiva rigidità dovuta al ribilanciamento trimestrale. Queste due caratteristiche portano ad uno svantaggio in termini di diversificazione e ad una rigidità di gestione». Il fondo Generali am Euro Corporate Bond ha una linea di gestione improntata all'approccio top-down (analisi macro economica dalla quale scaturiscono le scelte di portafoglio in termini di settori e scadenze, ndr). Tale

“ L'Etf ha appena 40 titoli e viene ribilanciato soltanto ogni tre mesi ”

approccio permette una più flessibile gestione delle scelte di asset allocation e di selezione dei singoli titoli, al fine di sfruttare al meglio le opportunità offerte dai mercati finanziari e di ottimizzare il profilo rischio/rendimento del fondo. «Il fondo», specifica Zotta, «presenta un buon livello di diversificazione, anche grazie ad investimenti in titoli con limitata liquidità (banche italiane di piccole dimensioni o titoli industriali con business specifici), che presentano rendimenti superiori ai titoli liquidi a parità di rischio». Per **Leonardo Basile**, gestore di Capitalgest corporate bond euro, i punti di forza di un fondo comune rispetto ad un Etf riguardano soprattutto lo stile di gestione, passivo nel caso degli Etf (che si limita grosso modo a replicare un benchmark) e attivo nel caso dei fondi comuni. «Ciò significa che il sottoscrittore di un fondo

comune può beneficiare delle competenze della sgr per la gestione sia del rischio di credito e sia del rischio tasso mediante posizioni attive di sovrappeso o sottopeso. Ne discende tuttavia che le commissioni di gestione sono tendenzialmente più alte per un fondo comune rispetto ad un Etf», ammette Basile.

Il team di gestione obbligazionario corporate di Nextra, oltre a tutti i punti che giocano a sfavore dell'etf sollevati dai colleghi a proposito dell'etf iShare iBoxx eur liquide corporate sottolinea un altro punto critico. Nel caso di rapido deterioramento del merito di credito di un emittente, fanno osservare i gestori di Nextra, l'Etf si prende l'intera perdita dal momento del deterioramento fino alla scadenza del mese o, nel peggiore dei casi, fino al ribilanciamento del portafoglio trimestrale. Per quanto riguarda il fondo Nextra invece il deterioramento viene tenuto sotto osservazione ogni giorno e la dismissione può essere molto veloce e efficiente. Inoltre il fondo Nextra non ha una rigidità di vendita nel caso in cui l'emittente diventi High yield (ovvero passi dalla scala di rating investment grade inferiore alla scala non investment grade, ndr) ma può liquidare le posizioni tenendo

Michele Zotta
GENERALI

«IL NOSTRO FONDO È SOVRAESPOSTO SUI TITOLI A 7-10 ANNI A SCAPITO DI QUELLI A 3-5 ANNI»



Gianluca Ferretti
BIPIEMME GESTIONI

«IN PORTAFOGLIO ABBIAMO SOPRATTUTTO TITOLI BANCARI E UTILITY PER LA LORO NATURA DIFENSIVA».



Vittorio Coruzzi
CRÉDIT AGRICOLE

«SULLE SCADENZE BREVI MEGLIO LE EMISSIONI DI SOCIETÀ INDUSTRIALI. SULLE MEDIE DA PREFERIRE LE TELECOMUNICAZIONI».



Marco Ratti
NEXTRA

IL TEAM DI NEXTRA RITIENE CHE MANTENENDOSI SU TITOLI CON RATING ELEVATI OTTENGONO ANCORA RENDIMENTI CHE PREMIANO L'INVESTIMENTO.

Fondi obbligazionari euro governativi m/l: i rendimenti

OBBLIGAZIONARI EURO GOVERNATIVI A M/L TERMINE		RENDIMENTI AL 29.4.2005				
FONDO COMUNE	SOCIETÀ DI GESTIONE	DA 1/1/05	6 MESI	1 ANNO	3 ANNI	5 ANNI
SANPAOLO OBBLIGAZ. EURO LT	SANPAOLO IMI A.M. SGR	2,92%	5,15%	8,85%	11,74%	23,76%
NEXTRA LONG BOND EURO	NEXTRA I.M.SGR	2,52%	4,86%	8,58%	11,39%	21,06%
GESTIELLE LT EURO	ALETTI GESTIELLE A.M. SGR	2,05%	3,58%	7,09%	9,83%	20,40%
VEGAGEST OBBL. EURO LT	VEGAGEST SGR	2,20%	3,58%	7,02%	10,84%	
LEONARDO OBBLIGAZIONARIO ITALIA	LEONARDO SGR	1,89%	3,42%	6,48%	8,84%	17,38%
EPSILON Q. INCOME. EURO	EPSILON SGR	2,18%	3,56%	6,46%	9,26%	19,17%
CREDIT SUISSE OBBLIG. ITALIA	CREDIT SUISSE A.M. FUND SGR	1,94%	3,52%	6,46%	8,77%	17,30%
SANPAOLO OBBLIGAZ. EURO DINAMICO	SANPAOLO IMI A.M. SGR	2,14%	3,64%	6,26%	8,77%	18,12%
NEXTRA BOND EURO	NEXTRA I.M.SGR	1,89%	3,26%	5,96%	8,44%	17,52%
BANCOPOSTA OBBLIG. EURO	BANCOPOSTA FONDI SGR	1,95%	3,23%	5,91%	8,81%	18,13%
RAS OBBLIGAZIONARIO L	RAS A.M. SGR	1,75%	3,02%	5,83%	8,38%	17,15%
GENERALI BOND EURO	GENERALI AM SGR	1,91%	3,33%	5,78%	8,28%	17,05%
AUREO RENDITA	AUREO GESTIONI SGR	1,76%	3,16%	5,75%	8,33%	16,14%
VEGAGEST OBBLIGAZIONARIO EURO	VEGAGEST SGR	1,80%	2,94%	5,56%	7,89%	16,64%
ARCA RR	ARCA SGR	1,70%	2,92%	5,52%	8,13%	17,77%
RAS OBBLIGAZIONARIO T	RAS A.M. SGR	1,64%	2,84%	5,44%		
GESTIELLE ETICO OBBLIGAZIONARIO	ALETTI GESTIELLE A.M. SGR	1,60%	2,75%	5,41%	7,57%	
PRIMAVERA BOND EURO	NEXTRA I.M.SGR	1,91%	3,12%	5,39%		
ASTESE OBBLIGAZIONARIO	BIPIELLE FONDICRI SGR	1,61%	2,67%	5,38%	7,89%	16,08%
BIM OBBLIGAZIONARIO EURO	BIM INTERMOBILARE SGR	1,54%	2,87%	5,37%	7,95%	16,85%
FONDERSEL EURO	ERSEL A.M. SGR	1,43%	2,68%	5,33%	7,77%	16,65%
FINECO REDDITO	FINECO AM SGR	1,83%	2,98%	5,31%	7,88%	16,71%
BNL EURO OBBLIGAZIONI	BNL GESTIONI SGR	1,69%	2,90%	5,22%	7,29%	15,11%
CA-AM MIDA OBBLIGAZIONARIO	CA A.M.SGR	1,49%	2,77%	5,18%	7,49%	16,07%
PIONEER OBBL. EURO GOV. A. DISTRIBUZ. A	PIONEER I. M.	1,48%	2,55%	5,15%	7,75%	16,27%
BPU PRAMERICA EURO M/L TERMINE	BPU PRAMERICA SGR	1,69%	2,76%	5,10%	7,97%	16,56%
PIONEER OBBL. EURO GOV. M/ L TERMINE A	PIONEER I. M.	1,52%	2,60%	5,02%	7,56%	15,62%
EUROCONSULT OBBLIGAZ. M/L TERMINE	SYSTEMA AM SGR	1,94%	3,07%	4,96%	7,07%	
PIONEER OBBL. EURO GOV. M/ L TERMINE B	PIONEER I. M.	1,45%	2,48%	4,79%	7,08%	14,85%
BIPIELLE FONDICRI CEDOLA	BIPIELLE FONDICRI SGR	1,55%	2,56%	4,75%	7,10%	14,65%
BIPIELLE FONDICRI OBBL. EURO	BIPIELLE FONDICRI SGR	1,58%	2,55%	4,70%	7,13%	15,38%
IMIREND	FIDEURAM. INVESTIMENTI SGR	1,47%	2,49%	4,68%	6,33%	12,12%
AZIMUT FIXED RATE	AZIMUT SGR	1,44%	2,55%	4,65%	7,18%	15,85%
NORDFONDO OBBLIG. EUROPA	GESTNORD FONDI SGR	1,86%	2,70%	4,62%	6,59%	12,00%
EUROMOBILIARE EURO L.T.	EUROMOBILIARE A.M. SGR	1,10%	2,28%	4,50%	7,08%	14,38%
OPTIMA OBBLIGAZIONARIO	OPTIMA SGR	1,38%	2,44%	4,47%	6,50%	14,31%
SAI EURO OBBLIGAZIONARIO	EFFE GESTIONI SGR	1,28%	2,28%	4,44%	7,47%	15,73%
B.PVI OBBLIGAZIONARIO EURO	B.PVI FONDI SGR	1,46%	2,41%	4,41%	6,51%	14,51%
NEXTRA SR BOND	NEXTRA I.M.SGR	1,54%	2,62%	4,39%	6,32%	
BIPIEMME EUROPE BOND	BIPIEMME GESTIONI SGR	1,52%	2,37%	4,37%	6,72%	14,19%
OPENFUND EURO BOND	GESTNORD FONDI SGR	1,22%	2,46%	4,37%	6,38%	11,52%
NORDFONDO OBBLIG. EURO M.L. TERMINE	GESTNORD FONDI SGR	1,44%	2,45%	4,34%	6,23%	13,16%
APULIA OBBLIG. EURO MEDIO TERMINE	GESTNORD FONDI SGR	1,49%	2,38%	4,23%	6,05%	12,54%
MEDIOLANUM ITALMONEY	MEDIOLANUM GEST. FONDI SGR	1,21%	2,09%	4,17%	5,98%	11,36%
MEDIOLANUM EUROMONEY	MEDIOLANUM GEST. FONDI SGR	1,38%	2,16%	4,13%	5,84%	10,03%
CAPITALGEST BOND EURO	CAPITALGEST SGR	1,40%	2,10%	4,05%	6,30%	13,44%
FINECO AM EURO BOND	FINECO AM SGR	1,46%	2,28%	4,05%	6,39%	13,18%
DWS F&F EUROREDDITO	DWS INVESTMENTS ITALY SGR	1,29%	2,27%	4,04%	6,42%	12,18%
DWS EURO RISK	DWS INVESTMENTS ITALY SGR	1,36%	2,31%	3,94%	6,55%	12,56%
GESTIELLE MT EURO	ALETTI GESTIELLE A.M. SGR	1,27%	1,85%	3,90%	6,29%	14,18%

Compleanno Etf

Un anno fa esordivano sul circuito di Piazza Affari i primi due etf obbligazionari: l'Euromts global della Lyxor am e l'iBoxx eur liquid corporate di Barclays Gi. Il primo replica il più fedelmente possibile l'indice EuroMTS Global. Un indice, quest'ultimo, espresso in euro e che misura la performance dell'intera curva dei tassi del mercato dei Titoli di Stato della zona euro.

Il secondo ha invece l'obiettivo di riflettere l'andamento dell'indice iBoxx euro liquid corporates che a sua volta riproduce le performance delle emissioni obbligazionarie societarie più liquide denominate in euro. In particolare il paniere che conta su 40 titoli e che viene rivisto ogni tre mesi (alla fine di febbraio, maggio, agosto e novembre), include titoli di emittenti con rating minimo investment grade (non inferiore, cioè, al rating BBB- della scala S&P o al rating Baa3 della scala di Moody's) i cui prezzi sono forniti da un consorzio di primarie banche internazionali: Abn Amro, Barclays, Bnp Paribas, Deutsche Bank, Dresdner Kleinwort, Morgan Stanle, UBS Warburg.

Nella tabella i migliori fondi obbligazionari specializzati in titoli di stato area euro a medio lungo termine con i rispettivi rendimenti dall'inizio dell'anno, a sei mesi, a uno, tre e cinque anni.

Fondi obbligazionari euro corporate inv. grade: i rendimenti

OBBLIGAZIONARI EURO CORP. INV.GRADE FONDO COMUNE	SOCIETÀ DI GESTIONE	RENDIMENTI AL 29.4.2005				
		YTD 2005	6 MESI	1 ANNO	2 ANNI	3 ANNI
PIONEER OBBL.EURO CORP. ETICO A DISTRIB.	PIONEER INVESTMENT MANAG.	2,71%	3,80%	6,58%		
GENERALI CORPORATE BOND EURO	GENERALI AM SGR	1,13%	2,71%	5,37%	9,54%	18,63%
NEXTRA BOND CORPORATE EURO	NEXTRA I.M.SGR	0,99%	2,13%	4,87%	9,30%	18,44%
CA-AM MIDA OBBL. CORP. EURO (EURO RATING)	CA A.M.SGR	1,34%	2,43%	4,85%	9,08%	18,40%
SANPAOLO OBBL.EURO CORPORATE	SANPAOLO IMI A.M. SGR	1,13%	2,25%	4,74%	8,69%	
BIPIEMME CORP.BOND EURO	BIPIEMME GESTIONI SGR	1,22%	2,32%	4,66%	9,42%	18,59%
SAI OBBL. CORPORATE (EFFE OBBL.CORPORATE)	EFFE GESTIONI SGR	1,00%	2,16%	4,55%	7,50%	13,75%
CAPITALGEST BOND CORPORATE	CAPITALGEST SGR	0,80%	1,88%	4,39%	9,26%	19,05%
NORDFONDO OBBLIG. EURO CORPORATE	GESTNORD FONDI SGR	1,04%	1,81%	4,09%	7,63%	15,70%
AUREO CORPORATE BOND	AUREO GESTIONI SGR	1,18%	2,07%	4,06%	6,64%	
GESTIELLE CORPORATE BOND	ALETTI GESTIELLE A.M. SGR	1,01%	1,86%	4,06%	7,38%	15,36%
PRIMAVERA BOND CORPORATE EURO	NEXTRA I.M.SGR	0,87%	1,76%	4,00%		
DUCCATO FIX IMPRESE	MONTEPASCHI A.M.SGR	0,79%	1,85%	3,84%	8,18%	16,31%
DWS CORPORATE BOND LC	DWS INVESTMENTS ITALY SGR	1,17%	2,00%	3,74%	8,51%	17,81%
CARIGE CORPORATE EURO	CARIGE AM SGR	1,02%	1,81%	3,50%	5,58%	11,66%
BNL OBBLIGAZIONI EURO CORPORATE	BNL GESTIONI SGR	0,71%	1,58%	2,52%	-0,46%	-8,83%
NEXTRA CORPORATE BREVE TERMINE	NEXTRA I.M.SGR	0,70%	1,15%	2,49%	5,22%	9,63%
ABIS CASH	ABIS SGR	0,18%	0,83%	1,34%	-1,15%	
SANPAOLO TASSO VARIABILE	SANPAOLO IMI A.M. SGR	0,35%	0,53%	1,09%	2,34%	4,59%
IBOXX EUR LIQUIDE CORPORATE	BARCLAYS GI	0,69%	3,46%	7,09%		
IND.FCI OBBL.AREA EURO CORP.INV.GRADE		0,92%	1,68%	3,65%		

I rendimenti dei fondi specializzati in obbligazioni societarie (corporate) in euro con rating cosiddetti investment grade (i maggiori gradi di affidabilità del debitore)

conto delle condizioni di mercato più vantaggiose: l'Etf invece sostituisce il titolo alla fine del mese senza considerazioni sul prezzo di vendita.

Qual è la vostra attuale visione sul mercato corporate bond euro?

«Il recente, significativo allargamento dei rendimenti sui corporate avvenuto nelle ultime settimane ha riportato gli spread sui livelli di inizio 2004. Per quanto i valori attuali siano molto più interessanti rispetto ad un paio di mesi or sono, essi non hanno raggiunto livelli tali da giustificare una posizione di significativo sovrappeso sul comparto. In altri termini, gli spread attuali costituiscono una buona occasione di acquisto, con l'obiettivo di ridurre la posizione di sottopeso, ma potrebbero presentarsi occasioni migliori per costruire una posizione di sovrappeso», sentenza senza mezzi termini **Gianluca Ferretti**, direttore investimenti obbligazionari di Bipiemme gestioni. **Vittorio Coruzzi** di Crédit Agricole è sostanzialmente d'accordo: «Al momento siamo cauti su di un potenziale e ulteriore restringimento degli

spread. La nostra posizione in corporate è piuttosto difensiva. Pertanto riteniamo che una serie di eventi come operazioni di M&A (merger and acquisition, le acquisizioni e le fusioni, ndr), operazioni di LBO (leverage buy out, le acquisizioni di aziende facendo ricorso alla leva del debito, ndr) e soprattutto alcuni problemi industriali e finanziari che hanno colpito le società americane di auto (in particolare Ford e General Motors) possano creare tensioni sul mercato delle obbligazioni societarie.

Oggi come non mai la diversificazione settoriale e il bond picking (la selezione accurata delle obbligazioni, ndr) sono fondamentali per cercare extra rendimento in un mercato nervoso e volatile».

Anche perché, come fa notare **Leonardo Basile** di Capitalgest, gli spread (gli extra rendimenti rispetto a titoli governativi di pari durata, ndr) sui corporate bond, nonostante qualche allargamento concentrato su singoli emittenti, rimangono vicini ai minimi storici. «Il focus delle imprese sembra essere rivolto ormai non tanto all'ulteriore riduzione del debito, ma alla creazione di valore

per gli azionisti (tramite acquisizioni, riacquisto di azioni proprie, investimenti etc). Il ciclo di rialzo dei tassi Fed negli Stati Uniti sembra poter proseguire, rendendo meno appetibili i corporate bonds, con possibile contagio anche per il mercato europeo. Per questa serie di ragioni la visione su questa asset class rimane piuttosto cauta e di leggero sottopeso» è la conclusione di Basile.

Per **Michele Zotta** di Generali invece l'economia mondiale si trova ora in una fase di moderata crescita e, dopo l'eccessivo restringimento degli spreads osservato nella prima parte dell'anno, si è assistito ad un riposizionamento dei prezzi dei titoli corporate che ne hanno allargato gli stessi spreads. «Vari fattori tecnici ci portano a considerare il corrente livello degli spread adeguato, con una stabile prospettiva per i mesi a venire», afferma **Michele Zotta** di Generali.

IL team di Nextra ritiene invece che nel mercato corporate bond ci siano più rischi che opportunità. I rischi maggiori individuati dagli specialisti di settore della sgr del gruppo Banca Intesa si riferiscono alle operazioni di Lbo (leverage buy out) che sono in

crescita sia in Europa che negli Stati Uniti: i fondi di private equity hanno raggiunto masse molto consistenti e sono i maggiori potenziali acquirenti di società o anche di parti di società. Inoltre c'è una generale visione del management delle società a favorire la distribuzione dei flussi di cassa prodotti agli azionisti: dopo circa due anni di riduzione generalizzata del debito e di utilizzo dei flussi di cassa per rimpinguare lo stato patrimoniale, le strategie aziendali sono tornate a guardare più alla crescita del fatturato che non alla situazione debitoria. L'andamento delle valutazioni (tramite le agenzie di rating) è positivo oramai da un anno ma non è bastato a far tornare i rating della media delle società ai livelli pre-crisi del 2000; questo determina che il nuovo ciclo di indebitamento che sta per avviarsi partirà da scalini di rating più bassi e quindi più rischiosi per gli investitori. Non man-

corporate», dice **Vittorio Coruzzi** di Credit Agricole. Mentre **Gianluca Ferretti** di Bipiemme spiega: «La posizione di sottopeso è stata ridotta, ma si passerà ad una posizione di sovrappeso allorquando saranno finiti i timori di rallentamento economico che si stanno vivendo in questi giorni e sarà diminuita la volatilità sui mercati. Il portafoglio continua ad essere molto concentrato in termini settoriali. I settori preferiti sono ancora i seguenti: telefonici, bancari, utility, per la loro natura abbastanza difensiva. Il settore automobilistico, invece, è considerato ancora troppo nebuloso e volatile per giustificare un investimento. L'allargamento recente ha interessato maggiormente i rating più bassi e ciò ha costituito un'opportunità per aumentare i rating "A" e "BBB" sul fondo. Per quanto concerne le scadenze, le curve degli spread hanno vissuto una fase di significativo ir-

tenti BBB è stata ridotta a vantaggio degli emittenti A e AA.

4 Quali i settori, i rating e le scadenze preferite?

Vittorio Coruzzi di Credit Agricole nel breve preferisce il settore industriale (e in particolare i titoli con rating BBB), mentre nelle scadenze intermedie l'attenzione è sulle emissioni telecom (rating BBB e A). Non ci sono particolari preferenze su settori più difensivi come utilities e finanziari (dove sono privilegiate le emissioni con rating A e AA), dove il gestore ha spalmato gli acquisti lungo tutta la curva dei rendimenti tranne che sul comparto dei trent'anni, dove ha preferito, almeno per il momento, essere investito esclusivamente sui titoli di Stato europei.

«Il nostro fondo», è invece la ricetta di **Michele Zotta** di Generali, presenta una sovraesposizione ai settori telecom e subordinati finanziari e sottoposizione ai senior bancari e auto (soprattutto sui titoli con scadenza lunga). Il fondo è inoltre sovraesposto ai titoli il cui rating sia BBB. In termini di scadenze, l'area 7-10 anni rappresenta la maggiore sovraesposizione, a scapito dell'area 3-5 anni»

5 Infine in un portafoglio 100% obbligazionario, con orizzonte temporale 36 mesi (e con possibilità di risistemarlo tra 12 mesi), propensione al rischio media, quale quota consigliereste di attribuire al vostro fondo corporate bond euro?

«Consigliamo di investire nel fondo corporate il 20% di un ipotetico portafoglio 100% obbligazionario» è il suggerimento finale di **Coruzzi** mentre **Zotta** ritiene che il 30% possa essere una percentuale che risponde a criteri di ottimizzazione del portafoglio.

Gianluca Ferretti di Bipiemme afferma che la soluzione potrebbe essere tra il 25% e il 30%, con l'obiettivo di incrementare tale percentuale durante un'eventuale, ulteriore correzione del mercato.

Leonardo Basile di Capitalgest è sulla stessa linea: «Direi un 30% circa». ■

“ I rating non sono ancora tornati ai livelli di prima della crisi del 2000 ”

cano però. neppure per i gestori Nexta, alcuni fattori a favore del mercato corporate. L'extra rendimento offerto rispetto ai titoli governativi rimane ancora attraente. Mantenendosi su titoli con rating elevati si ottengono ancora rendimenti che premiano l'investimento in corporate rispetto a quello in titoli governativi. La selezione dei crediti però è diventata sempre più determinante per aggiungere valore alle performance di portafoglio.

3 Quale la strategia di portafoglio del vostro fondo?

«La strategia adottata per il fondo CA-am Mida obbligazionario corporate euro è quella di diversificare il più possibile il portafoglio, attraverso una scelta che combina l'analisi del rischio sistemico e la selezione dei titoli (bond picking). Un'altra variabile fondamentale che teniamo d'occhio per la composizione del portafoglio è la gestione della curva degli emittenti

ripidimento; in questa fase abbiamo provveduto ad allungare la scadenza media dei titoli in portafoglio»

Generali am euro corporate bond, dal canto suo, presenta una sovraesposizione al rischio corporate. La strategia del gestore è di mantenere l'attuale allocazione per i prossimi mesi, procedendo ad una graduale riduzione della sovraesposizione verso la fine dell'anno.

Capitalgest corporate bond euro ha attualmente una duration (scadenza media di portafoglio) in linea con quella del benchmark: il gestore preferisce non assumersi quindi nessun rischio su eventuali variazioni dei tassi di interesse di mercato; è invece sottopesato verso le emissioni corporate dimostrando che teme una possibile penalizzazione di questi titoli rispetto al resto del mercato obbligazionario euro. Sono preferiti i titoli con scadenze brevi di emittenti solidi e poco esposti al ciclo economico (telecom e utility soprattutto). Recentemente l'esposizione verso gli emit-

ALLA SCOPERTA DEGLI OBBLI-ETF

1 INNANZITUTTO: È CORRETTO CONFRONTARE I DUE PRODOTTI (ETF E FONDI COMUNI) OPPURE CI SONO DEI DISTINGUO DA FARE? E SE SÌ, QUALI?

Prima di tutto, terrei a precisare che gli Etf sono fondo comuni, anche se quotati in Borsa e negoziabili come azioni. Più che sulla struttura, il confronto va effettuato tra stili di gestione attiva piuttosto che passiva. L'obiettivo di gestione passiva degli Etf è chiaro: replicare nel modo più fedele possibile la performance dell'indice total-return prefissato (prendendo dunque in considerazione anche gli eventuali dividendi o cedole distribuiti dai titoli che compongono l'indice replicato) limitando al massimo la commissione di gestione, il tutto in un'ottica di totale trasparenza di valorizzazione dello strumento. I fondi comuni tradizionali si prefiggono, invece, un obiettivo di gestione attiva: fare meglio del benchmark prescelto. A fronte di questo impegno vengono richiesti diversi tipi di commissioni come compenso dello sforzo effettuato per offrire una sovra-performance. A parità di benchmark o di mercato prescelto, ha perfettamente senso, dunque, effettuare un confronto tra l'efficacia della gestione passiva degli Etf e quella attiva dei fondi

comuni tradizionali, tenendo sotto stretto controllo performance e costi. Molti studi dimostrano come la maggior parte dei fondi a gestione attiva non riesce, al netto delle commissioni, a battere l'indice total-return (inclusi i dividendi distribuiti, ndr) che si erano fissati come obiettivo. In tutti questi casi, era probabilmente più redditizio prendere posizione su un Etf ancorato allo stesso benchmark. Storicamente gli Etf, o più in generale i fondi a gestione passiva, sono proprio nati come strumenti alternativi al risparmio gestito tradizionale, dopo che molti studi hanno messo in evidenza come la maggior parte dei fondi comuni con obiettivi di gestione attiva, nel corso del tempo, non siano stati in grado di battere il mercato o il benchmark che si erano prefissati di superare.

2 PIÙ IN PARTICOLARE, QUALI SONO LE CARATTERISTICHE DEL LYXOR ETF EUROMTS GLOBAL?

Le principali caratteristiche del Lyxor Etf EuroMTS Global sono principalmente:

- La trasparenza: il Lyxor Etf EuroMTS Global ha come obiettivo di replicare l'andamento dell'indice EuroMTS Global che misura la performance dei titoli di Stato della zona euro più



Alexandre Vecchio
LYXOR AM

RESPONSABILE DEGLI ETF DI LYXOR AM (GRUPPO SOCIETÀ GENERALE)

rappresentativi e liquidi. Questo obiettivo di gestione è stato centrato in modo estremamente soddisfacente con una correlazione tra Etf e indice di 99,6% (Fonte Sanpaolo Istituzionale - Q4 2004)

- La liquidità: con uno spread medio di 0,07% (Fonte Lipper - Febbraio 2005), il Lyxor Etf EuroMTS Global fa parte dei dieci Etf più liquidi quotati sulla Borsa Italiana, l'Etf più liquido essendo il Lyxor Etf S&P/MIB con uno spread di 0,01%.

- La diversificazione: il Lyxor Etf EuroMTS Global consente di diversificare il proprio investimento prendendo posizione su 109 titoli di Stato che rappresentano in modo ottimale la struttura del debito della zona euro nonché le diverse scadenze che compongono la curva dei tassi.

- L'economicità: con una commissione di gestione annua di 0,165% il Lyxor Etf EuroMTS Global è il secondo Etf meno costoso quotato sul segmento MTF di Borsa Italiana.

3 A CHI PUÒ ESSERE CONSIGLIATO QUESTO ETF? E CON QUALI AVVERTENZE?

Il Lyxor Etf EuroMTS Global è consigliato a tutti gli investitori che abbiano una buona conoscenza dei mercati obbligazionari per investimenti sia di breve che di lungo periodo. Ovviamente va tenuto in considerazione il fatto che l'Etf non è un bond e perciò non garantisce un rimborso del capitale ad una scadenza. Prima dell'investimento è caldamente raccomandata una visita sui siti www.borsaitalia.it nonché www.euromtsindex.com dove sono reperibili tutte le informazioni sia sul funzionamento dell'Etf che dell'indice EuroMTS Global.

4 NEL SUO PRIMO ANNO DI ATTIVITÀ IN ITALIA È POSSIBILE FORNIRE UNA STIMA DI UTILIZZO, IN PERCENTUALE, DI QUESTO ETF DA PARTE DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI E DA PARTE DEL PUBBLICO?

L'importo medio dei contratti negoziati sul Lyxor Etf EuroMTS Global negoziati sul mercato italiano negli ultimi sei mesi è stato di 68.106 euro, molto al di sopra dell'importo medio del mercato uguale a 26.187 euro. Questo dato lascia pensare che per ora l'Etf sia stato utilizzato prevalentemente da investitori istituzionali anche se le richieste di informazioni da parte di privati sono numerose.