

Focus

Ecco le strategie da adottare secondo alcuni tra i più importanti gestori internazionali ai quali **INVESTIRE** ha chiesto che cosa si deve fare adesso con i propri investimenti.

■ **AZIONI:** niente fughe. Puntare sui titoli difensivi, sui petroliferi e le energie, anche alternative, e sui tecnologici. La fase di volatilità, tuttavia, sembra destinata a dover durare per un po': per questo più che mai è importante diversificare. Anche per aree geografiche.

■ **OBBLIGAZIONI:** meglio i titoli governativi dei corporate bond. E meglio scegliere la sicurezza dei titoli di alta qualità. Chi vuole rischiare, può tentare una scommessa, con gli inflation linked bond, i titoli legati all'andamento dell'inflazione

■ **MERCATI EMERGENTI:** molte le opportunità, dati i ritmi di crescita impressionanti, soprattutto in India e Cina. Per una scelta prudente, si può cercare, fra le società occidentali, chi è in prima fila per fare affari con questi Paesi. Mentre i fondi hedge specializzati nelle Borse asiatiche promettono super rendimenti.

■ **TOTAL RETURN:** pagano lo scotto della ricerca di rendimenti. Dovranno cambiare strategie, e diversificare di più.

CHE COSA FARE DOPO LA CRISI

Aumentare la quota azionaria approfittando dei ribassi o c'è il rischio di nuove cadute? Come muoversi con le obbligazioni? E con i mercati emergenti, che hanno tenuto? Per voi le indicazioni di alcune tra le più importanti case di investimento internazionali

■ di Cristina Conti

LA CRISI INNESTATA DAI MUTUI SUB-PRIME, I FINANZIAMENTI CONCESSI NEGLI STATI UNITI A CHI NON AVEVA UN REDDITO ADEGUATO, NÉ LE NECESSARIE GARANZIE, HA INNESCATO UN PERIODO DI ALTA VOLATILITÀ E DI DIFFICOLTÀ SUI MERCATI FINANZIARI. ECCO LE AVVERTENZE E I CONSIGLI OPERATIVI DEI GESTORI DI ALCUNE TRA LE PIÙ IMPORTANTI CASE DI INVESTIMENTO INTERNAZIONALI.

1 Per un investitore italiano, che fa i conti in euro, quali consigli dare per i prossimi 6-12 mesi per il portafoglio azionario: incrementare, mantenere, alleggerire? E in quali aree geografiche e settori?

■ Massimo Cesareo

DIRETTORE INVESTIMENTI
DWS INVESTMENTS ITALY SGR

Il suggerimento è quello di mantenere. Negli ultimi due mesi lo scenario sui mercati internazionali è cambiato (è più brutto), ma non possiamo ritenerlo compromesso. Questo è sicuramente un mese difficile, anche per dare consigli. Quello che posso suggerire è di non alleggerire perché potrebbe esserci un recupero. Come aree geografiche su cui puntare, consiglio prevalentemente l'area euro e una parziale diversificazione sui Pae-

si emergenti. Tra i settori, invece, punterei sull'energia, anche le energie alternative, e sul settore delle utilities in quanto difensivo.

■ Keith Wade

CHIEF ECONOMISTI
SCHRODERS

Preferiamo non commentare situazioni specifiche, dato che le esigenze di investimento di ciascuno sono differenti. Come società, crediamo che,



Matteo Bosco
CREDIT SUISSE
ASSET MANAGEMENT
ITALIA

CHIEF EXECUTIVE OFFICER

dato l'attuale livello di pessimismo nei mercati, lo scenario di fondo sia positivo per le azioni e per gli investimenti a rischio. Date le incertezze e il continuo scaricarsi di posizioni a leva, non c'è tuttavia fretta di assumere rischi. Di conseguenza, continuiamo a raccomandare i titoli large cap rispetto a quelli small cap, e i titoli growth rispetto ai value, per trovare imprese con dati di bilancio solidi e utili sicuri.

A livello di settori, questo indica una preferenza per i titoli difensivi, per l'energia e, dato che la spesa per investimenti da parte delle imprese dovrebbe essere una parte sempre più importante della crescita, per i tecnologici.

Stefano Castoldi

RESPONSABILE RICERCA
E STRATEGIA CAAM SGR

Consiglierei di incrementare gradualmente le azioni nel corso dei prossimi tre mesi. E di privilegiare i mercati sviluppati (America, Europa) e i settori petrolifero, farmaceutico, tecnologico, assicurativo.

Matteo Bosco

CHIEF EXECUTIVE OFFICER
CREDIT SUISSE ASSET
MANAGEMENT IN ITALIA



**Richard
Woolnough**
M&G

MANAGER
OPTIMAL INCOME FUND

Siamo convinti che, a questi prezzi, le azioni siano una buona occasione. Ma al tempo stesso siamo attendisti, perché non ci sono segnali forti che il peggio sia passato. La mia impressione, poi, è che le iniezioni di liquidità delle banche centrali abbiano intossicato i mercati. Ed è una sensazione che si rafforza di fronte al taglio dei tassi da parte della Fed americana.

I fondamentali sono abbastanza buoni, ma per investire ci vuole un po' di coraggio: è da vedere su chi avrà impatto la minore capacità di spesa dei consumatori americani.

Chi poi è entrato nel 2003, ha fatto un buon affare, realizzando un bel capital gain. Ora però mi aspetto movimenti laterali.

Punterei sicuramente sui settori difensivi. Sui petroliferi, innanzitutto, visto che si comincia a sentir parlare di petrolio a 100 dollari il barile, e di interventi sull'Iran. Ma anche le energie alternative. L'importante è non focalizzarsi sulla singola società, ma diversificare l'investimento: la diversificazione è più importante del solito, perché è aumentata la volatilità.

Luigi Mariani

PORTFOLIO MANAGER
INVESCO

Nel breve manteniamo ancora una predilezione per l'azionario. Tuttavia tale allocazione può continuare a essere vantaggiosa solo se si verificano alcune condizioni quali la continuazione di un trend di crescita positivo degli utili. Questo dato sarà estremamente significativo nel set-

tore finanziario dove alcuni gruppi bancari si apprestano a pubblicare i dati, dai quali potrà emergere maggiormente l'entità della crisi che deriva dal subprime.

In termini di aree preferiamo concentrare l'esposizione azionaria negli Stati Uniti e in Europa, per beneficiare del carattere più difensivo dei mercati sviluppati e in particolare dei meno volatili indici Usa. Nonostante alcuni dati contrastanti sulla crescita dell'economia e sul processo di uscita dalla deflazione il mercato azionario Giapponese presenta un livello di valutazione attrattivo sia in termini storici, sia in rapporto alle altre aree e pertanto continuiamo a diversificare una parte minore del nostro portafoglio in quest'area.

In un contesto di fine ciclo economico, tenendo anche presente il livello di valutazione, riduciamo l'esposizione nei ciclici quali materie prime e industria. Al contempo, sebbene possa anch'esso essere considerato un ciclico, aumentiamo l'esposizione nel settore della tecnologia perché riteniamo che questo settore sia tornato attrattivo in termini di valutazione dopo gli anni della correzione della bolla tecnologica e abbia una buona prospettiva di crescita degli utili societari. Infine la nostra posizione rimane prudente nel settore finanziario (incluso il settore immobiliare) per via del livello di valutazione meno attraente e dei rischi legati al mercato del credito mentre privilegia-

AZIONARI AREA EURO - variaz. nette in euro al 31.8.2007

NOME COMPARTO	SOCIETÀ DI GESTIONE	DA 1.1.2007	1 ANNO	2 ANNI	3 ANNI	5 ANNI
MERRILL LYNCH EURO MARKTES A	BLACKROCK MLIM (M.LYNCH)	8,69%	18,16%	36,28%	74,31%	80,82%
PF LUX CONTINENTAL EUROP. EQ. P	PICTET FUND (LUX)	3,58%	14,89%	37,44%	72,87%	
JB MULTISTOCK - EUROLAND VALUE STOCK	JULIUS BAER	4,96%	15,23%	39,67%	71,80%	82,74%
SCHRODER EURO DYNAMIC GROWTH A	SCHRODERS	3,68%	12,82%	31,84%	71,14%	99,22%
HSBC GLOBAL INV. EUROLAND EQ.	HSBC INVESTMENT FUNDS	6,58%	17,93%	36,93%	70,76%	
WORLDINVEST - EUROSTAR EQ.	WORLD INVEST SICAV	4,75%	14,61%	35,48%	68,29%	80,47%
FIDELITY F. EURO BLUE CHIPS A (DIS)	FIDELITY FUNDS	4,11%	12,32%	29,55%	66,30%	75,63%
CA EURO QUANT CS	CREDIT AGRICOLE STRUCT. AM	4,31%	14,22%	34,48%	66,17%	80,64%
JPM EUROLAND EQ. F. A (DIS)	JP MORGAN AM	3,78%	11,68%	32,37%	66,05%	82,95%
PIONEER F.S EUROLAND EQ. E	PIONEER AM SA	8,54%	16,36%	33,52%	65,27%	69,64%

I rendimenti dei primi dieci fondi della classifica a tre anni.

mo il settore salute per via del suo carattere più difensivo.

Gabriele Miodini

MORLEY COUNTRY HEAD

La ripresa che abbiamo visto in Europa negli ultimi anni è stata guidata soprattutto dalla ripresa dell'economia in Germania. Mentre il resto d'Europa è rimasto in sordina, il ciclo manifatturiero tedesco è stato molto forte. Nel 2004 abbiamo visto la produzione in Germania staccarsi dal resto d'Europa. Società come Bmw, Siemens e Bosch hanno manufatto prodotti di consumo e industriali richiesti dal resto del mondo, sostenendo la crescita industriale in Germania.

Questa forte crescita ha spinto le posizioni finanziarie del settore corporate in Germania, con molte aziende che hanno riportato surplus finanziari. Sfortunatamente non è stato lo stesso in altri Paesi europei come Francia, Spagna e Italia, Paesi che dato l'attuale contesto sembrano essere maggiormente vulnerabili. In particolare l'economia spagnola sembra avere delle difficoltà, dal momento che il boom immobiliare è alla fine e la crescita occupazionale rallenta.

La grande incertezza in tutta Europa è relativa ai consumi. Benché la crescita occupazionale stia aumentando dal 2003, questo non si rispecchia nei numeri delle spese per i consumi né delle vendite commerciali. Questa è certamente una preoccupazione e ogni rallentamento potrebbe essere doloroso per la regione.

2 Per quanto riguarda invece il portafoglio obbligazionario, quali strategie adottare per i prossimi 6-12 mesi, in termini di valuta, duration, e tipo di titoli (governativi, corporate investment grade e high yield bond)?

Massimo Cesareo

DWS

Se l'obiettivo è quello di mantenere un approccio prudente in generale, su tutto il portafoglio, a maggior ragione tale atteggiamento è doveroso sulla componente obbligazionaria.

a valuta di riferimento deve essere sicuramente l'euro, mentre a livello di titoli punterei prevalentemente su quelli governativi con duration a due/tre anni (parte media della curva), i cui rendimenti oggi si attestano al 4,20%.

Adam Cordery

CORPORATE BOND FUND MANAGER SCHROEDERS

Attualmente preferiamo strategie da mercato tendente al ribasso. Le incognite sono numerose: gli Stati Uniti entreranno in recessione? Le principali banche sono in difficoltà? Quanto saranno deboli gli utili del terzo trimestre?

In questo quadro, probabilmente, pagherà la cautela, e per i prossimi 12 mesi preferiamo obbligazioni a breve, obbligazioni di alta qualità, e obbligazioni emesse dalle società meno cicliche.

Richard Woolnough

MANAGER M&G OPTIMAL INCOME FUND

I mercati obbligazionari in tutto il mondo hanno conosciuto rendimenti deludenti negli ultimi 18 mesi; tuttavia questa situazione sta cambiando perché l'impatto della crisi dei mutui sub prime negli Usa si fa sentire in tutte le economie mondiali.

I tassi di interesse mondiali sembrano aver raggiunto il picco, e la Fed il 18 settembre ha abbassato i tassi di interesse nel tentativo di placare la crisi creditizia negli Usa. I mercati obbligazionari appaiono oggi a valori ragionevoli. Il fondo M&G Optimal Income aveva una posizione molto corta durante la prima metà di quest'anno, e questo è stato positivo quando i mercati obbligazionari erano venduti. Ora ho aumentato la durata del portafoglio obbligazionario del fondo da due anni e mezzo a quasi cinque. Si tratta di una posizione su una durata neutra, che riflette la mia visione più positiva sulle obbligazioni.

Per quanto riguarda i corporate bonds, credo che quelli con un rating più basso siano troppo costosi rispetto a quelli con un rating più alto e rispetto alle obbligazioni governative. Alla fine di maggio, i corporate



Carlo Trabattoni
SCHROEDERS

AMMINISTRATORE DELEGATO
ITALIA

AZIONARI AMERICA - variaz. nette in euro al 31.8.2007

NOME COMPARTO	SOCIETÀ DI GESTIONE	DA 1.1.2007	1 ANNO	2 ANNI	3 ANNI	5 ANNI
UBS LEF CANADA B	UBS LUX	10,47%	13,85%	30,88%	78,99%	111,78%
JANUS US ALL CAP GROWTH A	JANUS WORLD FUNDS PLC	12,05%	21,61%	19,66%	41,14%	60,78%
JANUS US TWENTY F.S.A	JANUS WORLD FUNDS PLC	9,03%	18,44%	19,23%	40,56%	68,07%
JANUS US F.AMENTAL EQ. A	JANUS WORLD FUNDS PLC	5,17%	10,40%	16,16%	37,66%	57,90%
SGAM EQ. US MID CAP GROWTH AH	SGAM FUNDS	10,16%	17,39%	16,33%	35,72%	
HENDERSON AMERICAN EQ. A2	HENDERSON GLOBAL INV.	7,80%	13,54%	15,21%	35,41%	24,27%
EATON US VALUE A2	EATON VANCE EMERALD FUND	2,84%	9,95%	17,83%	35,00%	
M&G AMERICAN	M&G INTERN.INV.	-0,36%	7,10%	16,96%	35,00%	
VITRUVIUS US EQ. H	VITRUVIUS SICAV	3,89%	14,83%	16,46%	34,96%	
JANUS US STRATEGIC VALUE F. A	JANUS WORLD FUNDS PLC	3,66%	10,96%	15,97%	34,51%	79,47%

I rendimenti dei primi dieci fondi della classifica a tre anni.



Graham French
M&G

MANAGER GLOBAL BASIC FUND

“ Crediamo sicuramente che l’esposizione verso i mercati emergenti rappresenterà una parte sempre più importante di un portafoglio diversificato ”

bond europei ad alto rendimento davano in media il 2% in più rispetto alle obbligazioni governative, il livello più basso che si ricordi. La recente crisi creditizia ha fatto sì che l’extra rendimento dei titoli corporate rispetto a quelli governativi sia sceso a un più attraente 4%, ma questo ancora non è sufficiente, dato il probabile rallentamento dell’economia globale l’anno prossimo, e l’aumento dei default che potrebbe accompagnarsi ad esso.

Stefano Castoldi

CAAM SGR

Tra le valute privilegiamo il dollaro. Nel reddito fisso preferiamo ancora i titoli governativi rispetto ai corporate. Questi ultimi dovrebbero essere selezionati attentamente, privilegiando il settore delle utilities e il debito senior dei finanziari. La duration dovrebbe essere vicina alla neutralità.

Matteo Bosco

CREDIT SUISSE

C’è chiaramente un flight to quality un po’ esagerato. Due anni fa abbiamo detto ai nostri clienti che la discesa dei tassi aveva raggiunto il suo livello massimo e credo che, nonostante il taglio della Fed, il mercato vada in direzione dei rialzi. Un segnale importante è che tutti i titoli inflation linked sono andati su: c’è chiaramente un anticipo di inflazione. Scegliere i titoli indicizzati all’inflazione può essere una buona idea, a patto che si sia consapevoli del fatto che l’inflazione potrebbe anche non arrivare.

In generale direi che sono da preferire i titoli sicuri e flessibili: è difficile dire di non stare sui titoli di Stato. In ogni caso, anche qui, è più che mai importante diversificare.

Manteniamo una posizione prudente sulla parte obbligazionaria (con una duration minore rispetto al benchmark di riferimento) poiché in una strategia di breve termine crediamo che l’obbligazionario governativo abbia già ampiamente beneficiato di questa fase di flight to quality, scaturita a seguito della crisi del subprime e riteniamo che i rendimenti sulla parte della curva a lungo termine siano bassi.

In termini geografici rimaniamo sot-

topesati su tutte le tipologie di obbligazioni governative e in particolare su Giappone, Europa e Stati Uniti.

In termini valutari riteniamo che il dollaro, sebbene in una prospettiva di breve termine venga ulteriormente penalizzato dalla decisione della Fed di tagliare i tassi di interesse, si collochi a un livello di sottovalutazione rispetto all’euro e potrebbe pertanto riguadagnare terreno.

Abbiamo recentemente introdotto una diversificazione in titoli obbligazionari corporate perchè crediamo che possa migliorare il profilo di rischio/rendimento della componente obbligazionaria del nostro portafoglio ma rimaniamo ancora complessivamente prudenti sul segmento high yield.

Gabriele Miodini

MORLEY

Sul breve-medio periodo, suggeriremmo di incrementare l’esposizione obbligazionaria. Il ciclo dei tassi alzato dalla maggior parte delle banche centrali mondiali sembra aver raggiunto un picco ed è quindi necessario un ribasso generale. L’inflazione è sotto controllo, i tassi d’interesse a breve dovrebbero scendere e questo creerebbe l’occasione di investire in obbligazioni. Attualmente preferiamo essere sovrappesati sui corporate bond rispetto ai governativi, e sugli investment grade rispetto agli high yield. I tassi di default dovrebbero salire e questo dovrebbe essere principalmente causato dai default nel mercato high yield. C’è attualmente un repricing del rischio delle obbligazioni corporate, che offrono quindi migliori valutazioni. Inoltre i bond investment grade offrono maggiore valore rispetto agli high yield e sono prezzati meno su base relative.

Per quanto riguarda l’esposizione geografica, non fa una grande differenza per l’investitore europeo avere l’allocazione in obbligazioni in Europa, negli Stati Uniti o in Uk, potrebbe quindi essere maggiormente efficiente focalizzarsi sull’Europa.

Infine, in termini di esposizione valutaria, saremmo totalmente coperti dalle esposizioni valutarie, dal momento che riteniamo che il mercato valutario sia altamente efficiente.

AZIONARI ITALIA - variaz. nette in euro al 31.8.2007

NOME COMPARTO	SOCIETÀ DI GESTIONE	DA 1.1.2007	1 ANNO	2 ANNI	3 ANNI	5 ANNI
OYSTER ITALIAN VALUE EUR	OYSTER FUNDS	24,96%	41,33%	51,87%	117,09%	115,86%
FIDELITY F. ITALY A (DIS)	FIDELITY FUNDS	2,06%	12,96%	42,45%	101,24%	133,44%
AWF ITALIAN EQ. F	AXA FM S.A.	0,62%	10,22%	29,91%	72,81%	106,80%
OYSTER ITALIAN OPPORTUNITIES EUR	OYSTER FUNDS	3,51%	12,95%	29,45%	68,41%	81,50%
SCHRODER ITALIAN EQ. A	SCHRODERS	-1,11%	10,08%	32,48%	61,70%	98,94%
PIONEER F.S ITALIAN EQ. E	PIONEER AM SA	3,26%	11,72%	27,43%	56,34%	73,64%
SANPAOLO INV. EQ. ITALY	SANPAOLO INVEST FUNDS	1,52%	10,63%	24,76%	54,55%	60,02%
DEXIA EQ. L ITALY C	DEXIA SICAV	-1,35%	5,60%	21,29%	53,93%	72,22%
FF EQ. ITALY	FIDEURAM GESTIONS	0,54%	9,12%	24,45%	53,75%	
WILLEREQ. ITALIAN RENAISSANCE	WILLERFUNDS MAN.COMPANY	-0,78%	7,77%	20,20%	52,54%	74,61%

I rendimenti dei primi dieci fondi della classifica a tre anni.



Luigi Mariani
INVESCO
PORTFOLIO MANAGER

3 I mercati emergenti, e in particolare India e Cina, sembrano aver retto meglio nel corso della crisi di agosto. Possono essere considerati una valida alternativa alle principali Borse? E il momento di dare loro maggior peso in un portafoglio diversificato?

Massimo Cesareo

DWS

Sì, è vero, i mercati azionari emergenti hanno retto meglio delle principali Borse internazionali, ma principalmente per via dei loro tassi di crescita impressionanti. Ritengo possano essere considerati un valido elemento di diversificazione ai quali suggerisco di destinare una quota non superiore al 10% del portafoglio.

Allan Conway

EMERGING MARKET
FUND MANAGER SCHRODERS

Gli investitori beneficiano sicuramente di un'esposizione sui mercati emergenti, perché questi offrono diversificazione, migliori rendimenti e un rischio inferiore, se combinati con altri investimenti. Perciò crediamo che i mercati emergenti dovrebbero essere considerati una componente chiave, e dato il loro tasso di crescita, superiore a quello del mondo sviluppato, non è possibile ignorare questa opportunità di investimento. L'attuale volatilità dei mercati è legata alle preoccupazioni sui prestiti sub prime e su un possibile, significativo rallentamento dell'economia Usa e di quella mondiale. Questa crisi è decisamente una crisi dei mercati sviluppati,

non di quelli emergenti. I livelli di indebitamento personale nella maggior parte dei Paesi emergenti sono bassi, mentre i tassi di risparmio sono decisamente molto alti.

Dati i forti fondamentali economici, l'alta crescita economica, e le valutazioni interessanti, possiamo considerare le Borse emergenti come un rifugio sicuro nell'attuale situazione e non è sorprendente vedere che sovraperformano.

Graham French

MANAGER M&G
GLOBAL BASICS FUND

Considerando la rapida industrializzazione e la crescita economica di Cina, India e degli altri mercati emergenti, il ruolo di questi Paesi non può essere sottovalutato nel panorama dei mercati azionari mondiali. Crediamo sicuramente che l'esposizione verso i mercati emergenti rappresenterà una parte sempre più importante in un portafoglio di investimenti diversificato.

Oltre alla loro domanda di risorse naturali come petrolio, carbone e acciaio, che è una conseguenza dell'industrializzazione e dell'urbanizzazione su larga scala, l'emergere di una nuova classe media in questi Paesi induce a previsioni positive per un'enorme gamma di prodotti e servizi per i consumatori. E i consumatori in questi Paesi diventano sempre più ricchi, e sempre più chiederanno beni di marca, migliori case, automobili, servizi sanitari, divertimento, gioielli e beni alimentari. Queste tendenze con ogni probabilità sosterranno l'in-

dustria primaria e secondaria negli anni a venire.

Anche se prestiamo attenzione a un numero crescente di società quotate nei mercati emergenti, preferiamo esporci a questa crescita investendo in solide società occidentali che beneficino della crescita dei mercati emergenti e delle tendenze nei consumi ad essa associata attraverso le loro attività in questi Paesi, piuttosto che, per esempio, in società quotate in Cina.

Questo soprattutto perché continuiamo ad avere maggiore fiducia nei livelli di corporate governance che le società dei mercati più sviluppati possono vantare, anche se è con piacere che notiamo che questo fenomeno sta cambiando.

Stefano Castoldi

CAAM SGR

No, il profilo rischio/rendimento è sfavorevole rispetto alle aree sviluppate. E questi mercati sarebbero particolarmente penalizzati nel caso di un deterioramento delle attese di crescita economica. Inoltre i mercati sviluppati offrono ora valutazioni relative più interessanti.

Matteo Bosco

CREDIT SUISSE

I nostri gestori dei mercati emergenti

“ Ci sono segnali chiari che le economie dei Paesi emergenti siano maggiormente capaci di scollegarsi da un appoggio sull'economia americana rispetto al passato ”



Gabriele Miodini
MORLEY

COUNTRY HEAD ITALIA

dicono che sembra arrivata la stagione dei saldi. E io sono d'accordo con chi sostiene che, se pesassimo correttamente l'indice MSCI globale, l'Asia dovrebbe contare per oltre il 50%, e gli Stati Uniti dovrebbero scendere al 10%. Chi cerca oggi investimenti alternativi, dovrebbe puntare su fondi hedge specializzati sull'Asia, che crescono a ritmi imbarazzanti. Mentre in una prospettiva di lungo termine crediamo che il miglioramento strutturale dei fondamentali di questi paesi emergenti possa giustificare un aumento del peso in portafoglio, riteniamo tuttavia che l'esposizione debba comunque essere diversificata su tutti i mercati globali, soprattutto in una fase in cui la valutazione di alcuni paesi, quali il mercato domestico cinese, sia divenuta elevata.

Gabriele Miodini

MORLEY

I Mercati Emergenti sono andati meglio degli altri nel mese di agosto. Lunghi periodi di crescita economica ed aziendale, inflazione bassa, tassi di interesse in diminuzione e buona gestione economica hanno portato beneficio a questi mercati e migliorato la stabilità. Inoltre ci sono segnali chiari che le economie dei Paesi emergenti siano maggiormente capaci di scollegarsi da un appoggio sull'economia americana rispetto al passato, grazie a regioni come Cina e India.

Il mercato azionario cinese è un qualcosa di particolare al momento. Il mercato azionario domestico ha il segno di uno scenario di bolla ed è

stato guidato da una liquidità intrapolata e dalla speculazione degli investitori del paese.

Quindi abbiamo ridotto la nostra esposizione da una posizione di sovrappeso, anche se il mercato potrebbe essere ulteriormente ben apprezzato nel breve periodo. L'India non ha lo stesso problema, ma ci preoccupa l'inflazione e quindi siamo sottopesati dal punto di vista di un'asset allocation.

Entrambi sono mercati che gli investitori devono avere in un portafoglio ben diversificato, ma hanno registrato entrambi un forte apprezzamento quest'anno e quindi deve essere garantita una certa cautela.

4 I fondi con una strategia total return, in particolare gli obbligazionari, hanno fatto ampio ricorso a strumenti come gli ABS. Dovranno rivedere le loro strategie?

Massimo Cesareo

DWS

Si, penso che dovranno rivedere parzialmente le loro strategie di portafoglio, magari ricorrendo in misura minore a quelle con titoli ABS.

Adam Cordery

SCHRODERS

Gli ABS sono decisamente impopolari al momento, e sembra che sia stata creata una gran quantità di cattive obbligazioni e di cattivi titoli strutturati.

Questo capita a tutti i settori, di tanto in tanto, ma non significa che tutti gli

AZIONARI PACIFICO - variaz. nette in euro al 31.8.2007

NOME COMPARTO	SOCIETÀ DI GESTIONE	DA 1.1.2007	1 ANNO	2 ANNI	3 ANNI	5 ANNI
UBAM SOUTH PACIFIC & ASIA	UNION BANCAIRE PRIVÉE	19,79%	40,51%	65,52%	105,62%	119,98%
UNI FAR EAST	UNION INVESTMENT GROUP	19,60%	38,15%	65,33%	102,94%	114,08%
FORTIS L.EQ. BEST SEL. ASIA (\$)	FORTIS IM	19,26%	45,57%	70,92%	100,77%	
JPM ASIA DIVERSIFIED A (ACC)	JP MORGAN AM	20,38%	40,38%	56,54%	96,61%	109,51%
DEXIA EQ. L.ASIA PREMIER C	DEXIA SICAV	16,37%	33,45%	57,24%	95,96%	
DWS INV. TOP 50 ASIA FC	DWS INVESTMENT SICAV.	11,84%	24,92%	52,36%	92,66%	
INVESCO ASIA ENTERPRISE F. C	INVESCO FUND	20,82%	45,09%	59,97%	92,52%	86,32%
SGAM EQ. ASIA PACIFIC DUAL STRAT.	SGAM FUNDS	19,28%	35,00%	54,52%	88,72%	88,97%
SCHRODER PACIFIC EQ. A	SCHRODERS	11,45%	24,98%	48,02%	82,36%	90,83%
BSI-MULTINVEST ASIAN STOCKS	BSI MULTINVEST	11,39%	30,49%	50,69%	79,86%	

I rendimenti dei primi dieci fondi della classifica a tre anni.

ABS siano spazzatura. Quando i prezzi degli ABS avranno toccato il fondo, tutte le cattive obbligazioni ABS saranno andate in default, e gli investitori avranno smesso di vendere, i fondi più intelligenti ritorneranno, in cerca di buoni affari.

Massimo Castoldi

CAAM SGR

Solo parzialmente, perché i fondamentali degli ABS europei rimangono interessanti e le valutazioni attuali sono molto basse per effetto della attuale crisi di liquidità.

Matteo Bosco

CREDIT SUISSE

La scelta scellerata delle banche, italiane ma non solo, è stata di spingere moltissimo, di fronte alle perdite sui mercati obbligazionari, i prodotti total return. Poi sono state costrette a costruire rendimenti utilizzando strumenti che non sono stati adeguatamente soppesati, e sono stati creati portafogli troppo concentrati. Gli ABS possono anche essere buoni strumenti, ma è fondamentale diversificare il sottostante.

Alcuni fondi total return hanno tuttora ottimi risultati: c'è da chiedersi se sono dei geni, o se hanno in pancia qualcosa che finirà per dare loro dei problemi.

Un ritorno a un'analisi approfondita dei fondamentali delle singole società sarebbe auspicabile nella selezione di determinati strumenti finanziari innovativi. In secondo luogo si dovranno migliorare i processi di controllo del rischio.

Gabriele Miodini

MORLEY

Le strategie Absolute bond hanno generalmente sofferto dai rischi associati alle securities dei sub prime americani. Inoltre questi asset hanno particolarmente sofferto da una mancanza di liquidità e di calo dei valori di mercato dovuti ai problemi del mercato degli ABCP. Comunque da una prospettiva del credito, la stragrande maggioranza di questi asset continuano a performare bene e riteniamo che continuino a presentare opportunità di buoni investimenti.

5 La crisi di agosto è nata "fuori" dei mercati azionari. Questo semplifica o complica le cose? Quanto tempo ci vorrà per recuperare?

Massimo Cesareo

DWS

È vero, è una crisi nata all'interno del mondo dei crediti, ma che ha avuto forti impatti sui mercati azionari, lasciando ipotizzare uno scenario economico particolarmente negativo. Al momento, a seguito della correzione, le valutazioni dei principali titoli quotati in Borsa sono interessanti. Se questa crisi dovesse rientrare, e quindi l'attuale volatilità presente sui mercati dovesse stabilizzarsi, si può iniziare a pensare a un potenziale recupero dei mercati entro la fine dell'anno.

Keith Wade

SCHRODERS

Il recupero degli asset a rischio dalla metà di agosto fa pensare che gli investitori siano fiduciosi sul fatto che la politica delle banche centrali avrà successo sia nel restituire liquidità ai mercati finanziari, sia nel ridare fiato all'economia. L'esperienza degli ultimi 20 anni suggerisce che questa fiducia è ben riposta.

L'attuale comportamento insolito dei mercati monetari, tuttavia, indica che c'è in ballo qualcos'altro, che può essere risolto solo da tagli dei tassi di interesse. Crediamo che ci siano tre condizioni essenziali per una ripresa degli investimenti a rischio.

Prima di tutto la fiducia deve prendere il posto della cautela nei mercati dei prestiti interbancari. E questo sarà possibile solo se le banche saranno decise e capaci di valutare e di rendere pubbliche le perdite subite sui crediti strutturati e sulle asset backed securities. Questo a sua volta dipende dalla seconda condizione: che ci sia sufficiente liquidità a disposizione delle banche per finanziare i portafogli crediti mentre vendono ristrutturati e valutati. Il premio del denaro a tre mesi rispetto ai tassi ufficiali indica che il problema persiste in quest'area. In terzo luogo, è necessario trovare una soluzione all'attuale impasse, prima che i dati economici



Massimo Cesareo

DWS INVESTMENT ITALY SGR

DIRETTORE INVESTIMENTI

“ Se questa crisi dovesse rientrare, si può iniziare a pensare a un potenziale recupero dei mercati entro la fine dell'anno ”

AZIONARI PEMERGENTI ASIA - variaz. nette in euro al 31.8.2007

NOME COMPARTO	SOCIETÀ DI GESTIONE	DA 1.1.2007	1 ANNO	2 ANNI	3 ANNI	5 ANNI
JPM SINGAPORE F. A (DIS)	JP MORGAN AM	16,24%	39,27%	81,80%	150,62%	208,32%
RAIFFEISEN AZIONARIO EURASIA	RAIFFEISEN CAPITAL MANAG.	11,78%	29,57%	74,83%	149,32%	
FIDELITY F. SOUTH EAST ASIA E	FIDELITY FUNDS	30,29%	50,86%	88,80%	139,61%	140,48%
T. ASIAN GROWTH F. A (\$)	FRANKLIN TEMPLETON INVEST	30,97%	52,70%	78,51%	130,55%	172,99%
CA KOREA CS	CREDIT AGRICOLE STRUCT. AM	25,87%	34,53%	60,23%	127,71%	
UBS L EF SINGAPORE B	UBS LUX	20,64%	46,81%	81,86%	121,95%	189,05%
FIDELITY F. INDONESIA USD A (DIS)	FIDELITY FUNDS	5,01%	23,38%	65,76%	118,80%	162,80%
WESTLB COMPASS F. EM. ASIAN A	WEST LB MELLON AM	23,44%	43,11%	63,64%	116,96%	126,02%
FIDELITY F. ASIAN SPEC. SITUATION	FIDELITY FUNDS	14,02%	34,25%	62,51%	107,29%	117,10%
HSBC GLOBAL ASIA EX JAPAN SMALL CAP	HSBC INVESTMENT FUNDS	31,22%	48,04%	64,71%	107,24%	119,89%

I rendimenti dei primi dieci fondi della classifica a tre anni.

OBBL. EURO GOVERN. ML TERMINE variaz. nette in euro al 31.8.2007

NOME COMPARTO	SOCIETÀ DI GESTIONE	DA 1.1.2007	1 ANNO	2 ANNI	3 ANNI	5 ANNI
RAIFFEISEN OBBLIG. EUROPA	RAIFFEISEN CAPITAL MANAG.	0,88%	7,52%	6,89%	29,52%	31,67%
UBS L BF CONV. EUR B	UBS LUX	2,93%	8,86%	15,78%	23,65%	
CA EUROP. BOND CS	CREDIT AGRICOLE STRUCT. AM	1,87%	2,99%	4,01%	12,70%	19,74%
JPM STERLING BOND F. A (DIS)	JP MORGAN AM	-4,99%	-2,10%	4,46%	10,24%	10,41%
FORTIS L BOND LONG EURO	FORTIS IM	-2,97%	-2,53%	-4,49%	10,18%	
RAIFFEISEN OBBLIG. EUROPEO	RAIFFEISEN CAPITAL MANAG.	0,00%	0,69%	0,34%	8,65%	
AVIVA MORLEY F. LT EUROP. BOND	AVIVA MORLEY FUND	-3,41%	-2,66%	-5,20%	8,47%	
FF EURO BOND LONG RISK	FIDEURAM GESTIONS	-3,11%	-2,83%	-6,06%	7,39%	
FIDELITY EURO A ACC	FIDELITY INVESTMENTS	2,24%	3,22%	5,43%	7,35%	
SANPAOLO INV. EURO BOND LONG TERM	SANPAOLO INVEST FUNDS	-2,89%	-3,03%	-6,37%	7,28%	

I rendimenti dei primi dieci fondi della classifica a tre anni.

OBBLIGAZIONARI EURO CORPBOND variaz. nette in euro al 31.8.2007

NOME COMPARTO	SOCIETÀ DI GESTIONE	DA 1.1.2007	1 ANNO	2 ANNI	3 ANNI	5 ANNI
AVIVA MORLEY F. EUROP. CORP. BOND	AVIVA MORLEY FUND	-2,11%	-0,85%	0,16%	7,65%	
UNI EURO RENTA CORPORATE C	UNION INVESTMENT GROUP	-0,99%	-0,76%	-1,87%	7,20%	
OYSTER EUROP. CORPORATE BONDS EUR	OYSTER FUNDS	0,27%	2,08%	1,03%	6,04%	
AVIVA MORLEY F. EUROP. CORPORATE	AVIVA MORLEY FUND	-2,60%	-1,42%	-0,95%	5,93%	27,13%
RAIFFEISEN OBBLIG. EURO CORPORATES	RAIFFEISEN CAPITAL MANAG.	-0,07%	0,26%	-0,78%	5,71%	
EDR EURO CORPORATE BOND S.T. AC	EDMOND DE ROTHSCHILD FUND	1,78%	2,55%	4,25%	5,62%	
LODH EURO CORPORATE BOND	LOMBARD ODIER D.HENTSCH	-0,24%	0,08%	-0,87%	5,50%	17,61%
MORGAN STANLEY EURO CORPORATE BOND	MORGAN STANLEY DEAN WITTER	-0,31%	0,03%	-0,75%	5,06%	21,07%
GENERALI EURO CORPORATE BONDS D	GENERALI AM SICAV	-0,71%	-0,30%	-1,31%	5,03%	
DWS INV. EURO CORPORATE BOND FC	DWS INVESTMENT SICAV.	-1,11%	-0,54%	-1,42%	5,02%	

I rendimenti dei primi dieci fondi della classifica a tre anni.

“
Il recupero degli asset a rischio della metà di agosto fa pensare che gli investitori siano fiduciosi sul fatto che la politica delle banche centrali avrà successo sia nel restituire liquidità ai mercati finanziari, sia nel ridare fiato all'economia
 ”



Stefano Castoldi
CAAM SGR

RESPONSABILE RICERCA
E STRATEGIA

“ Se i problemi sul credito si dovessero tradurre in una minore crescita economica, potrebbero aumentare i rischi anche per le azioni. Ma non è quello ”

iniziano a mostrare un contagio dalla crisi dei mercati finanziari all'economia reale.

Stefano Castoldi

CAAM SGR

La crisi in corso riguarda il mercato del credito, che ha riprezzato il premio al rischio. Per il momento i mercati azionari hanno subito solo qualche grosso scossone ma, se i problemi sul credito si dovessero tradurre in una minore crescita economica, potrebbero aumentare i rischi anche per le azioni. Questo non è però quello che ci aspettiamo. La ripresa da questa crisi non sarà rapida, ma richiederà qualche mese.

In generale riteniamo che nei mercati finanziari esistano dei fattori di correlazione per via dei quali l'impatto di una crisi del mercato del credito può avere effetti su tutti i mercati e in particolare sulle asset class considerate più rischiose, quali il mercato azionario. Tali effetti quali la riduzione della fiducia degli investitori, la crisi di liquidità, l'aumento del costo dell'indebitamento possono essere catalizzatori di ulteriori correzioni nel breve medio termine.

Gabriele Miodini

MORLEY

La crisi di agosto ha le sue radici nell'industria dei mutui sub prime. O comunque questo ha fornito il catalizzatore per il declino.

La nuova valutazione del rischio era probabilmente giustificata. I premi di rischio erano presumibilmente troppo compressi e abbiamo quindi registrato una correzione che prima o poi finirà.

La crescita degli spread tra la politica dei tassi e i tassi del mercato monetario è più che mal vista e sta gradualmente attenuandosi. Ci potrebbero volere 2 o 3 mesi per uscirne, ma le cose stanno pian piano tornando alla normalità. Inoltre, i criteri del prestito è possibile che siano più stringenti in futuro e l'accesso al credito meno semplice e forse anche più caro. Questo potrebbe significare una crescita più lenta, ma è il costo per avere maggiore stabilità e meno rischi di bolle

6 **Quale può essere in questo momento la composizione ideale di un portafoglio per un investitore italiano con orizzonte temporale di tre anni, propensione al rischio media e una disponibilità di almeno 100 mila euro?**

Massimo Cesareo

DWS

40% AZIONI(4,5% Usa,
4,5% Emergenti, 30% Europa)
30% OBBLIGAZIONI EURO
30% OBBLIGAZIONI B/T EURO

Stefano Castoldi

CAAM SGR

Le nostre preferenze sono, in ordine decrescente: azioni, cash, reddito fisso. Sugeriamo di mantenere il 50% in azioni, il 20% in cash e il 30% in reddito fisso.

Gabriele Miodini

MORLEY

La nostra principale opinione è che una recessione globale guidata dagli Usa non ci sarà. Se la crescita americana riprenderà nel 2008, aiutata dai tagli nei tassi d'interesse americani, allora le azioni dovrebbero performare bene. Se questo accadesse e passasse la crisi attuale senza ulteriore allarme, allora il mercato obbligazionario americano potrebbe iniziare a preoccuparsi di nuovo dell'inflazione alla fine del prossimo anno. Questo scenario suggerisce di avere una maggiore esposizione azionaria rispetto a quella obbligazionaria. Tuttavia rimane ancora una situazione di grande incertezza.

Una nuova inversione è possibile, potenzialmente spinta da ulteriori problemi nel mercato immobiliare residenziale Americano e da preoccupazioni relative ai consumatori. Quindi in generale suggeriamo cautela.

Riteniamo che il mercato azionario vada bene. In ogni caso, mentre la possibilità di una recessione rimane bassa (circa il 25-30% di possibilità), se questo accadesse i mercati azionari andrebbero davvero male.

Per essere bilanciati, è necessario un portafoglio a basso rischio, che verrebbe creato con un opportuno mix di azioni, obbligazioni e liquidità. ■