

## Focus

■ I mercati obbligazionari dei paesi emergenti sono stati duramente colpiti durante la crisi finanziaria e, soprattutto, dalla carenza di liquidità verificatasi subito dopo il crac della Lehman Brothers. Ma non si è trattato di impatto dovuto al peggioramento dei fondamentali dei Paesi emergenti.

■ Infatti, non appena nel primo trimestre di quest'anno sono state ristabilite le normali condizioni di liquidità sui mercati, i titoli obbligazionari degli emerging markets hanno registrato un recupero di oltre il 30% riportando gli spread sui titoli di stato Usa ai livelli pre Lehman.

■ Secondo i gestori specializzati sui titoli dei Paesi emergenti intervistati da *Investire*, il quadro dei fondamentali dei mercati emergenti, migliore rispetto a quello delle economie sviluppate, offre ulteriori opportunità soprattutto se resterà ingente il flusso di liquidità sui mercati.

■ Tra i Paesi emettenti, le maggiori preferenze vanno, nell'ordine, a Brasile, Messico, Ucraina, Russia, Turchia, Argentina, Colombia, Lituania, India Corea del Sud e Indonesia mentre tra i paesi con rating più basso, c'è chi segnala anche lo Sri Lanka.

■ Infine, per quanto riguarda l'esposizione consigliata verso gli emerging markets bond, all'interno di un portafoglio a reddito fisso, la percentuale oscilla tra un minimo del 4% e un massimo del 15% con un valore medio compreso tra il 5% e il 10%.

# EMERGING BOND, NON SI PUO' FARNE A MENO

La crisi li aveva colpiti, ma si sono ripresi prima e meglio di tutti gli altri titoli del reddito fisso. Oggi rendono meno di inizio anno, ma comunque sempre molto di più dei titoli governativi dei Paesi occidentali. Per questo i grandi specialisti li considerano essenziali in qualsiasi portafoglio obbligazionario

■ di Fabio Sansone

**L**a crisi finanziaria e, soprattutto, quella di liquidità scoppiata nell'autunno scorso subito dopo il crac della Lehman Brothers ha avuto un forte impatto anche sui mercati obbligazionari dei Paesi emergenti che, tuttavia, non sono stati intaccati nei loro fondamentali.

Infatti, non appena durante il primo trimestre di quest'anno sono state ristabilite le normali condizioni di liquidità sui mercati finanziari, i titoli obbligazionari dei Paesi emergenti hanno subito recuperato oltre il 30% dai minimi facendo tornare gli spread sui titoli di stato Usa ai livelli pre crisi Lehman.

Ma la corsa non è finita. *Investire* ha intervistato sei tra i più autorevoli gestori specializzati sugli emerging markets bond.

Ecco di seguito le risposte dettagliate formulate dai money manager internazionali.

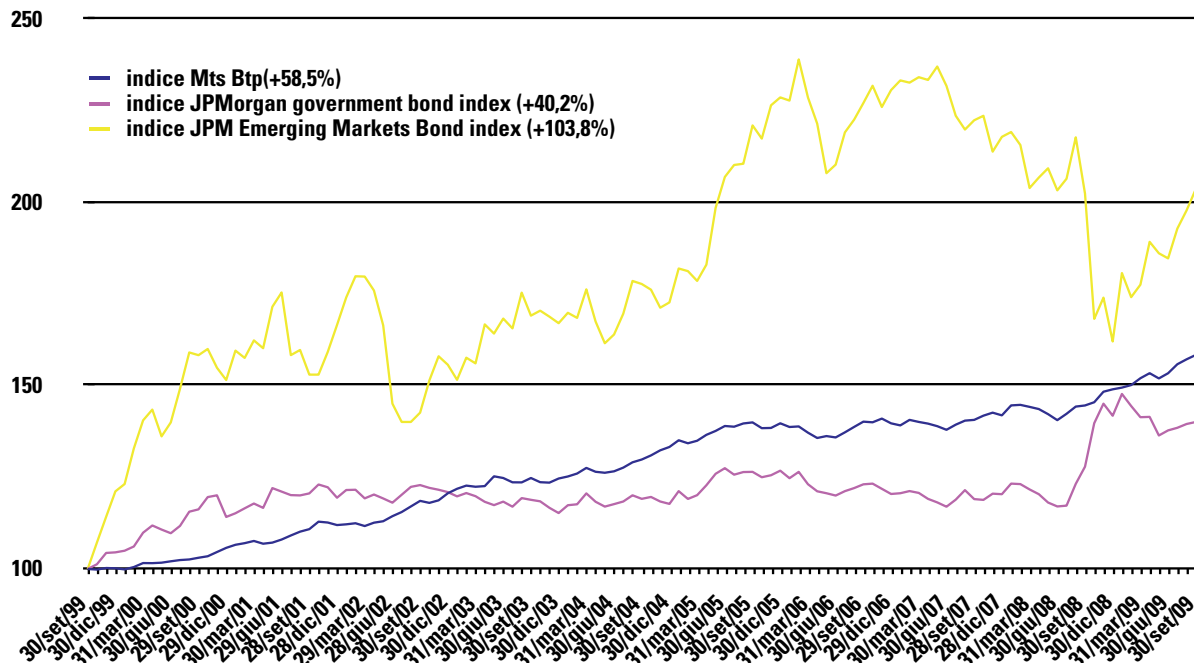
**QUAL È LA VOSTRA VISIONE SULLE OBBLIGAZIONI DEI PAESI EMERGENTI?**

**David Nietlispach**

MEMBRO DEL FIXED INCOME RESEARCH TEAM E RESPONSABILE OBBLIGAZIONARIO PER I PAESI EMERGENTI NON-ASIA DI BANK JULIUS BAER & CO

Le obbligazioni dei mercati emergenti sono diventate costose. L'incremento della propensione al rischio da parte degli investitori ha determinato lo spostamento di molti investimenti dalle attività a basso rischio nei paesi sviluppati verso le obbligazioni dei mercati emergenti. Di conseguenza, gli spread tra i rendimenti obbligazionari dei mercati emergenti e i rendimenti obbligazionari nei Paesi sviluppati si sono ristretti negli ultimi mesi, avvicinandosi ai livelli precedenti alla crisi nel 2007. In gran parte, l'aumento della domanda di obbligazioni dei mercati emergenti è giustificato dalla ripresa dell'economia globale e dallo scampato tracollo di diversi Paesi emergenti grazie al sostegno finanziario fornito dalle organizzazioni internazionali. Tuttavia, l'ulti-

## Doppiati a 10 anni Btp e titoli di Stato mondiali



A confronto l'andamento delle obbligazioni Paesi emergenti con Btp e titoli governativi mondiali.

mo rally dei mercati obbligazionari dei Paesi emergenti, soprattutto per le obbligazioni societarie, è eccessivo per due motivi. Innanzi tutto, i Paesi emergenti chiave per gli investitori obbligazionari sono ancora in fase di recessione. Quelli in forte crescita, come India e Cina, praticamente non hanno un mercato obbligazionario accessibile per gli investitori esteri. Quindi, gli investimenti in obbligazioni dei mercati emergenti comprendono principalmente i paesi dell'Est Europa e dell'America Latina che sono stati colpiti dalla crisi. In secondo luogo, nonostante gli impressionanti tassi di crescita economica in Asia, la previsione di molti investitori secondo la quale le economie asiatiche emergenti potrebbero trascinare fuori dalla recessione le altre regioni emergenti e persino le economie sviluppate resta un'illusione. Almeno per i prossimi dieci anni, il motore della crescita economica mondiale non passerà dai Paesi avanzati agli emergenti, e i consumi negli Usa restano il principale fattore trainante della crescita su scala mondiale.

### Sergio Bertoncini

STRATEGIST DI CRÉDIT AGRICOLE  
 ASSET MANAGEMENT SGR

La nostra visione su questa asset class è costruttiva, soprattutto in termini di profilo combinato di ritorno/rischio. I premi al rischio in termini di spread di rendimento rispetto ai comparti governativi delle aree avanzate sono rientrati dai picchi della crisi, ma permangono ancora attraenti in ottica di medio periodo. Sul versante dei fondamentali macroeconomici, i Paesi emergenti hanno mostrato un graduale miglioramento nel corso degli ultimi anni, miglioramento provato dall'aumento del rating medio degli indici obbligazionari dell'asset class.

### Gorky Urquieta

GLOBAL HEAD OF GLOBAL  
 EMERGING MARKET DEBTS DI ING  
 INVESTMENT MANAGEMENT

Abbiamo una visione positiva sul mercato obbligazionario dei mercati emergenti, in virtù di una maggiore solidità dei mercati globali e del miglioramento dei fondamentali dei Paesi emergenti. Parlando in



### David Nietlispach

JULIUS BAER & CO

MEMBRO DEL FIXED  
 INCOME RESEARCH  
 TEAM E RESPONSABILE  
 OBBLIGAZIONARIO PER I PAESI  
 EMERGENTI NON-ASIA



**Stefan Grünwald**

RAIFFEISEN CAPITAL  
MANAGEMENT

FUND MANAGER GLOBAL FIXED  
INCOME



**Sergio Bertoncini**

CRÉDIT AGRICOLE  
ASSET MANAGEMENT SGR

STRATEGIST

### “ E' in atto un radicale cambiamento nello scenario economico, finanziario e politico a favore dei mercati emergenti ”



**Giuseppe Quarto di Palo**

CREDIT SUISSE

GESTORE

generale, la ripresa delle economie in via di sviluppo è stata più rapida di quella dei Paesi sviluppati, dato che i primi hanno affrontato la crisi finanziaria globale del 2008 in condizioni strutturalmente migliori dei secondi: il debito pubblico e quello privato, per esempio, erano più bassi e i sistemi bancari più solidi.

**Giuseppe Quarto di Palo**

GESTORE CREDIT SUISSE

Crediamo che i mercati rischiosi, tra cui le obbligazioni dei Paesi emergenti, stiano gradualmente incominciando a scontare che la ripresa economica, di cui si è avuto segnale in questi ultimi due trimestri, possa consolidarsi.

Pensiamo inoltre che la fiducia ritrovata degli investitori possa favorire un ulteriore restringimento degli spreads delle emissioni governative emergenti e possa portare ad un rafforzamento delle valute dei Paesi

emergenti rispetto all'euro e soprattutto al dollaro americano.

**Simon Lue Fong**

GESTORE DEL FONDO DI PICTET  
FUNDS PF(LUX)GLOBAL EMERGING  
DEBT

Riteniamo che i mercati emergenti siano in buone condizioni rispetto ai Paesi sviluppati. È in atto un profondo e radicale cambiamento nello scenario economico, finanziario e politico a favore dei mercati emergenti. I responsabili delle asset allocation non hanno ancora realizzato questo fenomeno, e l'allocatione di portafoglio nei Paesi emergenti rimane troppo bassa. Non sono molte le classi di attività che possono mostrare elevati potenziali di rendimento, mancanza di correlazione con la maggior parte delle altre strategie e, cosa più importante, il pagamento di un dividendo. Siamo sempre dell'avviso che gli spread dei bond dei mercati emergenti denominati in dollari Usa possano scendere al di sotto dei 300 punti base. Se si aggiunge anche il rendimento cedolare di oltre il 6%, è evidente perché questi titoli siano attraenti. Relativamente ai bond dei mercati emergenti in moneta locale prevediamo che, come per i Paesi sviluppati, i tassi d'interesse resteranno bassi per lungo tempo. Siamo comunque attratti soprattutto dalle monete. Per prima cosa, una parte dell'equazione è a nostro favore, la tendenza ribassista del dollaro Usa. In secondo luogo, molte monete dei mercati emergenti hanno una netta tendenza ad apprezzarsi e la loro forza viene contenuta dagli interventi delle rispettive banche centrali. Molti Paesi dei mercati emergenti devono fronteggiare questa sfida, un tasso di cambio sempre più forte che riflette la loro posizione economica migliore rispetto al mondo sviluppato. Questi Paesi possono solo sperare, con i loro interventi, di rendere graduale l'apprezzamento, ma non di frenare tale tendenza. Tutto ciò amplia l'entità del rendimento positivo da noi previsto.

**Stefan Grünwald**

FUND MANAGER GLOBAL FIXED  
INCOME PER RAIFFEISEN CAPITAL

## MANAGEMENT

I mercati obbligazionari dei paesi emergenti sono stati fortemente colpiti durante la crisi finanziaria e di liquidità, ma non a causa dei fondamentali. Con condizioni di abbondante liquidità all'inizio del primo trimestre 2009, i titoli obbligazionari dei Paesi emergenti hanno segnato una ripresa del 30% da inizio anno e gli spread sui titoli di stato Usa sono tornati ai livelli pre Lehman. Confrontando il puro quadro dei fondamentali dei mercati emergenti con quello delle economie sviluppate, la massiccia compressione degli spread è giustificata, così come ulteriori restringimenti da qui in avanti. Confermiamo quindi la nostra visione positiva sugli emergenti legata ai fondamentali economici, pur sottolineando che il motore principale del rally resta la propensione al rischio da parte degli investitori, sostenuta dai bassi rendimenti a livello globale e dalla consistente liquidità. Una variazione nella liquidità disponibile potrebbe comunque mettere pressione ai titoli obbligazionari dei paesi emergenti.

### **RITENETE CHE POTRANNO FARE MEGLIO RISPETTO ALLE OBBLIGAZIONI GOVERNATIVE DEI PAESI OCCIDENTALI?**

#### **Nietlispach (Julius Baer)**

Le obbligazioni dei mercati emergenti registreranno extra rendimenti rispetto ai titoli di Stato dei paesi sviluppati nell'attuale ciclo economico dato che le organizzazioni internazionali hanno colmato il divario in termini di investimenti provocato dai disinvestimenti da parte degli investitori privati. Grazie all'impegno delle organizzazioni internazionali a sostegno dei Paesi colpiti dalla crisi sono stati attutiti i rischi di insolvenza per i titoli sovrani e le società importanti per il sistema nei Paesi emergenti. La capacità di credito del principale sostenitore degli emergenti, il Fondo Monetario Internazionale, è aumentata fino a raggiungere cifre enormi (750 miliardi di dollari). È più probabile che la crisi attuale non produca un'altra insolvenza sovrana nei Paesi emergenti (gli unici due casi di insolvenza durante la crisi sono avvenuti in

Ecuador e Seychelles per ragioni politiche più che per necessità economiche). Inoltre, le insolvenze delle obbligazioni societarie dei mercati emergenti saranno limitate come numero e avverranno principalmente nell'Est Europa.

#### **Bertoncini (Crédit Agricole Am)**

Al momento la nostra visione è favorevole ai comparti obbligazionari europei, sia governativi che corporate di alta qualità o Investment Grade. Riteniamo al contempo attraente il differenziale di rendimento dei bond governativi dei paesi emergenti rispetto ai titoli di stato europei, con un possibile ulteriore restringimento di tale spread.

#### **Urquieta (ING Im)**

È più che probabile. Il premio al rischio delle obbligazioni dei mercati emergenti è più attraente rispetto a quello dei bond dei Paesi sviluppati, anche se il trend secolare di crescita dei mercati emergenti, che continua a essere positivo, fa pensare che, nel corso del tempo, questo premio al rischio e i differenziali degli spread tenderanno a ridursi. Inoltre, la politica di stimoli fiscali impiegati per far fronte alla crisi è stata molto più aggressiva nel mondo sviluppato che in quello dei paesi emergenti.

#### **Quarto di Palo (Credit Suisse)**

In questo momento riteniamo che le curve dei tassi di interesse in molti Paesi emergenti siano eccessivamente ripide in un contesto in cui non vediamo le rispettive banche centrali alzare velocemente i tassi ufficiali. Di conseguenza riteniamo che ci possa essere spazio per una performance migliore delle obbligazioni dei Paesi emergenti rispetto a quelle dei paesi sviluppati. Senza contare che per molti Paesi il rischio di credito prezzato risulta ancora elevato rispetto ad un livello adeguato allo scenario macroeconomico attuale.

#### **Lue Fong (Pictet)**

Solo in termini di flussi cedolari, i bond dei mercati emergenti sovraperformeranno rispetto ai bond dei Paesi sviluppati.

## Da sapere

### ■ Spread

Nel mercato obbligazionario è l'extra rendimento del titolo rispetto a quanto offre il titolo governativo di pari durata. Per esempio se il titolo obbligazionario Fiat 05.2011 rende il 6,35% all'anno e il *btp* 2011 il 2,51%, lo spread dell'emissione della casa automobilistica torinese è del 3,84% annuo.

### ■ Asset class

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

### ■ Asset allocation

Procedura tramite la quale si determina la suddivisione ottimale di un portafoglio tra le varie asset class disponibili con l'obiettivo di massimizzare il rendimento e minimizzare il rischio. Si definisce asset allocation tattica, quella nella quale alcune delle decisioni di investimento vengono effettuate per cogliere alcune opportunità o per ridurre i rischi durante una specifica fase dei mercati finanziari.

### Grünwald (Raiffeisen CM)

Alla luce delle condizioni globali della liquidità, che crediamo valide anche per i prossimi mesi, le obbligazioni dei Paesi emergenti potrebbero subire ulteriori compressioni degli spread. I fondamentali dei mercati emergenti rimangono favorevoli, dal momento che i surplus di bilancio sono complessivamente positivi e che dal secondo trimestre 2009 si è registrata una ripresa dei flussi di capitale. Inoltre, per questi Paesi si prevede una sostanziale sovraperformance per il prossimo periodo con un deficit di bilancio modesto rispetto ai mercati sviluppati e un debito netto estero molto basso.

### SONO DA SOVRAPPESARE O SOTTOPEESARE RISPETTO AI CORPORATE BOND?

#### Nietlispach (Julius Baer)

Le obbligazioni societarie dei Paesi sviluppati, in particolare le obbligazioni di società finanziarie, sovraperformeranno le obbligazioni dei mercati emergenti. I principali Paesi emergenti per gli investitori obbligazionari resteranno fragili nel 2010 in quanto la ripresa dell'economia globale sarà lenta. I Paesi emergenti non asiatici dovranno affrontare una recessione grave come quella delle economie avanzate. La ripresa dei Paesi emergenti non asiatici, che sono i paesi emergenti chiave per gli investitori obbligazionari, dipen-

de soprattutto dalla crescita dei Paesi sviluppati attraverso i canali delle esportazioni e degli investimenti. In tale contesto bisognerebbe assumere una posizione sovrappesata sulle obbligazioni societarie delle economie sviluppate. La ripresa dell'economia globale sarà lenta. Il motore della crescita globale, i consumi negli Stati Uniti, è lontano dall'andare a pieno regime; infatti i consumatori statunitensi hanno iniziato a incrementare il tasso di risparmio. Così come la capacità dell'Asia di sostenere la crescita globale è limitata, anche le economie emergenti non asiatiche devono affrontare una ripresa lenta.

### Bertoncini (Crédit Agricole Am)

Attualmente, la nostra preferenza nei prodotti a spread va ai corporate di alta qualità per ragioni valutative e per le prospettive dei fondamentali in miglioramento. Riteniamo invece attraenti i bond emergenti rispetto ai titoli societari ad alto rendimento, sia in relazione al differenziale di performance messo a segno quest'anno dalle due asset class, sia sotto l'aspetto dei fondamentali più stabili dei paesi emergenti.

### Urquieta (ING Im)

La mia specializzazione sull'asset class emerging markets bond non mi consente di affrontare questo confronto e, quindi, di esprimere un

suggerimento.

### Quarto di Palo (Credit Suisse)

In termini assoluti, entrambe le asset class hanno avuto performance consistenti durante l'anno. Tuttavia, in termini di valutazioni le obbligazioni dei Paesi emergenti risultano essere ancora attraenti rispetto ai corporate bond, soprattutto per le classi di rating peggiori. Di conseguenza si può propendere per un sovrappeso per la componente emerging markets.

### Lue Fong (Pictet)

Non abbiamo un'opinione netta sui bond dei mercati emergenti denominati in dollari Usa rispetto alle obbligazioni societarie, ma i bond dei mercati emergenti in moneta locale saranno la classe di attività che otterrà il miglior rendimento nei prossimi 2-3 anni.

### Grünwald (Raiffeisen CM)

Dal momento che mi occupo di emerging markets bond non ritengo di avere tutte le conoscenze necessarie per esprimere correttamente questa valutazione.

### QUALI SONO LE EMISSIONI E/O PAESI PREFERITI?

#### Nietlispach (Julius Baer)

A nostro giudizio le obbligazioni dei mercati emergenti sono care nel complesso, pertanto ci concentriamo su poche nicchie che presentano ancora valore. Preferiamo investire in tre temi. Il primo comprende le società cicliche, prevalentemente del settore petrolchimico, che operano soprattutto in paesi in rapida ripresa come Brasile e Colombia. Il secondo tema comprende le società che rivestono un'importanza sistemica per la stabilità di un Paese e che probabilmente riceveranno il sostegno del governo se necessario. Tra queste, in particolare, le grandi banche dei Paesi dell'Europa orientale colpiti dalla crisi che sono fondamentali per il funzionamento del sistema finanziario. Il terzo tema comprende i titoli sovrani dei Paesi che hanno il sostegno dell'Occidente e talvolta delle



**Simon Lue Fong**

PICTET FUNDS

GESTORE DEL FONDO  
PF(LUX)GLOBAL EMERGING DEBT



**Gorky Urquieta**

ING INVESTMENT  
MANAGEMENT

GLOBAL HEAD OF GLOBAL  
EMERGING MARKET DEBTS

organizzazioni internazionali per motivi geopolitici. Tra questi Paesi la Colombia (un importante alleato degli Stati Uniti in Sud America), l'Ucraina (Ue, Usa e Russia combattono per avere un'influenza politica nel paese) e la Lituania (membro dell'Ue, il cui tracollo potrebbe destabilizzare diversi paesi dell'Est Europa).

### **Bertoncini (Crédit Agricole Am)**

Tra i Paesi più presenti nell'indice dei bond emergenti il Messico e l'India sono attualmente tra i nostri preferiti.

### **Urquieta (ING Im)**

Siamo positivi su Paesi molto diversi tra di loro come Argentina e Russia, a causa della combinazione di valutazioni attraenti relative ai loro profili di rischio e a un migliore outlook. Continuiamo a preferire il Brasile, soprattutto nel settore corporate, e l'Ucraina a causa dell'eccessivo pessimismo sul rischio di default prezzato nelle loro obbligazioni.

### **Quarto di Palo (Credit Suisse)**

I Paesi su cui abbiamo preferenza sono Brasile, Corea del Sud, Turchia e Messico.

### **Lue Fong (Pictet)**

Per quanto riguarda il debito in dollari dei mercati emergenti, in America Latina si pone in evidenza l'Argentina per la possibile riapertura delle trattative con il Fmi. Un altro Paese interessante è il Venezuela, sulla base delle valutazioni. Il Brasile, anche se è divenuto meno conveniente, dovrebbe comunque fare parte del vostro portafoglio. Altrove, guardiamo con favore all'Indonesia per la continua prospettiva che possa diventare la prossima «i» tra i Paesi BRIC. Siamo anche interessati ai Paesi con rating più basso, come lo Sri Lanka. Per i titoli di debito in moneta locale abbiamo un orientamento long sul Brasile, dove i potenziali aumenti di tasso sono già adeguatamente scontati nei prezzi, e sul Messico. Anche i tassi d'interesse in Turchia sono attraenti. Sul fronte dei cambi, la nostra prefe-

renza va a diverse monete, tra cui, in Asia, India, Indonesia, Malesia, Thailandia, Filippine. In altre regioni, segnaliamo Turchia, Ungheria, Polonia, Messico e Brasile.

### **Grünwald (Raiffeisen CM)**

Preferiamo Paesi con fondamentali solidi e stabili, che approfittano di programmi di stimolo a livello globale e della domanda di materie prime come Russia, Indonesia e Brasile.

**IN UN PORTAFOGLIO 100% OBBLIGAZIONARIO, CON ORIZZONTE TEMPORALE DI TRE ANNI E PROFILO DI RISCHIO MEDIO, QUALE QUOTA CONSIGLIERESTE DI ATTRIBUIRE AI FONDI OBBLIGAZIONARI PAESI EMERGENTI?**

### **Nietlispach (Julius Baer)**

Il peso delle obbligazioni dei mercati emergenti in un portafoglio obbligazionario a medio rischio dovrebbe essere limitato al 15% circa per due ragioni. Innanzi tutto, le obbligazioni dei mercati emergenti sono diventate costose nel complesso e gli investimenti in obbligazioni dei mercati emergenti andrebbero operati unicamente in selezionate nicchie di interesse. In secondo luogo, dato che la crisi in corso ha dimostrato palesemente che la maggior parte delle regioni al mondo è interconnessa attraverso i canali finanziari e le esportazioni, le obbligazioni dei mercati emergenti hanno perso parte della loro utilità al fine di ottenere un effetto di diversificazione.

### **Bertoncini (Crédit Agricole Am)**

Riteniamo che l'esposizione corretta possa attestarsi intorno a un 4%.

### **Urquieta (ING Im)**

Considerando le caratteristiche rischio/rendimento tipiche dei Paesi emergenti noi suggeriamo un'allocazione di almeno il 10%. I bond dei mercati emergenti rimangono particolarmente sottopesati nella maggior parte di portafogli obbligazionari globali e, come gli eventi dell'ultimo trimestre 2008 hanno mostrato, la diversificazione che possono offrire rispetto ai Paesi sviluppati è una caratteristica particolarmente attraente di questa asset class.

## Da sapere

### ■ Punto base

È la più piccola unità di misura convenzionalmente impiegata per definire i rendimenti dei titoli a reddito fisso. Corrisponde ad un centesimo di punto percentuale, cioè allo 0,01%.

### ■ Investment grade

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

### ■ Duration

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

### **Quarto di Palo (Credit Suisse)**

Una quota tra il 5% e il 10% potrebbe fornire un ottimo strumento di diversificazione.

### **Lue Fong (Pictet)**

È un tipo di valutazione che preferisco non affrontare in quanto specializzato solo sulle obbligazioni dei Paesi emergenti.

### **Grünwald (Raiffeisen CM)**

Dipende sempre dalla percezione del rischio degli investitori e in particolare dalle caratteristiche del portafoglio. Come allocazione standard in un portafoglio obbligazionario globale possiamo considerare una quota tra il 5% e il 10% circa. ■