

# ANCORA EMERGENTI? SÌ, MA SENZA ESAGERARE

## Focus

■ Investire nelle obbligazioni dei Paesi emergenti conviene ancora. I margini di guadagno in più si sono ridotti, ma molte emissioni sono diventate più sicure (rating più alti). Inoltre continua il ciclo favorevole delle materie prime, i cui prezzi rimangono alti, favorendo le economie di questi Paesi.

■ Quanto è corretto investire? Una quota considerata prudente potrebbe essere il 5% dell'intero investimento obbligazionario. Per chi ha una maggiore tolleranza del rischio la percentuale potrebbe arrivare al 10%

■ Proprio l'alto livello di rischio di queste emissioni (ricordiamoci dell'Argentina) consiglia di investire con i fondi specializzati, e non comprando direttamente singole emissioni obbligazionarie. In ogni caso i gestori indicano anche i Paesi e le tipologie di titoli che ritengono più interessanti

Il margine in più dei rendimenti dei bond dei Paesi in via di sviluppo tende a ridursi, ma secondo i grandi gestori internazionali conviene mantenere una quota del proprio investimento in questo tipo di fondi. Che nell'ultimo anno hanno fatto guadagnare in media il 18,1% ai sottoscrittori

### ■ di Fabio Sansone

**H**anno fatto guadagnare il 12,9% da inizio anno, il 18,1% negli ultimi 12 mesi, il 27,8% a tre anni e 39,1% a cinque anni. Rendimenti di tutto rispetto che confermano il favorevole trend di lungo periodo. Loro sono i fondi obbligazionari Paesi emergenti, i prodotti del risparmio gestito che consentono anche ai piccoli risparmiatori di accedere al mercato dei bond dei Paesi in via di sviluppo con capitali modesti e un'ampia diversificazione di portafoglio. Un'asset class molto interessante da punto di vista dei rendimenti potenziali che offrono rispetto ai titoli governativi, ma anche ad altissimo rischio come la vicenda Argentina dovrebbe avere insegnato. Investire ha chiesto ad alcuni dei migliori gestori il loro giudizio attuale su questi fondi tenendo conto che hanno corso molto negli ultimi anni e che gli spread rispetto ai titoli di Stato europei e americani si è ridotto ai minimi.

**1** Quali sono i fattori che continuano a favorire un investimento in obbligazioni dei Paesi emergenti?

### Gregory Saichin

PIONEER

In questa congiuntura dove l'universo obbligazionario si trova con solidi

fondamentali correttamente valutati, gli emerging markets bonds continuano ad offrire il miglior ritorno in termini relativi rispetto alle altre classi di investimento. I motivi sono semplici. Un ciclo di materie prime che ancora si trova con vento in poppa favorisce praticamente tutti i Paesi produttori di petrolio, cibo, metalli basici, prodotti agricoli di un certo valore aggiunto, prodotti chimici o petrolchimici. Restringimenti di capacità produttiva hanno inoltre alterato i termini di interscambio impattando positivamente i prezzi di questi prodotti. Il restringimento degli spread (margini di rendimento in più rispetto alle obbligazioni governative) e il miglioramento dei rating negli ultimi anni si sono avuti grazie anche al fatto che in generale questi Paesi hanno cominciato ad applicare delle politiche più trasparenti e più conservative in materia fiscale. A tutto questo si aggiunga il bilancio positivo in conto corrente esistente dal 2003 nella maggioranza degli Paesi emergenti e una diminuita necessità di rifinanziamento con impatti positivi sul mercato obbligazionario estero.

### Jean-Dominique Buetikofer

JULIUS BAER

Il fattore chiave che ha sostenuto i positivi sviluppi degli ultimi anni è

che la gran parte dei governi ha compreso l'importanza da una parte di dare avvio a importanti politiche sia sul piano macroeconomico sia su quello fiscale, e dall'altra di consentire alle banche centrali di essere più indipendenti nel determinare le politiche monetarie. Inoltre, quest'impegno sul piano politico e il consistente numero di azioni intraprese dai governi si sono accompagnati a uno scenario di crescita economica a livello globale, un elevato prezzo delle materie prime e una ricerca del rischio in uno scenario attuale di bassi rendimenti. Guardando al futuro, la reale volontà dei governi di portare avanti, nel lungo periodo, le politiche economiche intraprese è l'unica strada per ulteriori convergenze sul piano politico e strutturale. La maggior parte dei mercati emergenti si sta muovendo in questa direzione.

### Alvise Cicogna

ABN AMRO

Sostanzialmente per tre importanti ragioni: 1) miglioramento della qualità del rating degli emittenti di questa asset class; 2) aumento della stabilità politico-economica; 3) esaurimento delle richieste di nuove emissioni in quanto i Paesi emergenti si sono già finanziati per l'anno in corso.

### Simone Gervasi

NEXTRA

I fondamentali dei Paesi emergenti sono molto migliorati in generale e soprattutto per i principali emittenti internazionali quali Russia e Brasile. Molti degli emerging markets sono riusciti a varare buone riforme strutturali in campo economico, fiscale e sociale e, soprattutto, hanno colto la favorevole fase di mercato per ridurre il peso del debito, in particolare quello estero. Ciò è stato possibile anche in virtù del fatto che molti di questi Paesi sono tra i principali esportatori di materie prime i cui prezzi sono in costante rialzo da anni.

### Marco Vicinanza

ARCA

In primis la situazione fondamentale della maggior parte dei Paesi emit-

**Marco Vicinanza**  
ARCA  
CO-RESPONSABILE  
INVESTIMENTI ARCA  
SGR



**Alvise Cicogna**  
ABN AMRO  
DI ABN AMRO FUND SICAV.



**Gregory Saichin**  
PIONEER  
GESTORE DI PIONEER  
OBBLIGAZIONARIO  
PAESI EMERGENTI.

**Jean-Dominique Buetikofer**  
JULIUS BAER  
GESTORE DEL JULIUS BAER  
EMERGING BOND FUND



**Simone Gervasi**  
NEXTRA  
GESTORE OBBLIGAZIONARIO  
PAESI EMERGENTI  
DI NEXTRA IM SGR

## I fondi migliori a tre anni

| I VINCENTI A TRE ANNI                          | PERFORMANCE IN EURO |             |             |             |
|--|---------------------|-------------|-------------|-------------|
|  | DA 1/1/05           | 1 ANNO      | 3 ANNI      | 5 ANNI      |
| JULIUS BAER EMERGING BOND FUND (EURO)          | 3,2                 | 14,4        | 78,4        | 65,2        |
| ABN AMRO GLOBAL EMERGING MARKETS BOND FUND     | 20,4                | 25,0        | 55,3        | 94,6        |
| ABERDEEN GLOBAL SOVEREIGN HTB FUND             | 20,1                | 30,5        | 51,1        |             |
| JPMF EMERGING MARKETS BOND                     | 22,6                | 29,7        | 50,5        | 62,2        |
| ARCA BOND PAESI EMERGENTI                      | 3,6                 | 12,8        | 48,0        | 59,7        |
| NOVARA AQUILONE BOND AMERICA LATINA            | 18,5                | 25,0        | 47,8        | 27,2        |
| NORD EST FUND OBBL.PAESI EMERGENTI             | 5,5                 | 14,3        | 46,4        | 54,5        |
| NEXTRA BOND EMERGENTI VALUTA COPERTA           | 2,9                 | 12,5        | 44,2        | 54,0        |
| ETRA EMERGING INCOME                           | 4,1                 | 12,3        | 44,1        |             |
| PIONEER OBBLIG.PAESI EMERGENTI A DISTRIBUZIONE | 12,0                | 19,9        | 41,9        | 54,6        |
| GOLDMAN SACHS GLOBAL EMERGING MARKETS DEBT P.  | 22,7                | 28,7        | 41,5        |             |
| SCUDDER GOF EMERGING MARKETS BOND FUND         | 20,7                | 25,7        | 40,0        | 52,6        |
| AMERICAN EXPRESS EMERGING MARKETS DEBT EPIC    | 19,9                | 23,2        | 39,9        | 53,6        |
| CAF EMERGING MARKETS DEBT CLASSIC              | 19,5                | 23,8        | 36,4        | 42,6        |
| FINECO IM EMERGING MARKETS BONDS               | 15,9                | 20,0        | 36,2        | 40,6        |
| NEXTRA BOND EMERGENTI VALUTA ATTIVA            | 15,9                | 18,2        | 36,1        | 50,0        |
| HSBC GIF GLOBAL EMERGING MARKETS BOND          | 19,1                | 23,6        | 36,0        | 46,1        |
| BANCA LOMBARDA EMERGING MARKETS BOND           | 10,0                | 13,2        | 35,4        | 23,7        |
| DUCATO FIX EMERGENTI                           | 3,3                 | 11,1        | 34,9        | 50,5        |
| PIONEER FUNDS EMERGING MARKETS BOND            | 16,2                | 24,4        | 34,5        | 51,7        |
| BNL OBBLIGAZIONI EMERGENTI                     | 10,8                | 13,7        | 33,7        | 42,7        |
| CREDIT SUISSE BOND FUND EMERGING EUROPE        | 7,1                 | 20,3        | 33,6        |             |
| MORGAN STANLEY SICAV EMERG.MARKETS DEBT FUND   | 20,8                | 22,6        | 33,0        | 47,8        |
| PICTET FF GLOBAL EMERGING DEBT                 | 19,3                | 22,6        | 31,4        | 45,4        |
| RAIFFEISEN OBBLIGAZIONARIO CONVERGENZA         | 7,6                 | 21,1        | 31,1        | 66,3        |
| EUROMOBILIARE EMERGING MARKETS BOND            | 2,5                 | 9,9         | 31,0        | 19,2        |
| FORTIS L FUND BOND WORLD EMERGING              | 20,7                | 22,7        | 30,4        | 41,5        |
| AUREO ALTO RENDIMENTO                          | 12,4                | 13,8        | 30,4        | 34,1        |
| INTERFUND BOND GLOBAL EMERGING MARKETS         | 4,4                 | 16,0        | 29,2        |             |
| UNIEURO ASPIRANT                               | 7,4                 | 17,3        | 28,5        |             |
| LOMBARD ODIER EURO CONVERGENCE BOND            | 7,5                 | 19,7        | 28,4        |             |
| AXA WF EUROPEAN CONVERGENCE BONDS              | 6,6                 | 17,1        | 28,4        |             |
| SGAM FUND BONDS CONVERGING EUROPE              | 6,8                 | 21,6        | 27,7        |             |
| FORTIS L FUND BOND EUROPE EMERGING             | 6,6                 | 18,5        | 27,5        | 67,5        |
| WESTAM GLOBAL EMERGING MARKETS BONDS           | 17,6                | 19,4        | 27,4        | 41,9        |
| RAIFFEISEN OBBLIGAZIONARIO EUROVISIONE         | 8,5                 | 25,3        | 27,3        | 69,3        |
| GENERALI AM CENTRAL & EAST.EUROPE BONDS        | 8,1                 | 25,5        | 27,1        |             |
| BIPIELLE HENDERSON OBBL.PAESI EMERGENTI        | 3,6                 | 12,8        | 27,1        | 46,5        |
| JULIUS BAER LOCAL EMERGING BONDS               | 15,2                | 20,0        | 26,8        |             |
| MC FDF HIGH YIELD                              | 3,5                 | 11,4        | 25,9        |             |
| DEXIA BONDS EMERGING MARKETS                   | 17,8                | 19,6        | 24,9        | 33,4        |
| TEMPLETON EMERGING MARKETS BOND FUND           | 15,4                | 18,1        | 23,5        | 35,3        |
| OPTIMA OBBLIGAZIONARIO E.M.                    | 13,2                | 13,7        | 23,4        |             |
| FONDITALIA BOND GLOBAL EMERGING MARKETS        | 4,2                 | 15,6        | 23,3        |             |
| SPI OBBLIGAZIONARIO PAESI EMERGENTI            | 18,5                | 18,3        | 22,6        | 26,8        |
| PARVEST EMERGING MARKETS BONDS                 | 17,6                | 19,4        | 22,5        | 28,9        |
| VONTOBEL EASTERN EUROPEAN BOND                 | 8,0                 | 23,9        | 22,2        | 61,3        |
| CREDIT SUISSE BOND FUND EMERGING MARKETS       | 19,8                | 22,0        | 22,0        |             |
| NORDFONDO OBBL.PAESI EMERGENTI                 | 10,5                | 13,3        | 20,9        | 24,5        |
| CAPITALGEST BOND EMERGING MARKET               | 7,4                 | 12,9        | 20,8        | 28,5        |
| <b>MEDIE DI CATEGORIA</b>                      | <b>12,9</b>         | <b>18,1</b> | <b>27,8</b> | <b>39,1</b> |

I migliori fondi obbligazionari Paesi emergenti italiani ed esteri ordinati secondo i rendimenti a tre anni

tenti: riforme strutturali che migliorano la capacità di servire il debito nel lungo periodo (es. Turchia, Brasile); prezzi elevati del petrolio e delle materie prime; elevati tassi di crescita delle economie (Russia, Turchia, Argentina); basso costo del finanziamento del debito, grazie alla struttura compressa dei tassi mondiali.

## 2 Su quali aree geografiche siete più favorevoli e perché?

### Gregory Saichin

I paesi che riteniamo più interessanti per spread, prospettive, rendimenti correnti e liquidità sono: Brasile, Argentina (corporate), Turchia e Russia (debito sovrano e corporate), Indonesia (corporate), Perù, Messico (corporate), Colombia

### Jean-Dominique Buetikofer

In questo momento siamo più propensi a un portafoglio ampiamente diversificato senza grosse preferenze fra le varie ragioni. Guardiamo ancora con favore ai paesi europei che saranno protagonisti della terza fase del processo di convergenza, ad alcuni paesi del Nord Africa e ad alcuni della regione asiatica (Thailandia e India). In America Latina siamo ampiamente diversificati e ricerchiamo valore nei paesi di minori dimensioni: Panama, Perù, Costa Rica e Giamaica.

### Alvise Cicogna

Più che le aree geografiche noi privilegiamo i singoli Paesi che o sovrappesiamo o sottopesiamo talvolta anche in modo significativo. Tra le tre principali aree geografiche emergenti quella in cui siamo attualmente più in sottopeso è l'Est Europa. Incide il forte sottopeso in Russia (5% del fondo contro il 13% del benchmark) dove abbiamo preferito monetizzare i profitti azzerando prima tutte le posizioni per poi rientrare solo in parte di recente. Ci piacciono Venezuela, paese ricco di risorse naturali, quindi con alta capacità di pagare il debito, e Filippine che, grazie alla continua crescita dei

## Da sapere

■ **Spread**

**Differenziale.** In questo caso 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.

■ **Commodities**

**Termine anglosassone con il quale si indicano le materie prime, dal settore agricolo (cacao, zucchero, caffè, cotone, frumento soia ecc.) a quello energetico (petrolio, gas ecc.), da quello dei metalli (alluminio, nickel, rame ecc.) ai preziosi (oro, argento, platino ecc.).**

■ **Debito sovrano**

**L'ammontare delle emissioni obbligazionarie dei singoli Stati. L'insieme delle emissioni a reddito fisso che, omunemente, rientra tra quelli definiti come titoli governativi o titoli di Stato.**

Paesi asiatici, allo sforzo del governo filippino nel combattere l'evasione fiscale e alla grande capacità filippina di esportare, pensiamo che sia un paese in grado di rispettare le proprie scadenze. Per quanto riguarda il sovrappeso in Argentina, registriamo che la ristrutturazione del debito di Buenos Aires è stata avviata; e ora, con un prodotto interno lordo 2005 in crescita tra il 6 e il 7% (e un ulteriore 4% stimato per il 2006), l'economia sta tornando a correre e a creare il supporto ideale a ripagare i debiti del Paese. Inoltre l'attuale spread è talmente generoso che vale sicuramente una scommessa,

■ **Simone Gervasi**

Noi ragioniamo non per area geografica ma per singolo paese. E qui l'unico che veramente mi sento di citare è la Russia. E' probabilmente il paese più attrattivo tra gli emerging markets nonostante i suoi vantaggi di rendimento si siano notevolmente ridotti, soprattutto se si investe sul debito sovrano. Il debito della Russia viaggia verso il 20% del Pil e il Paese è addirittura diventato un creditore netto: i beni statali e le riserve accumulate in questi anni sono superiori al debito complessivo del Paese; inoltre si registra un surplus di bilancio e delle partite correnti, e non c'è bisogno di nuove emissioni.

■ **Marco Vicinanza**

America Latina e Europa dell'Est: sono le aree caratterizzate dal migliore andamento dei fondamentali, per cui ci attendiamo che nel prossimo futuro siano le aree a maggior incidenza di aumento dei rating da parte delle agenzie di valutazione.

**3** Quali le emissioni che ritenete più interessanti, e perché?

■ **Gregory Saichin**

Favoriamo petrolio/gas, banche e telefonia mobile. Il settore petrolifero è strategico e con i prezzi fissati a livello internazionale finisce con il rafforzare le valute locali dei produttori. Nel caso delle banche, la storia dimostra che gli istituti di credito sono sempre state la colonna vertebrale

dei Paesi in via di sviluppo e la capitalizzazione imperfetta del settore finanziario rende il Paese vulnerabile in caso di crisi del settore. La telefonia mobile è attraente perché il sistema di linea fissa è sottosviluppato in questi Paesi rendendo la telefonia mobile il sistema vincente e convertendolo in un vero settore di servizio a tutti gli utenti che non potrebbero mai ottenere una linea fissa.

■ **Jean-Dominique Buetikofer**

Mi limito a sottolineare che lo strumento migliore per investire nei mercati emergenti è un fondo che ben si adatti al profilo di rischio dell'investitore. La spiacevole vicenda dell'Argentina dovrebbe ricordare a ogni investitore che scommettere su una singola emissione può essere davvero doloroso nel caso di eventi negativi.

■ **Alvise Cicogna**

E' importante investire in titoli con alta liquidità. In ogni caso, i principali Paesi in cui siamo investiti noi sono, nell'ordine, Venezuela 33%, Filippine 16%, Brasile 12%, Argentina 10% e Russia 5%.

■ **Simone Gervasi**

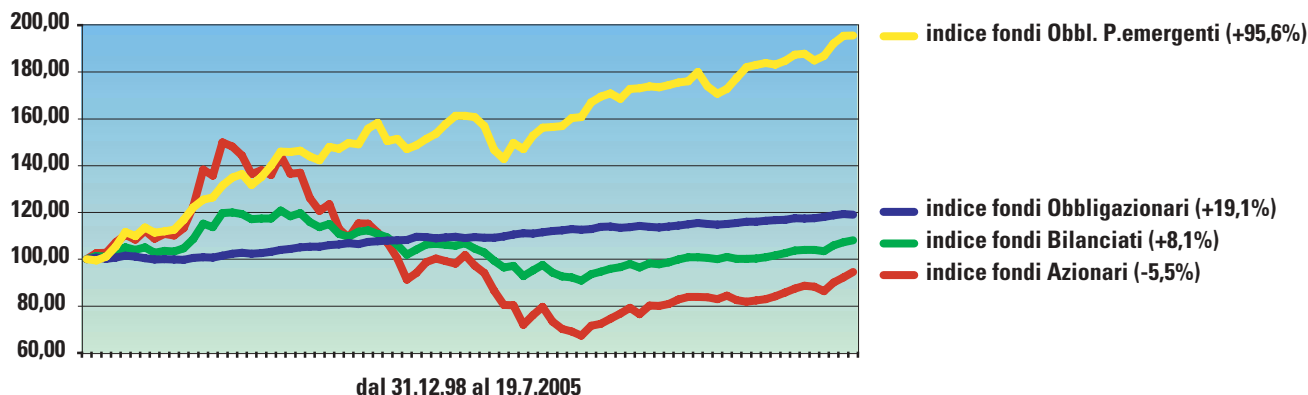
Non è tanto importante la scadenza scelta, quanto la liquidità. E quando si parla di emerging markets bonds le emissioni più liquide sono quelle lunghe. Inoltre, noi acquistiamo sia governativi che corporate ma in questa fase privilegiamo i titoli di Stato per attuare una strategia di portafoglio più conservativa.

■ **Marco Vicinanza**

Non parlo di singole emissioni. Tuttavia sono d'accordo con chi consiglia di orientarsi sui titoli a maggiore liquidità di mercato per evitare di aggiungere ulteriore rischiosità ad una asset class già molto volatile.

**4** Infine un'indicazione operativa: in un portafoglio obbligazionario diversificato, quale quota suggerite di attribuire ai fondi obbligazionari Paesi emergenti per i prossimi 6-12 mesi?

## Da anni sono i fondi che rendono di più



Il grafico mostra chiaramente quanto i fondi obbligazionari Paesi emergenti abbiano reso in questi anni mediamente più degli altri tipi di fondi

“ Per un investitore prudente che voglia diversificare il portafoglio senza troppi rischi la quota da destinare a questi fondi è il 5% ”

### Gregory Saichin

Raccomandiamo una posizione media tra il 5 e il 10% secondo il profilo di rischio del cliente per i prossimi 6-12 mesi.

### Jean-Dominique Buetikofer

Prendendo in considerazione una asset allocation di lungo termine, i bond dei mercati emergenti dovrebbero avere un peso di circa il 5% all'interno di un portafoglio globale. Attualmente consigliamo a ogni investitore di mantenersi neutrali nei confronti di questa asset allocation. Consiglierebbero anche di trarre vantaggio da qualsiasi periodo di volatilità del mercato per aumentare l'esposizione o reinvestire nel fondo specializzato in obbligazioni emergenti, nel caso in cui si dovesse verificare un consolidamento.

### Alvise Cicogna

E' un'asset che ci piace e che consigliamo di mantenere a livello strutturale in portafoglio, ma in questa fase suggeriamo un peso più o meno neutrale tra il 5 e il 10% a seconda del profilo di rischio dell'investitore e del portafoglio che ha realizzato. Per un investitore prudente che predilige la diversificazione del portafoglio senza troppi rischi la quota da destinare ai fondi obbligazionari Paesi emergenti è pari al 5%, mentre per un investitore con un grado di accettazione della volatilità maggiore la percentuale può salire fino anche al 10%.

### Simone Gervasi

Direi che in ottica di diversificazione di medio lungo termine manterrei la posizione negli obbligazionari Paesi emergenti con un peso in un portafoglio globale internazionale del 5%, che è neutrale rispetto al benchmark: insomma non ci sono ragioni per uscire o ridurre ma aumentare, in questa fase, non è giustificato.

### Marco Vicinanza

Se l'orizzonte di investimento è breve, occorre comunque trattare con cautela un'asset class a rischio, come si è detto, di bruschi "rovesci". Se l'orizzonte si allunga oltre i 3-4 anni, la quota può anche essere significativa, dell'ordine del 20-35%, a seconda della predisposizione al rischio dei singoli risparmiatori. Magari si può utilizzare l'accorgimento di diluire in tre-sei mesi l'acquisto in modo da evitare di comperare l'intera quota tutta in una volta magari in coincidenza di una vigilia di crollo delle quotazioni. Proprio questo suggerimento pratico fornisce un'indicazione importante: i fondi obbligazionari Paesi emergenti, per la loro alta volatilità (assimilabile a quella di un investimento azionario) e per il loro trend rialzista di lungo termine sono una delle asset class che più si prestano alla formula dei piani di accumulo (pac), tramite i quali è possibile comperare a piccole dosi e in tutte le condizioni di mercato quote di fondi. ■