

# QUANTO RENDONO I MIGLIORI STRUMENTI A BREVE

**Bot e pronti contro termine sono tornati a far concorrenza ai prodotti di deposito bancario ad alta remunerazione. Uno per uno, ecco quanto offrono, con vantaggi e limiti, i diversi impieghi della liquidità più diffusi sul mercato**

Il rendimento del Bot annuale in asta è passato dal 2,1% lordo (e 1,53% netto) del settembre 2005 al 3,64% lordo (e 2,83% netto) dell'ultima asta del Tesoro.

È più che sufficiente per intuire gli impatti che tutto ciò ha provocato sul mercato monetario, uno dei più importanti in Italia: basti pensare che solo le famiglie italiane detengono circa 800 miliardi di euro in depositi bancari, postali e di altro tipo (Fonte: Attività e passività finanziarie delle famiglie italiane, Bankitalia dicembre 2005). Ma quali sono le opportunità offerte dal mercato per

sfruttare la ritrovata competitività dei tassi a breve? Ecco una breve guida.

## CONTO CORRENTE

Resta il preferito dalle famiglie per la sua comodità d'uso (accredito dello stipendio, domiciliazione delle utenze domestiche, assegni, bonifici, prelievi ecc.). Tuttavia i tassi attivi riconosciuti ai depositi sul conto spesso non superano l'1% lordo (ovvero lo 0,73% netto) e non riescono talvolta

a coprire neppure i costi di tenuta conto.

## CONTO PROFILO

Offerto da Banca Profilo ai soli investitori privati, è un conto corrente con deposito minimo 50 mila euro e massimo 200 mila remunerato per sei mesi con il 5% lordo annuo (3,65% netto).

## CONTO DI DEPOSITO AD ALTO RENDIMENTO

Si tratta di conti che permettono il deposito e il prelievo dei risparmi quasi esclusivamente online (tramite Internet) ma che non offrono quasi mai alcun servizio aggiuntivo fatta eccezione per la carta Bancomat. Tra i più famosi, figurano Conto Arancio di Ing Direct (il cui tasso base attuale, senza promozioni è al 2,80% lordo e al 2,044% netto), Conto Santander Consumer del gruppo bancario spagnolo Santander (che offre ai depositi un tasso lordo del 3% e del 2,19% netto) e Conto IWBank (che paga interessi annuali del 3% lordo e del 2,19% netto). Conti di deposito senza costi di apertura, di mantenimento annui e di chiusura. I tassi di interesse possono cambiare in qualsiasi momento a totale discrezione delle banche erogatrici.

## PRONTI CONTRO TERMINE

Si tratta di un prestito che l'investitore fa alla banca al fine di riceverne alla scadenza un premio (interesse). Durano di solito, uno, due o tre mesi, a scelta dell'investitore ed offrono attualmente tassi netti d'interesse compresi tra il 2,6% e il 2,8% a seconda dell'importo impiegato. La cifra minima di solito richiesta dalle banche per i pronti contro termine è di 25-30 mila euro e il rendimento include già i bolli di legge obbligatori per l'operazione. Oltre alla cifra minima iniziale, il punto debole dei pronti termine è rappresentato dalla impossibilità di riscattare anticipatamente il capitale investito prima della scadenza prefissata: non solo si perdono gli interessi maturati ma si pagano penali salate.

## BOT

Il Bot annuale offre attualmente un rendimento lordo del 3,64% lordo e del 2,83% netto (commissioni comprese) mentre quello a tre mesi tocca il 3,17% lordo e il 2,5% netto. Rendono un po' meno dei pronti contro termine rispetto ai quali hanno una maggiore liquidabilità: in caso si necessiti venderli prima della scadenza possono essere venduti sul mercato secondario senza eccessive penalizzazioni di prezzo.

## ■ FONDI DI LIQUIDITÀ

Si tratta di prodotti nati per la gestione della liquidità a breve termine. Il loro utilizzo primario è quello di parcheggio ben remunerato del capitale in attesa di investimenti finanziari di medio lungo termine o di impieghi prestabiliti (l'acquisto dell'auto nuova, la permuta dell'abitazione, il matrimonio dei figli ecc.). Negli ultimi 12 mesi hanno reso in media l'1,48% netto. Tenuto conto che il mercato monetario rende oggi fino a un massimo del 2,5% netto e che una buona gestione di portafoglio può, senza stravolgere il profilo di rischio del fondo, aggiungere circa 50 centesimi di rendimento annuo, l'impatto della commissione annua di gestione può fare la differenza. Una buona regola è pertanto quella di scegliere un fondo di liquidità con costi non superiori allo 0,5-0,6% annuo. Un secondo elemento è poi quello della volatilità che non deve essere molto superiore a quella media di categoria. Questi due elementi, uniti alle performance permettono di valutare l'idoneità del fondo di liquidità allo scopo per il quale è preposto. Si tenga presente infine che, benché i fondi di liquidità tendano a riflettere i rendimenti del mercato monetario al netto dei costi di gestione, non è possibile conoscere in anticipo quali potranno essere i rendimenti realizzati nel futuro. ■

# LE MOSSE GIUSTE PER CAVALCARE I TASSI D'INTERESSE

**I migliori gestori obbligazionari indicano opportunità (e rischi) in ognuna delle principali tipologie di fondi. E consigliano i portafogli più adatti per approfittare al meglio di questa fase dei mercati finanziari**

■ di Fabio Sansone

Il parcheggio della liquidità in senso stretto prevede un orizzonte temporale limitato nel tempo, che poco si concilia con attività finanziarie il cui orizzonte temporale si prolunga negli anni. Ne deriva che per un ripartizione più efficiente degli investimenti è necessario ricorrere ai titoli a reddito fisso a medio e a lungo termine. Per conoscere lo stato di salute del settore e, soprattutto, per ricavarne preziosi consigli operativi, *Investire* ha coinvolto otto case d'investimento chiedendo ai loro esperti quali siano le previsioni sui bond per i prossimi mesi e una valutazione sui singoli strumenti dai governativi alle obbligazioni dei Paesi emergenti.

## ■ TITOLI DI STATO

■ **Enrico Ascari**

DIRETTORE GENERALE  
BNL GESTIONI SGR

Sul mercato dei titoli governativi l'investitore privato può preferire i titoli con vita residua fino a due anni, investendo in Paesi con merito creditizio inferiore come l'Italia che per un investitore individuale non si traducono in un incremento significativo del rischio dell'investimento.



**Enrico Ascari**  
BNL GESTIONI  
DIRETTORE GENERALE

## Le indicazioni delle grandi case d'investimento

SOCIETÀ DI GESTIONE	IL MERCATO OBBLIGAZIONARIO IN GENERALE SEMBRA AVER LASCIATO ALLE SPALLE IL PERIODO PIÙ DIFFICILE. SIETE D'ACCORDO? E CHE SCENARIO IMMAGINATE IN PARTICOLARE PER IL MERCATO OBBLIGAZIONARIO PER I PROSSIMI SEI MESI?	QUAL È IL SUGGERIMENTO CHE STATE DANDO ALLA VOSTRA CLIENTELA PIÙ PRUDENTE PER QUANTO RIGUARDA I BOND: SUGGERITE LORO UN SOTTOPESO, UN PESO NEUTRALE, UN SOPRAPPEO? E CON QUALI STRATEGIE TATTICHE PER I PROSSIMI SEI MESI?
<b>MELLON GLOBAL INVESTMENTS</b>	Per esperienza riteniamo che quest'anno il peggio sia passato per i mercati obbligazionari europei. Nei prossimi sei mesi molto dipenderà dagli sviluppi di altre aree, in particolare di Stati Uniti e Giappone	Incominciare ad entrare gradualmente nel mercato a partire da oggi. Abbiamo aumentato la reattività all'aumento dei prezzi nei mercati obbligazionari negli ultimi mesi; privilegiamo titoli di Stato di paesi emergenti e corporate bond; molti dei settori che hanno offerto un vantaggio nei titoli di stato hanno perso valore
<b>BNL GESTIONI</b>	Il recupero dei corsi registrato nel secondo semestre, che ha riportato il tasso decennale di riferimento per l'area euro (quello tedesco) al di sotto del 3,80%, consiglia di adottare un atteggiamento prudente limitando l'esposizione al mercato obbligazionario a medio lungo termine	A chi ha un orizzonte temporale breve consigliamo di non cercare di incrementare i rendimenti attesi attraverso l'investimento su bond a lunga scadenza. La strategia tattica è quella di tornare a reinvestire sulle scadenze più lunghe se i livelli di mercato tornano in prossimità dei rendimenti registrati nei mesi di giugno e luglio
<b>BIPIEMME GESTIONI</b>	Le scadenze brevi, risultano ancora più interessanti alla luce sia del differenziale molto compresso tra i rendimenti a lunga e a breve e sia della possibile ulteriore correzione della parte lunga della curva, se i dati relativi a crescita e inflazione dovessero risultare più alti delle stime attuali	Suggeriamo di avere un modesto sottopeso della duration complessiva del portafoglio e di posizionarsi sulla parte breve della curva
<b>RAIFFEISEN CAPITAL MANAGEMENT</b>	Siamo d'accordo: i mercati obbligazionari internazionali si sono lasciati alle spalle la fase peggiore. Per i prossimi mesi ci aspettiamo un appiattimento della curva dei tassi con interessi in aumento nella parte corta della curva, mentre la parte lunga dovrebbe rimanere sui livelli attuali.	In un portafoglio globale, le obbligazioni dovrebbero, a breve termine, rimanere sottopesate. A medio termine consigliamo un aumento progressivo del comparto obbligazionario. Per un portafoglio puro a reddito fisso consigliamo incremento nella duration del portafoglio
<b>MORLEY FUND MANAGEMENT</b>	Un'analisi storica suggerisce che i periodi di spostamento dei mercati finanziari sono meno frequenti rispetto ai periodi normali, e che tipicamente durano dai 6 ai 9 mesi. Crediamo di essere nella fase finale dell'attuale "spezzatino" di mercato e ci auguriamo che a breve i mercati si calmino.	Raccomandiamo il breve periodo rispetto ai portafogli tradizionali che abbiano scadenze di portafoglio medio lunghe. Per gli investitori più cauti sono indicati i fondi di liquidità con bond con una maturità massima di tre anni.
<b>SGAM</b>	Rimaniamo cauti in termini di direzione del mercato in quanto la recente ripresa dei bond ha fatto tornare le quotazioni su un livello piuttosto elevato. Tuttavia nei prossimi sei mesi non dovremmo sottopesare l'esposizione al mercato obbligazionario. Pensiamo che in Europa ci sia ancora spazio per un ulteriore appiattimento della curva dei rendimenti	Nei nostri portafogli, preferiamo una posizione di appiattimento, il che significa che soprapesiamo scadenze a lungo termine a spese di quelle a breve termine. Nell'universo dei bond governativi, i rating non sono un fattore molto rilevante

### Gianluca Ferretti

DIRETTORE INVESTIMENTI  
OBBLIGAZIONARI BIPIEMME  
GESTIONI SGR

Nonostante la risalita dei rendimenti degli ultimi mesi, il mercato obbligazionario dell'area euro resta ancora vulnerabile nel caso in cui la recente accelerazione della crescita dovesse perdurare nei prossimi trimestri o nel caso in cui la recente risalita del prezzo del petrolio dovesse trasmettersi ai prezzi al consumo, generando un rialzo dell'inflazione. Ne deriva che, anche alla luce dell'estrema piatezza della curva, vengono preferite le scadenze entro i 3 anni. Per quanto concerne il rating, visto il differenziale molto compresso dei rendimenti, si preferisce sovrappesare gli emittenti con rating più elevato.

### Robert Sent

CIO FIXED INCOME,  
RAIFFEISEN CAPITAL  
MANAGEMENT

In una prospettiva a sei mesi, siamo ottimisti per quanto riguarda le obbligazioni governative dell'area euro, i prossimi passi della BCE rimarranno comunque un fattore decisivo. A livello dei singoli Paesi si potrebbe, ad esempio, incrementare l'Italia, dove attualmente siamo sottoponderati. Considerando le misure fiscali attese per l'autunno, le nostre stime sul medio periodo rimangono sensibilmente positive.

### Mark Watts

MORLEY FUND MANAGEMENT

Come precedentemente detto, raccomandiamo il breve periodo rispetto alle scadenze medie e lunghe. Per gli investitori più cauti sono indicati i fondi di liquidità con bond con una maturità massima di tre anni.

### Eric Brard

GESTORE SGAM  
(SOCIÉTÉ GÉNÉRALE ASSET  
MANAGEMENT)

Nei nostri portafogli, preferiamo una posizione di appiattimento, il che significa che sovrappesiamo scadenze a lungo termine a spese di

## Dekabank: «Più breve termine e meno high yield»

**N**on è il momento di investire in obbligazioni con scadenze lunghe. Le Banche Centrali sono ancora in una fase di politica monetaria restrittiva. La Banca Centrale del Giappone, quella Europea e, secondo noi, anche la Fed annunceranno rialzi dei tassi d'interesse nei prossimi mesi. Di conseguenza, investire in questo momento sulla fine di una curva dei rendimenti molto piatta o addirittura inversa comporta un rischio significativo. Non solo le banche centrali citate stanno per aumentare i tassi d'interesse, ma lo stesso fenomeno si sta verificando anche nel resto del mondo, soprattutto perché l'inflazione minaccia di diventare un problema nel caso non si prendessero misure serie per contrastarla. L'attività economica, senza dubbio, subirà un rallentamento il prossimo anno e negli Stati Uniti il settore immobiliare, uno dei settori chiave della forza economica nel passato, ha raggiunto il suo picco massimo. Le curve dei rendimenti hanno attualmente scontato una recessione negli Stati Uniti e almeno 75 punti base di riduzione da parte della Fed nel 2007. Questo non è il nostro scenario. Anche se la crescita economica sarà al di sotto del potenziale nell'ultimo trimestre dell'anno corrente e nei primi due del 2007, non possiamo parlare di recessione, ma tutt'al più di un rallentamento di metà ciclo che porterà a una più alta crescita verso la fine del 2007 e, di conseguenza, a più alti tassi d'interesse e a una inclinazione normale della curva. Sarà necessario del tempo affinché i mercati realizzino che non ci si sta dirigendo verso una recessione e che quindi i tassi potrebbero restare per i prossimi mesi agli attuali bassi livelli. Ancora non vediamo alcuna ragione per investire in un settore a rischio come quello delle obbligazioni a lunga scadenza che potrebbe comportare una perdita in termini di rendimenti che possono essere recuperati solo se ci fosse un'ulteriore spazio di discesa per i tassi d'interesse. Noi però non crediamo che questo possa verificarsi. In conclusione, attualmente manteniamo un sottopeso rispetto ai nostri benchmark. Nell'area euro, preferiamo le obbligazioni a brevissimo termine e il settore dei covered bond rispetto alle obbligazioni corporate. Abbiamo ampiamente ridotto la nostra esposizione sulle obbligazioni high yield e abbiamo mantenuto posizioni molto selezionate su alcuni corporate bond investment grade. In termini di esposizione sui mercati emergenti, preferiamo alcuni specifici mercati rispetto a un investimento generico in quest'area tramite valute forti, così da trarne profitto.

quelle a breve termine. Nell'universo dei bond governativi, i rating non sono un fattore molto rilevante.

## CORPORATE BOND AREA EURO

### Enrico Ascari

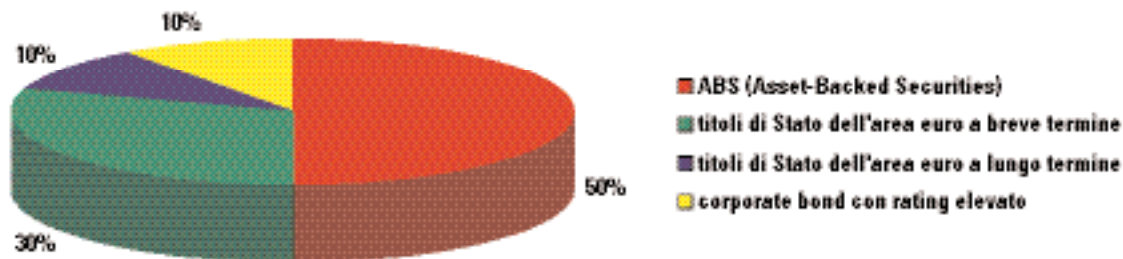
BNL GESTIONI

Il mercato dei corporate bonds, alla luce del restringimento dei differenziali di rendimento degli ultimi anni, non offre un significativo incremen-



**Thomas Reiland**  
DEKA  
INVESTMENT GMBH  
DIRECTOR, HEAD  
OF INVESTMENT STRATEGY

## Julius Baer: la soluzione per un investitore prudente...



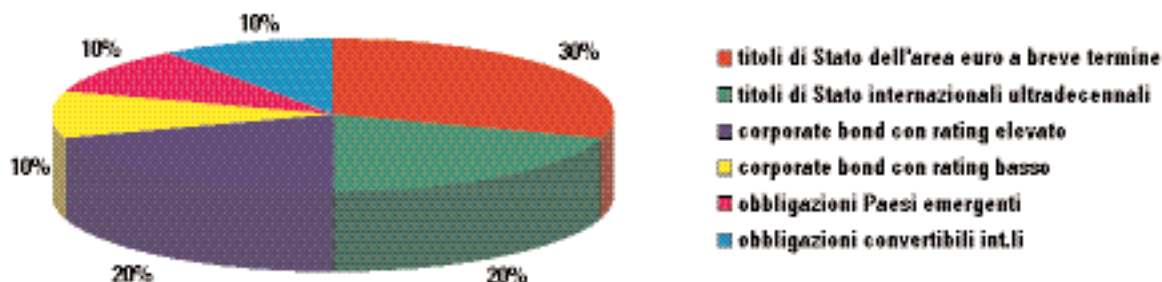
Un investitore prudente che intenda investire sul mercato a reddito fisso può puntare ad investimenti "enhanced cash", cioè a strumenti con una scadenza molto breve

emessi da aziende, che quindi minimizzano il rischio volatilità dei tassi, ma allo stesso tempo offrono un rendimento superiore a quello del mercato monetario.

Una parte marginale del portafoglio può comunque essere investita in titoli obbligazionari governativi con scadenze più lunghe e in titoli obbligazionari societari

di elevata qualità, il tutto senza incorrere nel rischio di cambio. Una simulazione di questo portafoglio negli ultimi 3 anni ha registrato una volatilità di circa l'1,5%.

## ...e quella per l'investitore dinamico



**Carlo Benetti**  
**JULIUS BAER SGR**  
 RESPONSABILE  
 ASSET MANAGEMENT

Un investitore "dinamico" sul mercato obbligazionario può diversificare il portafoglio alla ricerca di strumenti che offrano un extrarendimento come ricompensa del rischio aggiuntivo. Ad esempio, coprendo il rischio di cambio,

è opportuno investire, con limitazione, su titoli societari di media qualità, titoli di debito emessi dai mercati emergenti e titoli convertibili. Inoltre, per sfruttare sia le oscillazioni valutarie che i movimenti delle curve sui

tassi delle aree sviluppate, una parte del portafoglio essere investita in titoli di Stato internazionali. Una simulazione di questo portafoglio negli ultimi 3 anni ha registrato una volatilità di circa il 3%.

to della redditività ottenibile, pertanto non se ne consiglia l'investimento ad un investitore individuale.

### Gianluca Ferretti

BIPIEMME GESTIONI

Gli spread sui corporate bond continuano ad essere molto compressi, sebbene la politica monetaria restrittiva stia peggiorando le condizioni finanziarie per le aziende e nonostante si riscontri un diffuso incremento dell'uso della leva finanziaria. Si continua a preferire una posizione abbastanza difensiva in termini di esposizione percentuale e settoriale e per quanto concerne in-

fine la duration e il rating. Più' in dettaglio, il settore preferito è quello finanziario, con una preferenza per i titoli a tasso variabile o con duration contenuta, di emittenti con rating A o AA.

### Robert Sent

RAIFFEISEN

Tra le obbligazioni di aziende europee dell'universo investment grade consigliamo una sovrapponderazione delle durate corte, anche se bisognerebbe dare la preferenza alle obbligazioni con miglior rating. A livello dei settori consigliamo una sovrapponderazione dei titoli del setto-

re finanziario e una sottoponderazione dei titoli delle telecomunicazioni.

### **Mark Watts**

MORLEY

Da un prospettiva di medio termine siamo preoccupati per l'outlook sugli alti rendimenti. Questo tipo di asset ha attratto molto denaro dagli hedge fund, che non solo hanno investito in emissioni pubbliche, ma anche in prestiti speculativi e in strumenti strutturati. Quando i mercati ricominceranno eventualmente a salire, gli investitori con una posizione molto speculativa in questa classe di asset potrebbero accusare ingenti perdite. L'altro fattore che ci preoccupa è l'atteggiamento sempre più speculativo delle società emittenti. Mentre abbiamo assistito in passato a una proporzione debito/Ebitda di 4-5 volte, recentemente c'è chi si affaccia al mercato con proporzioni di 7-8 volte.

Il mercato degli investment grade ci interessa meno, dato che molti investitori mantengono già posizioni difensive, dato l'atteso rallentamento della crescita economica mondiale per il 2007. Di conseguenza, preferiamo emittenti da settori in posizione difensiva dell'economia. Questo ci ha portato a costruire una posizione di sovrappeso nel settore finanziario, il settore più liquido del mercato dei corporate bond, a discapito di beni di consumo e industriali. Preferiamo bond a 5-10 anni a causa della pendenza della curva.

### **Eric Brard**

SGAM

Sul debito investment grade siamo neutrali, poiché, se anche non riusciamo a vedere nessuna causa per una svendita di bond, riconosciamo che gli spread sono abbastanza bassi. Per noi il debito subordinato dei finanziari offre il miglior rapporto rating/rendimento. Questo settore è piuttosto immune dal rischio di LBO (Leverage buy out, operazione finanziaria dove i compratori di un'azienda fanno leva sui flussi di cassa generati dall'azienda acquisita al fine di ripagare il debito dell'acquisizione) che invece colpi-

sce negativamente il settore industriale. In termini di rating, la nostra area preferita è intorno a A/BBB. In termini di maturity, preferiamo scadenze a medio termine ed evitiamo in particolare i bond societari a scadenza lunga.

## **HIGH YIELD BOND AREA EURO**

### **Enrico Ascari**

BNL GESTONI

I mercati degli high yield bonds e dei bonds di Paesi emergenti, nonostante il forte apprezzamento registrato negli ultimi anni, mantengono differenziali di rendimento significativi, tuttavia a fronte del maggiore rendimento l'investitore deve accettare un'elevata volatilità del proprio investimento che lo rende quindi appetibile solo per alcune tipologie di soggetti e principalmente in ottica di diversificazione del portafoglio.

### **Robert Sent**

RAIFFEISEN

La nostra asset allocation considera gli high yield bonds come neutrali in questo momento, anche perché attualmente sono cari. A livello del rating, nel settore delle telecomunicazioni, consideriamo il comparto high yield più attraente rispetto a quello investment grade. Ad esempio, sono interessanti i titoli della irlandese Telco Eircom o quelli del provider italiano di telefonia mobile Wind. Saranno estremamente interessanti anche i futuri sviluppi nel settore automobilistico.

### **Eric Brard**

SGAM

Siamo ancora positivi sul mercato degli high yield bond euro. A supporto di questa posizione non c'è solo la raccolta di fondi che ancora cerca di investire su questi prodotti, ma anche buoni fondamentali in ottica macro (come dimostrato dai livelli di default, cioè la condizione nella quale l'emittente non paga gli interessi o, addirittura, il capitale nominale dei titoli a scadenza, mol-

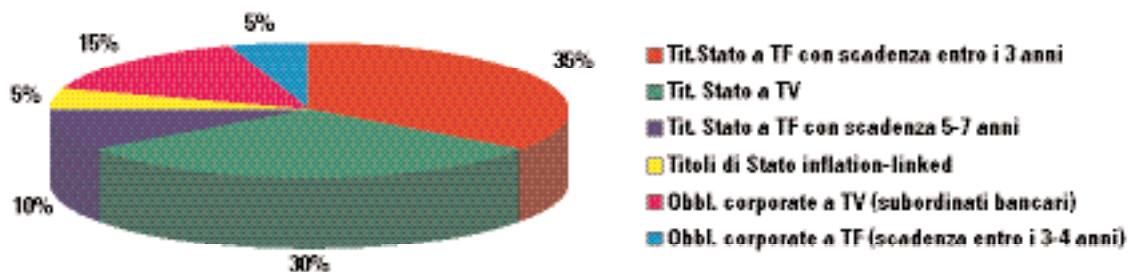


**Robert Sent**  
RAIFFEISEN  
CIO FIXED INCOME



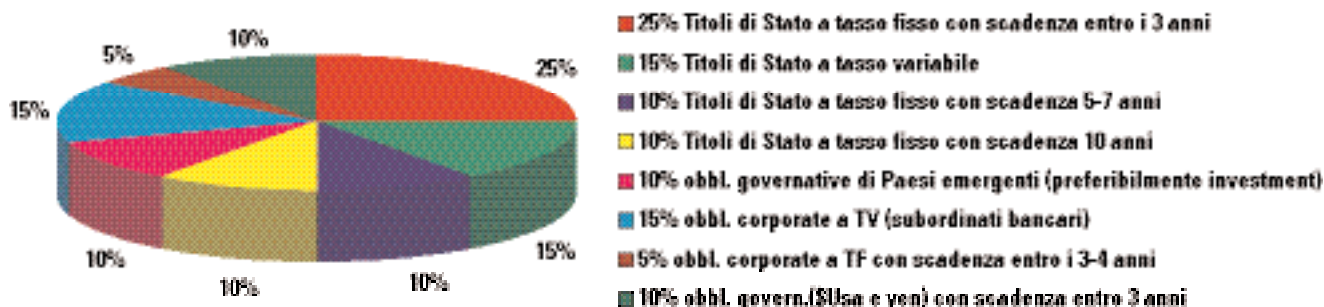
**Eric Brard**  
SGAM  
GESTORE

## Bipiemme: la soluzione per l'investitore prudente...



Investitore prudente che punta prevalentemente alla conservazione del capitale e al raggiungimento di un rendimento effettivo reale positivo ma senza rischi valutari.

## ...e quella per l'investitore dinamico



Investitore cauto che tuttavia accetta qualche rischio moderato in più sia in termini valutari che di rating e high yield e emerging markets bond, per realizzare un rendimento effettivo reale interessante.



**Gianluca Ferretti**  
**BIPIEMME GESTIONI**  
 DIRETTORE INVESTIMENTI  
 OBBLIGAZIONARI

to bassi) e in ottica micro (i risultati per le società high yield sono buoni e spesso al di sopra dei consensi). Ciononostante riconosciamo che gli spread sono contenuti, che le ultime emissioni sono fatte con maggiore ricorso alla leva finanziaria rispetto a un tempo e che il mercato potrebbe, prima o poi, sperimentare qualche debolezza. Per questi motivi investiamo solo in bond con rating BB e B di elevata qualità.

## OBBLIGAZIONI DEI PAESI EMERGENTI

**Gianluca Ferretti**  
 BIPIEMME GESTIONI

Analogamente a ciò che si riscontra nell'universo dei corporate, gli spread sui Paesi emergenti continuano ad essere molto com-

pressi e prossimi ai minimi storici. Per quanto i fondamentali di molti Paesi siano in netto miglioramento, il profilo rischio/rendimento del settore suggerisce un posizionamento abbastanza difensivo, con una preferenza per i Paesi con rating investment grade (Russia e Messico, in particolare alla luce dei loro fondamentali e della loro liquidità) e per le scadenze intermedie della curva dei rendimenti.

**Robert Sent**  
 RAIFFEISEN

Le obbligazioni dei mercati emergenti risultano oggi meno attraenti, sotto il profilo del rapporto rischio/rendimento, ricordando però che, all'interno del comparto globale Mercati Emergenti, a causa della struttura delle valute, i mercati est europei rimangono interessanti.

## Abn Amro: «Puntare ancora sulle emissioni dei Paesi emergenti»

«Dopo circa un anno di sofferenza si cominciano ad avvertire i primi segnali di stabilizzazione» osserva **Alvise Cicogna**, responsabile investitori istituzionali Antonveneta Abn Amro Bank a proposito della visione che la sua società di asset management ha attualmente sul reddito fisso. «Riteniamo che i tassi di interesse possano continuare a salire, anche se in misura molto contenuta e soprattutto nell'area dell'euro: crediamo infatti che nei prossimi mesi il divario esistente tra le due curve di tassi euro e dollaro Usa possa restringersi. Per queste ragioni consigliamo agli investitori che fanno i conti in euro di mantenere l'esposizione sui titoli della valuta unica europea privilegiando i titoli governativi sia rispetto ai corporate bond che alle obbligazioni high yield. Prevediamo infatti una diminuzione della liquidità sul mercato con conseguenti contraccolpi negativi sul segmento dei bond societari e di quelli con rating inferiore». Un caso a parte, invece, il comparto degli emerging market bond. «Premesso che per i bond dei Paesi emergenti il nostro consiglio è quello di investire esclusivamente tramite fondi e sicav specializzate per assicurarsi la più ampia diversificazione di portafoglio

anche con piccoli investimenti e con costi contenuti, siamo convinti che i fondamentali dei Paesi in via di sviluppo siano solidi e proiettino meno rischi rispetto a quelli percepiti sul mercato. Inoltre, tramite i gestori specializzati, è possibile attuare un'attenta selezione di emittenti in grado di migliorare ulteriormente il profilo di rischio del portafoglio. Nel nostro fondo Abn Amro emerging market bond, per esempio, sovrappesiamo le obbligazioni del Venezuela, dell'Argentina e dell'Indonesia in quanto il loro rapporto prezzo / rendimento è più favorevole della media di mercato». Infine alla richiesta di come allestire il portafoglio obbligazionario per i prossimi 6-12 mesi, Cicogna conclude così «Per chi ha assoluta necessità del capitale tra un anno, è meglio che punti esclusivamente sui titoli con scadenza entro i 12 mesi che, peraltro, offrono attualmente una buona remunerazione. er gli altri investitori, invece, potrei suggerire un portafoglio sempre a breve termine in governativi euro ma con un 10%-15% (max) in fondi e sicav obbligazionari dei Paesi emergenti che potrebbero offrire un extra rendimento interessante anche in uno scenario di moderato rialzo dei tassi di interesse».

“ **Molti Paesi emergenti stanno riducendo il debito esterno, sostituendolo con valuta locale in modo da ridurre la loro vulnerabilità nel caso di modifiche nei tassi di cambio** ”

### Mark Watts

MORLEY

Rispetto al debito dei mercati emergenti manteniamo un atteggiamento neutrale o tendente al ribasso per i prossimi sei mesi. La principale ragione a fondamento di questo è l'attesa fine del periodo di rialzista nelle materie prime, che tanto ha supportato questo tipo di strumenti negli scorsi mesi. Nonostante ciò, le condizioni tecniche nel debito dei mercati emergenti rimangono incoraggianti. Il miglioramento nella qualità del credito di questo tipo di investimenti continua, perché i governi dei mercati emergenti seguono politiche macroeconomiche e fiscali ortodosse, mentre le finanze pubbliche hanno beneficiato di una forte domanda nell'export e degli alti prezzi delle commodities.

Inoltre, un crescente numero di Paesi sta riducendo il debito esterno, sostituendolo con valuta locale, in modo da ridurre la loro vulnerabilità nel caso di modifiche nei tassi di cambio. In uno scenario dove ci aspettiamo che i prezzi delle commodities



**Alvise Cicogna**  
ANTONVENETA ABN

RESPONSABILE INVESTITORI  
ISTITUZIONALI

Da sapere

■ **Investment Grade**

Giudizio di merito, emesso da agenzie internazionali specializzate (quali ad esempio Moody's e Standard & Poor's), sulla una capacità, superiore alla media di mercato, di una società di onorare nei tempi e nei modi promessi i debiti contratti. Rientrano nella fascia Investment grade superiore i rating compresi tra AAA e A- della scala di S&P e quelli tra AAA e A3 di Moody's.

■ **Spread**

Differenziale. Viene considerato in molti casi in finanza tra i quali spread denaro lettera (differenza tra prezzo di acquisto e di vendita di un titolo), e spread di rendimento (differenziale di rendimento offerto tra un titolo obbligazionario, per esempio un corporate bond, e un altro di riferimento, di solito il titolo governativo della stessa valuta e scadenza).

■ **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.

■ **High yield**

emissioni obbligazionarie con rendimento superiore o molto superiore a quello dei titoli di Stato della medesima valuta e scadenza ma con un giudizio di credito (rating) molto scarso.

calino, manteniamo un atteggiamento ribassista verso i bond di quei Paesi, come l'Argentina e l'Ecuador, che sono molto dipendenti dalle proprie esportazioni. Preferiamo, invece, migliorare i crediti con una più ampia base economica, come per esempio le Filippine e la Turchia. Un esportatore di commodity su cui siamo moderatamente ottimisti è il Perù, che ha una proporzione debito/Pil relativamente bassa rispetto ad altri bond che hanno la stessa qualità di credito. Per quanto riguarda la maturità, l'andamento relativamente piatto della curva del credito ci ha portati a evitare la lunga scadenza di mercato, favorendo debito a termine più breve.

■ **Eric Brard**

SGAM

Al momento ci teniamo lontani dai mercati dei Paesi emergenti.

■ **DIVERSIFICAZIONE VALUTARIA**

■ **S. Cowley**

GESTORE DEL MELLON GLOBAL BOND FUND

L'euro si rafforzerà in un gran numero di scenari diversi. Questo non è dovuto tanto al fatto che l'euro abbia molti particolari che lo salvano, ma che semplicemente non è il dollaro americano o lo Yen. La sterlina potrebbe rimanere forte all'interno dell'Europa ma gli investitori devono giudicare se in questo momento la più alta volatilità derivante dalla valuta estera valga il rischio. Questo è particolarmente vero nel caso di investitori basati in Eu-

ropa. Altri tipi di investitori, come gli investitori basati in America, potrebbero ottenere rendimenti molto elevati poiché, secondo le nostre analisi, il dollaro americano è destinato a deprezzarsi rispetto a molte tra le principali valute.

■ **Enrico Ascari**

BNL GESTIONI

La diversificazione dell'investimento su più tipologie di investimenti e su diverse valute è sempre consigliabile perché tende a stabilizzare il rendimento riducendone la volatilità; tuttavia è fondamentale che l'investitore abbia un orizzonte temporale lungo, tendenzialmente di alcuni anni. Su orizzonti più brevi l'investimento si traduce in una scommessa che, come tale, potrebbe portare con elevata probabilità rendimenti negativi.

■ **Gianluca Ferretti**

BIPIEMME GESTIONI

Una sana diversificazione è sempre raccomandabile, ma i buoni fondamentali che contraddistinguono l'area euro fanno propendere per un investimento in valute diverse dalla nostra che abbia

finalità, per l'appunto, di diversificazione e non di speculazione. Al di fuori dell'euro, un paniere di yen, sterline e dollari Usa, su scadenza brevi o intermedie, può garantire una discreta diversificazione.

■ **Robert Sent**

RAIFFEISEN

In generale, vorremmo ribadire che è sempre logico e si armonizza con il profilo rischio/rendimento di un portafoglio, investire su di un largo universo di comparti. Da preferire sono valute di economie

“ L'euro si rafforzerà in un gran numero di scenari diversi ”



**Stewart  
Cowley**  
MELLON

GESTORE MELLON GLOBAL  
BOND FUND



**Mark  
Watts**  
MORLEY FUND  
MANAGEMENT

RESP. GLOBAL FIXED INCOME

internazionali dalle prospettive di crescita relativamente positive. Una diversificazione valutaria dovrebbe, nel contesto attuale, portare anche l'investitore in euro a detenere posizioni in dollari Usa. A ciò si aggiungano valute dagli elevati tassi di interesse (di Paesi con buona prosperità economica) e obbligazioni non euro.

### **Mark Watts**

MORLEY

In generale, distanziarsi dal pregiudizio domestico che spesso prevale è in linea di massima positivo, dato che aumenta i ritorni e riduce il rischio alle giuste condizioni. Il metodo di allocazione dipenderà dalla familiarità con gli strumenti e dalle previsioni di ritorno. Per coloro che hanno meno familiarità con investimenti in valuta estera e lasciano la scelta al gestore, suggeriamo di un fondo che abbia un paniere di riferimento basato sull'euro ma con una flessibilità che permetta al manager di aumentare l'esposizione oltreoceano qualora sia di beneficio per il fondo.

### **Eric Brard**

SGAM

Investiamo nel mercato valutario a scopo di diversificazione. In ogni caso, la diversificazione in valute estere per gli investitori non professionali deve essere presa in considerazione solo per periodi più lunghi di sei mesi, considerando la volatilità di questa asset class. In un orizzonte al di sotto dei 12 mesi, non consigliamo nessuna operazione di diversificazione in valuta. Consigliamo vivamente agli investitori di diversificare questo tipo di scambi scegliendo, nell'arco di un periodo così breve, di investire in strumenti specializzati che abbiano un obiettivo di rendimento assoluto nel breve termine, in modo da trarre beneficio da una posizione diversificata in valute. ■

## Da sapere

### ■ **Rating**

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. Più il rating è elevato più la solidità della società garantisce i debitori e viceversa.

### ■ **EBITDA**

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

### ■ **Curva dei tassi**

Indica la distribuzione nel tempo (di solito da tre mesi a 30 anni) dei rendimenti dei titoli a tasso fisso di una determinata area valutaria. Per esempio la curva dei tassi euro, indica quali sono i rendimenti dei titoli a tasso fisso denominati in euro a partire da quelli con scadenza a breve termine (3-6 mesi) fino a quelli con scadenza lunga (10 e 30 anni).

### ■ **LBO Leverage buy out**

Operazione finanziaria dove i compratori di un'azienda fanno leva sui flussi di cassa generati dall'azienda acquisita al fine di ripagare il debito dell'acquisizione; un peggioramento della situazione patrimoniale della società può mettere in difficoltà l'operazione.