

Non fatevi ingannare dai risultati passati: i rendimenti obbligazionari sono bassi. Come aggiungere qualche punto di guadagno senza rischiare troppo? Mettendo accanto a titoli di Stato e obbligazioni un po' di azioni. O un po' di bond dei Paesi emergenti. Ma con giudizio. Ecco quanto e come investire secondo quattro grandi case d'investimento



DOVE CERCARE QUALCOSA IN PIÙ



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

Focus

■ I titoli di Stato a medio-lungo termine rendono ormai il 3% netto. E le obbligazioni sicure non molto di più.

■ Per aumentare un po' il guadagno senza esporsi troppo al rischio si può destinare alle azioni (o ai fondi azionari) una quota degli investimenti in obbligazioni. Gli esperti consigliano un 10% del totale.

■ Una quota (dal 5% al 15% massimo) può essere destinata anche alle obbligazioni dei Paesi emergenti, che rendono di più. Sconsigliabile, perché molto rischioso, comprare direttamente da soli i titoli. Meglio affidarsi ai fondi specializzati.

Investire in titoli di Stato ha dato negli ultimi anni buone soddisfazioni agli investitori. Anche nella seconda parte degli anni Novanta, quando ciò prendeva corpo l'ipotesi che l'Italia potesse partecipare da subito al varo della moneta unica europea. Chi avesse acquistato il Btp quinquennale in asta nell'aprile di cinque anni fa avrebbe guadagnato a oggi il 25% circa, mentre gli investitori che si fossero affidati ai fondi obbligazionari governativi euro a medio lungo termine (i prodotti del risparmio gestito focalizzati sui titoli di Stato dell'area euro con scadenze di solito comprese tra tre e sette anni), avrebbe portato a casa un rendimento del 23,5%. Lo stesso investimento in fondi effettuato due anni fa avrebbe realizzato una performance del 7,15% mentre quello iniziato soltanto 12 mesi orsono contabilizzerebbe oggi un guadagno del 4,79%.

Peccato che questi rendimenti siano del passato. Ovvero non si riferiscano a quanto renderanno i fondi nei prossimi uno, due o cinque anni, ma siano relativi a ciò che negli ultimi anni i tassi di rendimento dei titoli di Stato italiani e degli altri Stati aderenti alla Ue offrivano. Non solo. Nell'arco dell'ultimo quinquennio, oltre alle cedole, l'investitore obbligazionario euro ha potuto beneficiare di uno straordinario ulteriore ribasso dei tassi di interesse. Nel-

l'aprile del 2004 il Btp quinquennale in asta offriva un rendimento lordo del 5,21% mentre quello collocato nell'asta di aprile 2005 non andava oltre il 2,87% lordo annuo; allo stesso modo il Btp decennale, che cinque anni fa in asta era stato offerto con un rendimento del 5,52% annuo lordo, nell'asta di aprile 2005 ha stabilito il suo minimo storico assoluto: 3,57% lordo annuo. Il Btp 1/5/2015 offre pertanto un rendimento netto del 3,1% all'anno. Per i tanti investitori in titoli governativi euro (sia direttamente e sia indirettamente tramite fondi ed Etf), si tratta di rendimenti all'orizzonte ridotti all'osso.

Alla luce di questi andamenti il suggerimento che si potrebbe dare, al fine di aggiungere un po' di potenziale di rendimento al giardinetto finanziario, è quello di dedicare una quota del portafoglio a favore di azioni oppure di obbligazioni dei Paesi emergenti. Conviene? Su questo interrogativo *Investire* ha coinvolto quattro importanti case d'investimento. Rispondono Cristiano Busnardo, amministratore di SG asset management Italia; Marco Vicinanza, che insieme a Giancarlo Novelli è responsabile degli investimenti di Arca; Luca Felli, responsabile investimenti obbligazionari di Bpu Pramerica; Giorgio Giovannini, responsabile per l'Italia di Henderson global investors.

Obiettivo: un extra-rendimento dal portafoglio a reddito fisso



Marco
Vicinanza
ARCA

UN 10% DI AZIONI MA DI AREA EURO, PER NEUTRALIZZARE IL RISCHIO DI CAMBIO. PER GLI EMERGENTI EVITARE IL FAI-DATTE E SCEGLIERE I FONDI



Giorgio
Giovannini
HENDERSON G.I.

NON È IL MOMENTO DI INVESTIRE ANCORA NEI GOVERNATIVI EURO A MEDIO LUNGO TERMINE. MEGLIO UN PO' DI AZIONI AD ALTO DIVIDENDO



Cristiano
Busnardo
SGAM

CONSIGLIABILE UN 10% IN AZIONI. MEGLIO L'EUROPA. DA PREFERIRE TITOLI CICLICI E TECNOLOGICI-MEDIA. VANNO BENE ANCHE GLI ENERGETICI.

Da sapere

■ Profilo di rischio

Termine con il quale si indica il grado di propensione al rischio dell'investitore. Un soggetto che aspira a rendimenti alti nel lungo termine accettando la possibilità di accusare nel breve termine perdite in conto capitale, ha un profilo di rischio alto; al contrario un risparmiatore propenso a difendere sempre il capitale accettando di rinunciare alla possibilità di rendimenti superiori nel medio lungo termine evidenzia un profilo di rischio basso.

? Qual è la vostra visione dei mercati obbligazionari governativi euro da qui alla fine del 2005?

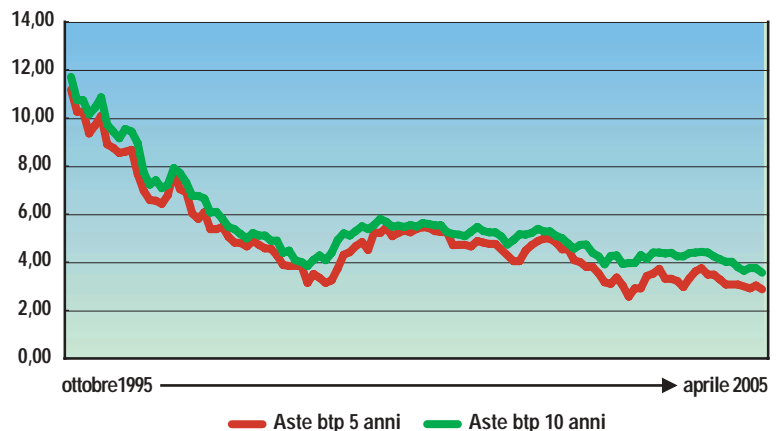
Cristiano Busnardo

"Nella Zona Euro il contesto del mercato obbligazionario si differenzia per molti aspetti da quello USA con una crescita macroeconomica ancora fragile e l'apprezzamento dell'euro che smorza i rischi di inflazione. Parte dell'aumento dei rendimenti obbligazionari Usa potrebbe influenzare il mercato della Zona Euro. Tuttavia, ci aspettiamo che i tassi d'interesse europei aumentino meno bruscamente a causa dell'atteso apprezzamento dell'euro, della debole crescita economica e dello status quo di politica monetaria. Inoltre, il mercato obbligazionario europeo appare meno sopravvalutato rispetto a quello Usa, e mentre i timori sull'inflazione in America stanno riemergendo, l'inflazione europea è destinata a diminuire ulteriormente. Inoltre, per quanto riguarda gli investimenti, i fondi pensione europei e le compagnie assicurative devono ancora ridurre il divario di duration tra attività/passività e ciò fornirà un notevole sostegno al mercato delle obbligazioni". I gestori di portafogli previdenziali del Vecchio Continente devono infatti fare i conti con una situazione che vede gli impieghi troppo concentrati sui titoli con

scadenze brevi (1-3 anni) e medie (5-7 anni): ne deriva che le prestazioni ai sottoscrittori che dovranno erogare tra 15-120 anni e oltre potrebbero non essere adeguatamente coperte se non si provvederà ad incrementare il peso in portafoglio dei titoli a reddito fisso scadenza ventennale e trentennale.

Tuttavia il rischio rimane legato al fatto che la recente riforma del Patto di Stabilità e di Crescita dell'area euro, possa causare

Il lungo calo dei rendimenti dei Btp



A confronto i rendimenti in asta di Btp quinquennali e decennali dal 1995 a oggi

Obbligazionari Paesi emergenti: i migliori a un anno

FONDI E COMPARTI DI SICAV SPECIALIZZATI SUI BOND DEI PAESI EMERGENTI

NOME DEL FONDO	DA 1/1/05	1 ANNO	3 ANNI	5 ANNI
GENERALI AM CENTRAL AND EASTERN EUROP. BOND	-0,1	19,2	12,8	
RAIFFEISEN OBBLIGAZIONARIO EUROVISIONE	-0,3	18,9	10,7	
VONTOBEL EATSERN EUROPEAN BOND	-0,5	17,3	7,1	49,3
RAIFFEISEN OBBLIGAZIONARIO CONVERGENZA	0,6	16,0	16,8	55,8
CREDIT SUISSE BOND EMERGING EUROPE	-0,6	15,7	19,5	
SGAM FUND BONDS CONVERGING EUROPE	-0,3	15,6		
ABN AMRO GLOBAL EMERGING MARKETES BOND	-2,2	15,3		
ING (L) RENTA FUND EMERG.MARKETS DEBT	-0,6	14,7		
LOMDARD ODIER EU CONVERGENCE BOND	1,0	14,2	18,0	
AXA WF EUROPEAN CONVERGENCE BONDS	1,2	14,0		
FORTIS L FUND BOND EUROPE EMERGING	0,7	13,9	18,9	61,7
DWS INVEST EURO EMERGING MARKETS BONDS	1,4	12,5		
JULIUS BAER EMERGING BOND FUND (EURO)	-0,2	12,0	50,7	60,5
INTERFUND BOND GLOBAL EMERGING MARKETS	0,2	11,7		
FONDITALIA BOND GLOBAL EMERGING MARKETS	0,1	11,4		
JPMF EMERGING MARKETS BOND	7,0	10,7	10,3	40,5
ETRA EMERGING INCOME	1,1	10,2	30,5	
NEXTRA BOND EMERGENTI VALUTA COPERTA	-0,1	10,0	33,4	52,0
ARCA BOND EMERGENTI	0,0	9,7	34,0	52,9
ABERDEEN GLOBAL SOVERIGN HYB FUND	4,9	9,4	14,1	
JPMF FF EMERGING MARKETS DEBT	6,3	9,3	6,2	37,4
PIONEER OBBL.PAESI EMERGENTI A DISTRIBUZIONE	3,1	8,9	17,1	43,3
PIONEER FUNDS EMERGING MARKETS BOND	4,6	8,8	4,6	
SCHRODER ISF EMERGING MARKETS DEBT	-2,0	8,3		
BIPIELLE HENDERSON OBBL.PAESI EMERGENTI	-0,4	8,0	14,0	42,9
EUROMOBILIARE EMERGING MARKETS BOND	0,3	7,8	12,9	
GESTIELLE EMERGING MARKETS BOND	-0,2	7,5	0,2	16,1
GOLDMAN SACHS GLOBAL EMERGING MARKETS DEBT	6,3	6,8	7,2	
NORD EST FUND OBBL.PAESI EMERGENTI	-0,1	6,8	26,4	49,8
COMPAM FUND EMERGING MARKETS BONDS	0,8	6,4		
SCUDDER EMERGING MARKETS BOND	5,5	6,3	4,0	29,8
CAPITALGEST BOND EMERGING MARKETS	1,7	6,1	1,5	20,5
DUCATO FIX EMERGENTI	-0,2	5,9	16,7	44,5
MEDIE DI MERCATO	3,1	5,7	3,7	25,6

Nella tabella i migliori fondi obbligazionari che investono in obbligazioni dei Paesi emergenti. L'ordine di classifica è in base ai rendimenti a un anno

un'ulteriore accelerazione di spesa di alcuni Stati Membri e che ciò possa pesare sui mercati obbligazionari europei».

Marco Vicinanza

«Non mi aspetto grossi movimenti in ambito obbligazionario da qui alla fine dell'anno. Forse potremmo rivedere tassi leggermente più alti di quelli che abbiamo visto tra febbraio e aprile, ma credo che tutto sommato il rischio di perdite in conto capitale resti abbastanza modesto. In ogni caso pensiamo che la curva dei tassi euro più esposta a eventuali rischi e volatilità dei

corsi sia quella lunga (ovvero dei titoli con scadenze decennali e superiori)».

Luca Felli

«Se nella prima parte del 2005 e, più in particolare dall'autunno dello scorso anno, la corsa dei titoli governativi euro era stata incentivata dalla ingente liquidità e dalla necessità da parte dei gestori dei portafogli internazionali di realizzare rendimenti assoluti, quello che è successo ai titoli di Stato euro nelle ultime settimane ha altre spiegazioni. Infatti dopo la fase di vendita di metà febbraio, che aveva portato a un graduale ribasso dei prezzi e a un lieve aumento dei rendimenti, si è assistito ad un ritorno ai minimi storici di rendimento. Le ragioni vanno ricercate nella revisione delle aspettative degli esperti sulle possibili mosse da parte delle Banche centrali. Si pensa ora che la Fed, la banca centrale americana, possa arrivare entro fine anno ad alzare i tassi a breve fino a un massimo del 3,75% (contro il 4,25% che qualcuno ipotizzava a inizio anno): ciò si spiega con questo fatto: se l'inflazione Usa al netto delle componenti volatili (energia e alimentari) si mantenesse all'1,7% (contro il 2,4% di quella non depurata), i tassi al 3,75% equivarrebbero al 2% reale e sarebbero coerenti con quelli storici.

In Europa invece si è passati dalla possibilità di un lieve rialzo dei tassi (fino a mezzo punto percentuale) nella seconda parte dell'anno da parte della Bce, la banca centrale europea, ad una situazione di calma piatta. Non solo. C'è chi ipotizza addirittura un lieve taglio dei tassi a breve dell'area euro dopo i deludenti dati di crescita economica.

In questo scenario noi riteniamo che non valga la pena investire con decisione sui governativi euro. Tradotto in pratica significa attuare un portafoglio con una duration più corta puntando prevalentemente sui titoli con scadenza 1-3 anni a discapito dei decennali e dei titoli a lungo termine».

Giorgio Giovannini

«Non mi sentirei assolutamente di consigliare titoli o fondi obbligazionari governativi euro a medio lungo termine in questa fase. E' una convinzione che ci portiamo da circa un anno e anche se i mercati sembrano per il momento non darci ragione riteniamo che non sia conveniente, sotto il profilo rischio/rendimento, posizionarsi sui titoli di Stato euro. Questo non significa che consigliamo un azzeramento delle po-

Da sapere

■ **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.

■ **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, ecc.).

sizioni ma, semmai, un sottopeso. Siamo convinti che il mercato sia ingessato dai dati economici deludenti dell'area euro e delle continue revisioni, spesso al ribasso, delle stime di crescita dell'economia mondiale. Ma l'andamento dei mercati obbligazionari è laterale: chi ha investito seimesi fa ha portato a caso soltanto le cedole dei titoli, peraltro magre, mentre in termini di capitale non c'è stato alcun guadagno».

2 Ritenete sia corretto suggerire una diversificazione del portafoglio obbligazionario governativo euro in una quota in titoli o fondi azionari al fine di ottimizzarne le potenzialità di rendimento? E se sì, in quale percentuale del portafoglio?

Cristiano Busnardo

«La tendenza nel lungo termine rimane positiva per il mercato azionario della zona euro. Gli ultimi dati sugli utili aziendali sono stati positivi, la distribuzione dei dividendi è cresciuta fortemente e le prospettive per l'anno in corso sono incoraggianti. Le aziende continuano nel processo di ristrutturazione, le stime sul giudizio degli analisti sono piuttosto prudenti e potrebbero essere incrementate. Ciò nonostante, è probabile che la crescita degli utili si ripositioni su livelli più sostenibili nel 2005, maggiormente in linea con la crescita del fatturato, in quello che rimane un contesto economico stagnante. La pressione sui tassi di interesse dovrebbe rimanere limitata nonostante la tensione sui prezzi delle

materie prime (commodities). Manteniamo una posizione moderatamente positiva sui listini azionari della Zona Euro, in un mercato che registra ancora un'attività di fusioni e acquisizioni (M&A) considerevole. Il mercato azionario del Regno Unito appare meno interessante, sia in termini assoluti che relativi rispetto a quello obbligazionario. Ritengo che la percentuale di azioni debba attestarsi al 10%. Nella zona euro le azioni cicliche e Tmt (tecnologiche e dei media) dovrebbero beneficiare della ripresa degli investimenti industriali, mentre le azioni difensive sembrano soffrire della pressione sui margini in un ambiente di forte competizione e di scarso potere di determinazione dei prezzi. Rimaniamo positivi per quanto riguarda il settore energetico, che offre azioni di qualità con alti livelli di rendimento, in un contesto dei prezzi del petrolio che continuano ad essere elevati».

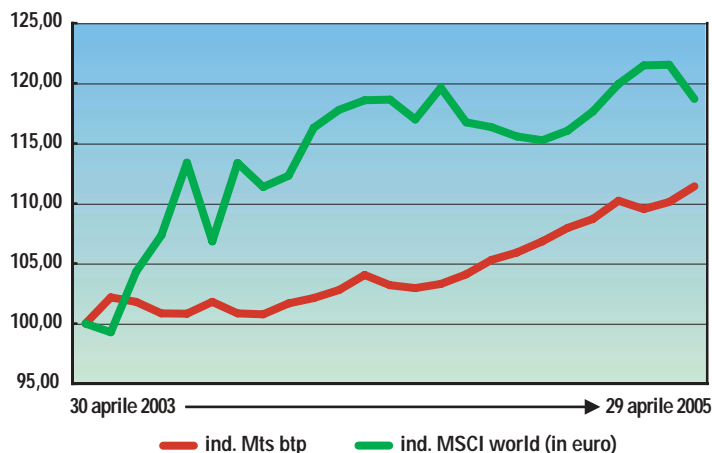
Marco Vicinanza

«In condizioni di mercato in cui non si verificano nuovi shock internazionali, ovvero nel caso in cui l'andamento degli indici azionari resti modesto sia in fase di rialzo che in fase di ribasso, consiglieri un 10% in azioni dell'area euro. Questo prima di tutto per neutralizzare qualsiasi rischio di cambio che, in una fase come questa, potrebbe azzerare o addirittura ribaltare le performance degli indici. Riteniamo che una quota del 10% non alteri le condizioni di rischio del portafoglio obbligazionario governativo euro anche perché in questa fase le prospettive azionarie dell'area euro restano interessanti e sostenute da dividendi che sono confrontabili con le cedole dei bond decennali».

Luca Felli

«Siamo convinti che il rallentamento in atto sia un fatto temporaneo, e che già entro la fine del 2005 le aziende sapranno riprendere il cammino virtuoso di crescita del 2003 e del 2004. D'altra parte le valutazioni sulle Borse, anche di quelle americane, è buona: le potenzialità di rialzo sono maggiori di quelle di ribasso. Per chi avesse soltanto titoli governativi e non avesse mai operato in Borsa il consiglio è+ di investire in azioni il 10%. La quota potrebbe spingersi anche fino al 30% per chi ha più pratica di titoli e fondi azionari e dispone di almeno due anni di orizzonte temporale per l'investimento. Con una raccomandazione finale: non guardare soltanto all'area euro ma cercare opportunità anche a Wall Street e Londra».

Due anni di Btp e Borse



I rendimenti medi dei Btp negli ultimi due anni a confronto con l'indice delle Borse mondiali calcolato in euro

Da sapere

■ **Rischio / rendimento**
 In un investimento finanziario è il rapporto esistente tra il rischio del portafoglio (inteso come variabilità del valore nel tempo dello stesso) e il rendimento (che può essere calcolato come guadagno potenziale atteso o come rendimento effettivo corrente o finale).

Giorgio Giovannini

«Benissimo diversificare in azioni. Consiglierei di puntare sui titoli ad alto dividendo o sui fondi specializzati in questi titoli. Si tratta infatti di posizionarsi su aziende solide, dal business plan consolidato e dalla sostenibilità dei profitti, del cash flow e dei dividendi.

L'esiguità delle cedole dei titoli governativi e lo spread (differenziale, ndr) ai minimi dei rendimenti dei corporate bond hanno spinto molti investitori a ripiegare sui titoli azionari ad alto dividendo. Certo si tratta di investimenti con profilo di rischio diverso, ma c'è da chiedersi cosa sia più rischioso tra un titolo azionario Enel che rende attualmente il 4,7% e un obbligazione Telecom Italia scadenza 50 anni che rende poco più del 5%».

si. Il mercato russo presenta valutazioni molto interessanti, mentre la Polonia e l'Ungheria sembrano sopravvalutate. Le prossime elezioni in Polonia, il rischio di un nuovo affare Yukos in altre società russe e gli elevati livelli di deficit in Ungheria e Turchia invitano alla prudenza».

Marco Vicinanza

«La prima cosa è di puntare sui fondi specializzati per scongiurare qualsiasi avventata scelta fai-da-te. Se l'orizzonte temporale dell'investitore può spingersi fino ai quattro anni, suggerirei un 15% in fondi obbligazionari Paesi emergenti. Per un orizzonte temporale inferiore il consiglio è quello di effettuare investimenti in tre o quattro tranches in modo da diluire il timing di entrata (ovvero il momento di sottoscrizione) e, di conseguenza, il rischio di sbagliare il momento dell'investimento».

Luca Felli

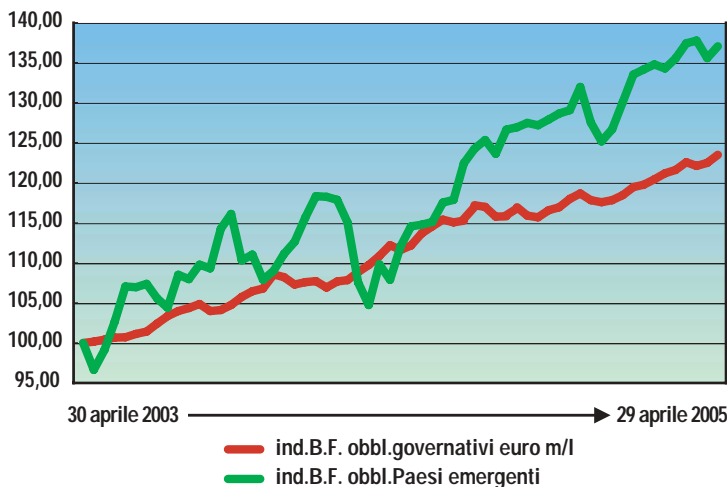
«Destinerei alle obbligazioni dei Paesi emergenti non oltre il 5% del portafoglio: i rischi per questo tipo di investimento sono il rallentamento delle economie mondiali, il pericolo del rialzo dei tassi Usa e i fattori politici e sociali che possono influire su quei Paesi. Suggerirei, piuttosto, una diversificazione valutaria. La componente valutaria del portafoglio deve essere considerata come una asset class a parte e gestita dinamicamente come tale. Investirei fino al 15% in titoli governativi in dollari Usa, in yen e in sterline inglesi con scadenza compresa entro i cinque anni».

3 Ritenete sia corretto suggerire una diversificazione del portafoglio obbligazionario governativo euro in una quota in titoli o fondi obbligazionari Paesi emergenti al fine di ottimizzarne le potenzialità di rendimento?

Cristiano Busnardo

«Da un punto di vista geografico, siamo più orientati verso i mercati obbligazionari dell'Europa dell'Est rispetto a quelli della Zona Euro, principalmente a causa della politica monetaria espansiva di questi pae-

La marcia in più dei fondi Paesi emergenti



Giorgio Giovannini

«Per i Paesi emergenti invece l'unica avvertenza è quella di evitare il fai-da-te scegliendo i singoli Paesi o, addirittura, le singole emissioni. Molto meglio affidarsi a un fondo specializzato: negli ultimi quattro-cinque anni questi fondi hanno saputo dare soddisfazioni ai sottoscrittori con un buon rapporto rischio/rendimento. Un investitore prudente potrebbe dedicare il 30% circa del proprio giardino finanziario alla Borsa, privilegiano i titoli e i fondi azionari ad alto dividendo, e un 15% in fondi obbligazionari specializzati sulle obbligazioni dei Paesi emergenti. Il resto potrebbe essere impiegato in titoli governativi euro con scadenza compresa tra tre e cinque anni e una quota (5-10%) in liquidità».

A confronto il rendimento dei fondi obbligazionari governativi a medio/lungo termine con quello dei fondi obbligazionari dei Paesi emergenti negli ultimi due anni