



# Il ballo delle cedole

**PORTAFOGLI** In questo fine anno non sono soltanto i banchieri centrali a influenzare i mercati, ma anche le tensioni geopolitiche. Con un paradosso: in un'era di tassi reali sottozero bisogna cercare rifugio nelle asset class considerate più rischiose

## IL TASSO DI INTERESSE REALE GLOBALE

Stima del tasso di interesse reale globale dei Paesi G7 ponderato per il pil



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

## COME È CAMBIATO IL VALORE DEL DOLLARO

Indice che replica il valore reale del dollaro negli ultimi 40 anni



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

## IL FLUSSO DI RACCOLTA GLOBALE DEI FONDI AZIONARI E OBBLIGAZIONARI

Dati in miliardi di dollari all'anno

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
◆ Azioni	588	452	-210	219	225	1	82	581	200
◆ Obbligazioni	119	100	-171	674	505	282	851	187	223

Fonte: Ubs

di **Roberta Castellarin**  
e **Paola Valentini**



**T**ra rischio deflazione, tensioni geopolitiche e nuovi timori sul debito greco gli investitori si trovano a dover affrontare una nuova stagione all'insegna della volatilità. Che non può essere, però, fronteggiata soltanto con gli asset rifugio. I tassi reali vicini a zero non consentono di trovare rendimenti negli strumenti di liquidità. Allora non resta che esporsi, ma con prudenza. Come sottolinea nella sua newsletter settimanale «Il Rosso & Il Nero» lo strategist di Kairos Alessandro Fugnoli: «Il 2015 si preannuncia movimentato, ma non così tanto da rovinare ulteriormente l'atmosfera di fine anno». Proprio Kairos ha lanciato a novembre Kis Real Return, un fondo flessibile multiasset con rendimento atteso tra il 4 e il 6% e un approccio di riduzione della volatilità di portafoglio. Secondo il direttore generale del gruppo Kairos, Fabio Bariletti «Il prodotto nasce dalla constatazione che in virtù dell'elevata esposizione alle obbligazioni che caratterizza il contesto italiano è necessario creare un'alternativa per la clientela, restando all'interno del mondo dei bond». Sono molte le società di gestione che in questi mesi hanno lanciato fondi flessibili proprio per prepararsi a questa fase difficile per i mercati. Anche perché la tanto attesa rotazione dai bond alle azioni nel 2014 non c'è stata, e probabilmente non ci sarà nemmeno

l'anno prossimo. Come evidenziano da Ubs Global Investment Solutions: «Se si analizzano i flussi della raccolta fondi globale negli ultimi anni si scopre che non è avvenuto uno spostamento dai fondi obbligazionari verso quelli azionari, ma che la forte iniezione di liquidità da parte delle banche Centrali ha beneficiato entrambe le asset class». E se questo è vero a livello globale è ancora più vero in Italia, dove da sempre gli investitori hanno una preferenza per i titoli che danno reddito. Da qui la scelta di mol-

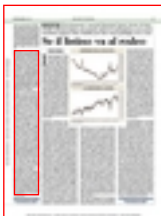
ti asset manager di offrire fondi obbligazionari flessibili per conciliare la necessità di strategie più attive con la richiesta della clientela di restare comunque esposti sul reddito fisso.

Intanto dal 22 gennaio la Banca centrale svizzera (Snb) abbasserà sotto lo zero i tassi di interesse per ridurre la domanda di franchi degli investitori internazionali, resi ansiosi dalla crisi in Russia e dal calo del prezzo del petrolio. Una mossa sulla falsariga di quanto avvenuto pochi mesi fa nell'Eurozona, con la

Bce che a settembre ha portato il tasso sui depositi overnight a -0,2% (dopo il -0,1% a partire da giugno) per stimolare i finanziamenti delle banche alle imprese e rilanciare l'economia. In particolare, l'Snb ha deciso di portare in negativo al -0,25% il tasso di interesse con cui remunererà i depositi overnight (a vista) in franchi svizzeri delle banche commerciali. «Negli ultimi giorni una serie di fattori ha aumentato la preferenza per investimenti sicuri. L'introduzione di tassi di interesse negativi renderà meno

attraente l'investimento in franchi svizzeri e dunque sosterrà il tasso minimo di cambio», spiega il comunicato della Banca centrale svizzera. Senza dimenticare che anche alcune banche europee hanno cominciato a introdurre tassi negativi sui depositi degli investitori istituzionali. I primi sono stati gli istituti tedeschi. A scendere in campo è stata una piccola banca della Turingia, la Deutsche Skatbank, che da novembre applica un tasso negativo dello 0,25% sui depositi dei correntisti privati con oltre 500

mila euro. Ma anche i big prendono misure del genere. Come Commerzbank che a partire da questo mese ha annunciato tassi sottozero sui conti molto consistenti di alcuni clienti aziendali, di grandi gruppi imprenditoriali e di investitori istituzionali. E anche Deutsche Bank avrebbe intenzione di presentare ai suoi clienti maggiori questa possibilità.



**È la prova** che la politica della Bce, volta a stimolare l'economia, in realtà si sta ritorcendo contro i risparmiatori. «Anche gli investitori privati stanno scontando tassi d'interesse negativi sui propri conti correnti, in quanto i rendimenti prossimi allo zero non riescono a compensare i costi fiscali e le spese di gestione del conto: in questa situazione, anche per i portafogli difensivi è indispensabile una gestione attiva dei propri risparmi, se non si vuole subire una continua erosione dei propri depositi», spiega Arnoldo Valsangiacomo, gestore degli Ethna Funds di Ethenea Independent Investors.

E anche se la volatilità è destinata a rimanere alta nei prossimi mesi, le azioni sono preferite ai bond, sia quelli con merito di credito più alto sia ad alto rendimento (high yield). A conferma di ciò, nell'ultima settimana, secondo le analisi di BofA Merrill Lynch Global Research sul mercato retail europeo, i fondi che investono in obbligazioni ad alto rendimento hanno registrato la cifra record di deflussi di 3,2 miliardi di dollari, ovvero 8,6 miliardi di dollari da inizio anno, il dato peggiore per la categoria dal 2004. «Le condizioni generali, seppur difficili, continueranno a sostenere gli asset più rischiosi. Gli attuali bassi rendimenti consigliano ancora investimenti in grado di offrire ritorni maggiori rispetto a quelli dei bond governativi dei Paesi maturi. Ciò detto, ci si aspetta che la volatilità dei mercati si mantenga alta, specialmente alla luce dei numerosi rischi geopolitici, della bassa crescita dell'area euro, e dell'avvicinarsi del primo aumento dei tassi di interesse da parte della Fed (su questo si veda anche articolo a pag. 12, ndr)», afferma Klaus Wiener, chief economist di Generali Investments Europe sgr, nel suo outlook per il 2015.

Sconsigliato invece adesso rifugiarsi nell'oro, che si appresta a chiudere l'anno sugli stessi livelli di inizio 2014 (1.200 dollari l'oncia). Infatti secondo Société Générale la discesa del prezzo del petrolio peserà anche sul metallo giallo. Discorso diverso per il dollaro, che ha avviato una fase di rafforzamento che potrebbe continuare anche nei prossimi mesi. (riproduzione riservata)



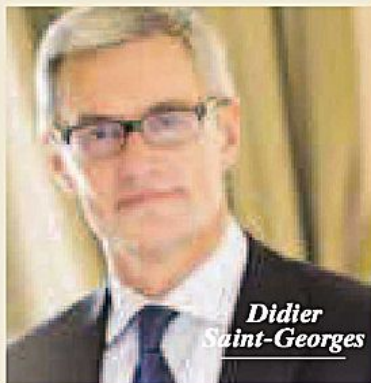


## Saint-Georges (Carmignac): l'unica difesa è nei titoli di alta qualità

di **Francesca Vercesi**

**S**ia Matteo Renzi sia Manuel Valls sono consapevoli della necessità urgente di riformare le economie dei rispettivi Paesi per aumentarne il potenziale di crescita a lungo termine. I ritardi sono però notevoli e, nel migliore dei casi, gli effetti saranno tangibili solo tra diversi anni, e intanto la crescita nominale dell'Eurozona continua a rallentare da quasi dodici mesi. A parlare è Didier Saint-Georges, managing director e membro del comitato investimenti di Carmignac Gestion. «Mario Draghi potrà forse far calare l'euro, ridurre ulteriormente i costi di finanziamento delle banche e arrestare il calo delle aspettative di inflazione. Questo sarebbe già un risultato. Ma senza la ripresa dei consumi e degli investimenti pare eccessivamente ottimistico prevedere che la sola creazione di moneta possa rilanciare la dinamica di crescita

in Europa. A tale proposito, il Giappone è un esempio». Intanto l'andamento dei mercati parla di un mondo che deve affrontare gli effetti a lungo termine delle pressioni deflazionistiche globali. «La nostra strategia di investimento si basa sulla costruzione di un portafoglio che privilegia in modo molto mirato i titoli growth ad alta visibilità, con una prevalenza di asset denominati in dollari e una gestione molto attiva dei tassi di esposizione ai mercati azionari e obbligazionari», spiega Saint-Georges. Sul fronte fixed income, «c'è la prospettiva di un Qe che includa i titoli di Stato dei Paesi membri dell'unione monetaria. Ci aspettiamo che lo spread sui rendimenti tra i tedeschi e quelli dei



**Didier  
Saint-Georges**

Paesi periferici continui a convergere, spingendoci a mantenere il nostro posizionamento su questi ultimi. I tassi lunghi statunitensi sono invece calati in modo più lieve. Manteniamo un approccio equilibrato e flessibile nei confronti dei tassi Usa, allo scopo di beneficiare dell'appiattimento della curva dei tassi in un contesto di graduale nor-

malizzazione della politica monetaria». Sul fronte azionario, il manager spiega che «la riduzione dell'esposizione azionaria da fine di agosto ci ha consentito di assorbire il picco di volatilità di settembre e ottobre. Da allora, i mercati azionari hanno registrato un rimbalzo con grandi disparità geografiche». I mercati emergenti si sono rivelati molto eterogenei: «L'India ha proseguito il suo rally positivo mentre



*la Russia, al contrario, continua a risentire delle tensioni geopolitiche e del crollo del prezzo del petrolio. Privilegiamo le tematiche relative alla crescita strutturale, che forniscono una buona visibilità, evitando i titoli ciclici dipendenti dalla ripresa della crescita. Abbiamo aperto due posizioni nelle società statunitensi Visa e Mastercard: queste società, erroneamente percepite come esposte alla congiuntura economica attraverso la loro attività di carte di credito, sono soprattutto fornitori di soluzioni di pagamento con un'attività forte e regolare. Sono controparti coinvolte nello sviluppo del sistema di pagamento di Apple tramite il telefono cellulare, un settore promettente. Abbiamo anche proseguito il rafforzamento dei titoli farmaceutici. Abbiamo infine aumentato l'esposizione azionaria, nell'ottica di un'allocazione più equilibrata rispetto alla netta sottoponderazione all'inizio di ottobre», conclude Saint-Georges. (riproduzione riservata)*