



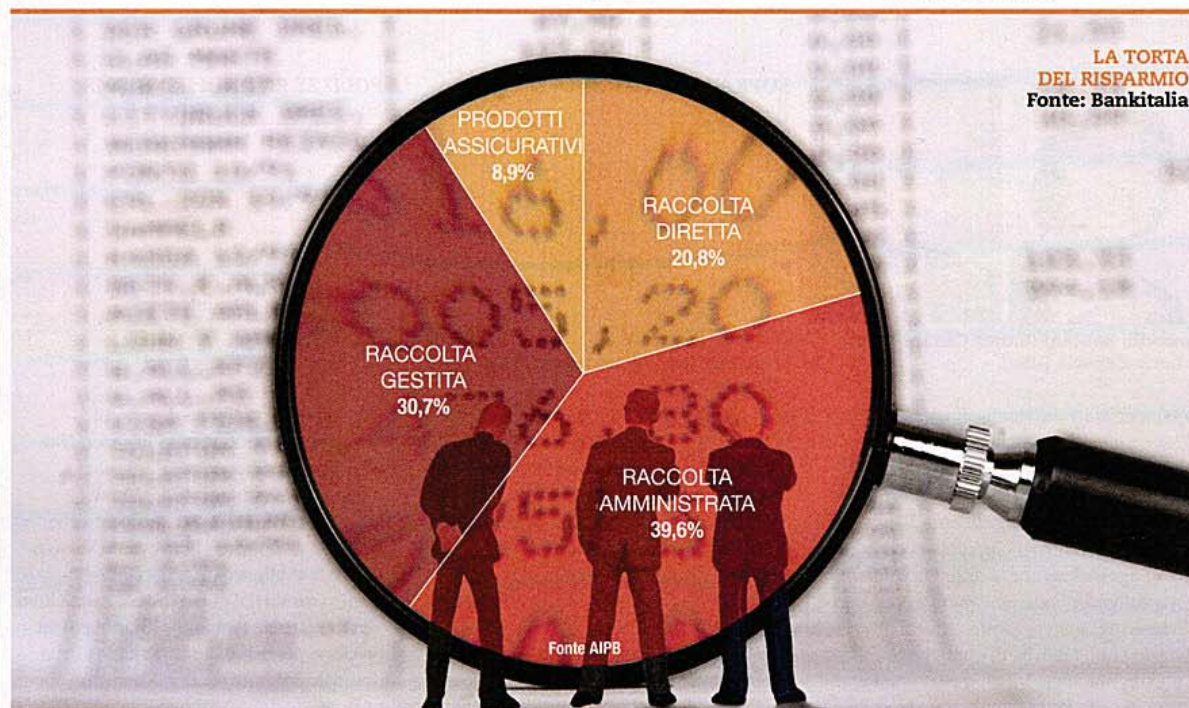
DOSSIER PRIVATE BANKING

440 miliardi

il patrimonio affidato
ai gestori private

25%

il peso delle obbligazioni
nei grandi portafogli



LA TORTA
DEL RISPARMIO
Fonte: Bankitalia

Investimenti La revisione dei grandi portafogli tra reddito fisso e le possibilità del mercato azionario

Oltre il boom dei bond

Opportunità e diversificazioni per chi è troppo esposto nel settore obbligazionario. Con attenzione alla flessione dei rendimenti e alle occasioni per diversificare i rischi

I portafogli delle famiglie italiane denotano una forte esposizione sul versante obbligazionario e, in particolare, sui titoli di Stato dell'Italia e dell'eurozona e sui bond, in primis quelli bancari. Un fenomeno rispetto al quale non fa eccezione neppure la clientela private. In base agli ultimi dati disponibili di Aipb, l'associazione italiana del private banking, la somma di titoli obbligazionari, titoli di Stato e bond bancari sfiora il 39% del totale: una percentuale alla quale poi va aggiunta la quota sottostante ai fondi comuni (15,3% del totale), alle gestioni patrimoniali (14,2%) e agli etf (0,6%). «La priorità, per qualsiasi investitore italiano, è quella della diversificazione nel

senso più ampio del termine. Proprio perché esiste un sovrappeso strutturale nell'obbligazionario, accentuato dalle eccezionali performance di questo comparto dalla seconda parte del 2012 in poi, la raccomandazione è quella di guardare alle opportunità nell'ambito azionario. In particolare a quelle aziende che possono sembrare poco vivaci, nel senso che registrano tassi di crescita di fatturato e utili contenuti ma costanti nel tempo, ma che vantano sostenuti flussi di cassa, alti dividendi e bilanci solidi. Società che rientrano con maggiore frequenza nei settori farmaceutici e dei beni di consumo durevoli come, per esempio, Gillette, Coca-Cola, Johnson & Johnson: titoli

caratterizzati da performance positive composte per due terzi dai dividendi e per un terzo dal capital gain», precisa Loris Centola, coresponsabile ricerca di Ubs Wealth Management, che poi prosegue parlando delle opportunità presenti nel segmento obbligazionario.

MENO TITOLI

«Nell'ambito del reddito fisso riteniamo comunque ci siano ottime opportunità a patto di effettuare scelte consapevoli in termini di rapporto tra rischio e rendimento. La prima scelta è rappresentata dai titoli high yield Usa: avendo cura di evitare emissioni con rating sotto la singola B (eccessivamente volatili e rischiosi), si può spuntare un rendimento compreso tra il 3,5% e il 5% nei prossimi sei mesi». Per l'investitore che, al contrario, è molto prudente, Centola suggerisce, in alternativa ai bund tedeschi, di optare su corporate



DOSSIER PRIVATE BANKING

11%
la liquidità
dei portafogli private

17%
i depositi bancari e postali
delle famiglie



**Antonia Babbini (Banca Cesare Ponti)
e Loris Centola (Ubs)**

SOPRATTUTTO CEDOLE



Il portafoglio della clientela private in Italia

POLIZZE E FONDI PENSIONE



Il portafoglio globale delle famiglie italiane

bond area euro con rating singola A che possono garantire una buona solidità e un rendimento a 6 mesi dello 0,5% (contro lo zero dei bund). «Ci sarebbe poi una terza categoria di titoli obbligazionari di un certo interesse. Si tratta dei corporate bond emerging markets che, a differenza dei governativi dei Paesi emergenti troppo cari attualmente, sono piuttosto attraenti. Avendo cura, tuttavia, di puntare su scadenza massimo 5-7 anni e con rating non al di sotto della singola B», asserisce Centola.

In uno scenario di tassi bassi e inflazione contenuta, nelle scelte allocative della componente obbligazionaria è stato, invece, privilegiato un approccio che garantisce maggior enfasi all'equilibrio tra il rischio e il rendimento da parte di Ubi Private & corporate unit, come spiega Carletto Biolcati, responsabile del servizio Pro active wealth advisory della società: «Le scelte allocative si focalizzano in particolare su: a) asset class monetaria,

principalmente su titoli debito italiano, in presenza di discreti rendimenti e con obiettivo di contenere volatilità complessiva del portafoglio; b) obbligazioni corporate euro 1-3 anni che mostrano ancora un premio rispetto ai corrispettivi titoli governativi a fronte di contenuti livelli di volatilità; c) obbligazioni corporate globali e titoli governativi dei Paesi emergenti in valuta locale in ottica di diversificazione valutaria; d) azzeramento dei governativi core area euro (Germania, Olanda e Francia), con rendimenti reali negativi, a favore della componente obbligazionaria italiana; e) obbligazioni high yield a cambio coperto, caratterizzate da tassi di default sotto la media e un buon rapporto rendimento/volatilità».

Temì d'investimento ripresi almeno in parte da Antonia Babbini, responsabile gestioni patrimoniali di Banca Cesare Ponti, che, tuttavia, sottolinea anche alcune criticità: «Il comparto obbligazionario si trova sui massimi storici e lo spazio per

ulteriori apprezzamenti dei corsi è diventato molto contenuto in generale e addirittura frazionale per il segmento corporate investment grade. Eppure è soprattutto la ricerca di rendimento che continua a spingere gli investitori verso la scelta di obbligazioni sempre più aggressive sia dal punto di vista qualitativo sia di orizzonte temporale. Si tratta di un processo potenzialmente pericoloso, ma destinato a durare ancora. Riteniamo che in un contesto dove permane l'incertezza l'elemento premiante continui a essere la diversificazione geografica e valutaria. Crediamo che le obbligazioni ad alto rendimento e le obbligazioni dei Paesi emergenti, sia governative sia corporate, possano offrire ancora del valore, purché si sia disponibili a sopportare una maggiore volatilità e la selezione sia ampiamente diversificata e affidata a operatori professionali».

PIÙ DIVIDENDI

Archivate le opportunità presenti nel segmento a reddito fisso, c'è tuttavia da segnalare che, in termini generali, oggi siamo in un contesto moderatamente favorevole alle azioni. Gli esperti sottolineano infatti che la crescita economica mondiale resta modesta il che, da un lato, permette alle aziende di avere una dinamica positiva dei profitti (soprattutto negli Usa) ma che, al contempo rimanendo ampiamente sotto il potenziale, impone di fatto alle banche centrali di perdurare nelle politiche monetarie ultraespansive. Questo è un mix favorevole ai mercati azionari, soprattutto se consideriamo che le valutazioni sono ragionevoli in termini assoluti e i dividendi

Beni rifugio Previsioni sulla fine del ribasso

L'oro svolterà dopo quota 1.250?

Dopo la correzione che lo ha portato a perdere il 10% nella sola seduta di lunedì 15 aprile, il prezzo dell'oro sembra essersi ora attestato intorno ai 1.450-1.475 dollari l'oncia. Per Morgan Stanley questo livello potrebbe essere quello che ritroveremo anche a fine anno, mentre per Vontobel le quotazioni

potrebbero raggiungere nel breve termine circa i 1.300 dollari e per gli analisti di Bank of America (Bofa) addirittura 1.200. Gli analisti di JW Partners, società indipendente specializzata in currency advisory, ritengono invece che questo movimento possa rappresentare, con tutte le

dovute cautele del caso, una interessante opportunità di acquisto, specialmente all'avvicinamento all'area di supporto 1.250-1.300 dollari. Le ragioni? La scarsa fiducia nelle valute tradizionali con le banche centrali sempre più aggressive nello stampare moneta e la congiuntura economica americana. **L.C.**

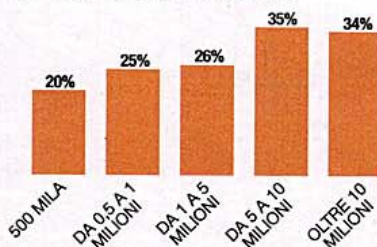


DOSSIER PRIVATE BANKING

attraenti se confrontati con i rendimenti obbligazionari. «Dal punto di vista delle performance relative non stupisce vedere la Borsa americana ai massimi: dalla fine della crisi del 2008-2009, infatti, gli utili societari sono cresciuti con un ritmo molto sostenuto e oggi sono a livelli ben superiori a quelli pre-crisi, quindi con valutazioni ancora più che equilibrate», sostiene Andrea Rotti, direttore investimenti gestioni patrimoniali Ersel. Rotti appare più cauto su prospettive della Borsa di Francoforte mentre, sui mercati emergenti, sebbene siano tra le asset class più volatili, stima le attuali valutazioni interessanti con favorevoli prospettive nel medio termine. «Piazza Affari, infine, sta soffrendo il duplice impatto negativo di una congiuntura che in questi ultimi due mesi si sta delineando più difficile di quanto si prevedesse e contemporaneamente di un'incertezza politica: servono quelle riforme strutturali necessarie per ridare un po' di competitività al tessuto produttivo», ricorda Rotti.

In ambito azionario, Centola indica due aree geografiche preferite. «La prima, che lo è già da un anno e mezzo, è Wall Street. Gli utili delle corporation Usa dovrebbero crescere anche nel 2013: in ogni caso, già a questi prezzi, l'S&P500 tratta a sconto di un 5%-7% rispetto alle medie degli ultimi anni. Inoltre, le aziende a stelle e strisce, nonostante il moltiplicarsi di operazioni di merger and acquisition vantano ancora

QUANTO PESA IL REDDITO



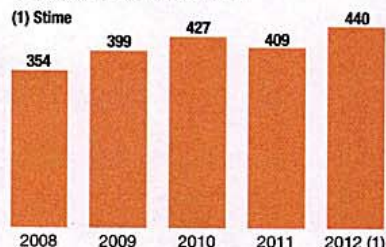
Obbligazioni in portafoglio clientela private

molta liquidità nei forzieri, quasi il doppio rispetto ai livelli del 2008». La seconda piazza preferita, che lo è da poche settimane, è invece quella giapponese: «La politica monetaria della banca centrale favorirà la debolezza dello yen, la risalita dell'inflazione e le esportazioni. Basti pensare che mentre la Fed stampa moneta per l'equivalente del 7% del pil Usa, la BoJ ha deciso di farlo per l'equivalente del 13% del pil giapponese. Questi flussi di denaro, secondo quanto dichiarato dalle autorità di Tokyo, saranno destinati a comperare anche Etf, azioni e fondi immobiliari», confida Centola. Per Biolcati le attuali valutazioni azionarie risultano ancora nella media in tutte le principali aree anche dopo i recenti rialzi e,



Carletto Biolcati (Ubi) e Andrea Rotti (Ersel)

TESORETTO PRIVATE



Patrimonio della clientela private, in miliardi di euro

soprattutto, evidenziano un premio al rischio ancora molto lontano dalle medie storiche. Ecco i suoi criteri nell'allocazione del portafoglio azionario: incremento della componente azionaria del 20%; sostanziale aumento dell'esposizione agli emerging market in considerazione del successo delle politiche espansive attuate da questi Paesi; c) leggera riduzione tattica dell'esposizione al mercato Usa in attesa di indicazioni relative al Fiscal cliff e Debt ceiling, le misure economiche di tagli automatici decisi da Obama, la cui scadenza è stata prorogata a maggio; leggero incremento dell'esposizione al mercato europeo (e quindi pro quota anche italiano) in considerazione delle valutazioni interessanti; incremento del peso del mercato giapponese che beneficia della maggiore competitività derivante dalla attuale politica della Bank of Japan realizzata con forte immissione di liquidità nel sistema e relativa svalutazione dello yen». Per massimizzare l'effetto di questa scelta, la quota di mercato giapponese viene acquistata con copertura del rischio di cambio.

Babbini, dal canto suo, pur rimanendo ottimista sui mercati azionari, ritiene che difficilmente i listini possano continuare la corsa allo stesso ritmo degli ultimi mesi. «Nonostante i recenti massimi manteniamo il sovrappeso sugli Stati Uniti perché l'economia americana continua a sorprendere positivamente, anche se la politica restrittiva di bilancio probabilmente rallenterà la ripresa. Siamo, invece, neutrali sul Giappone, dove migliora la congiuntura grazie alle politiche monetarie molto espansive e alla debolezza dello yen. E sottopesiamo sia l'Europa», conclude Babbini, «perché permene il rischio di instabilità e pesa la debolezza della domanda interna, sia i Paesi emergenti, rallentati dall'inerzia dell'economia mondiale».

Leo Campagna

Trend Rendimenti bassi e valore della sicurezza

Il paradosso del sottozero fino al 2014

Vale per i grandi investitori istituzionali, che cercano rendimenti per remunerare gli azionisti o gli assistiti (nel caso dei fondi pensione) ma poi ripiegano sulle emissioni più sicure a rendimenti sotto l'1% quando non sono sottozero in termini reali. E vale per i piccoli risparmiatori che

comprano i bond con la cedola erosa dalle commissioni bancarie praticamente a rendimento zero. Anche l'ultima emissione di bund tedeschi ha registrato l'overbooking con microtassi. Ma con un valore invisibile: quello della sicurezza dell'investimento e della restituzione del

capitale a scadenza. Come dire perdere meno per non perdere tutto. O perlomeno guadagnare tempo in vista di una ripresa dell'economia globale e quindi dei tassi. Ma l'opinione diffusa tra gli operatori del settore è che il tasso zero (o sottozero al netto dell'inflazione) terrà banco fino al 2014. E.T.