

Debito dei Paesi emergenti: la prossima core asset class?

Ricerca sugli investimenti nei mercati obbligazionari emergenti condotta tra gli investitori professionali italiani da Image & Finance per conto di Aberdeen Asset Management

2011

image & finance



Aberdeen

Premessa

Caro Lettore,

gli sconvolgimenti finanziari ed economici degli ultimi anni hanno messo in luce importanti cambiamenti in atto da tempo. Uno di questi è rappresentato dall'emergere di quei paesi che a lungo abbiamo chiamato in via di sviluppo.

Nel 2011, i mercati emergenti hanno saputo attrarre flussi di capitale senza precedenti essendo ormai diventati un tema d'investimento di grande interesse. Tuttavia se in passato gli investitori si focalizzavano solo sui titoli azionari di questi mercati, oggi non è più così. Negli ultimi anni, infatti, la maggior parte degli operatori nel mercato italiano dell'Asset Management ha ampliato la diversificazione dei portafogli, introducendo i titoli di debito dei mercati emergenti. Questi ultimi rappresentano oggi una quota significativa nei portafogli d'investimento dei clienti privati.

In collaborazione con Image & Finance, Aberdeen Asset Management ha condotto un'indagine paneuropea sulle modalità con cui gli investitori professionali fanno ricorso al debito dei mercati emergenti.

Il rapporto contenuto in queste pagine presenta i risultati dell'analisi condotta in Italia. Le altre indagini sono disponibili su richiesta.

Le dichiarazioni rilasciate dagli intervistati vengono citate sempre in forma anonima come da loro richiesta.

In questa sede, intendiamo dare risposta a una serie di domande, fra cui:

- Cosa sono i "mercati emergenti" e qual è l'opinione degli investitori?
- In che modo essi valutano il rapporto rischio-beneficio dei titoli di debito dei mercati emergenti?
- Ricercano prodotti denominati in valuta locale o in hard currency?
- Prediligono la gestione passiva o attiva?

Infine vi ricordiamo che Aberdeen Asset Management è presente localmente su questi mercati dal 1992 e da allora ha consolidato una solida conoscenza delle dinamiche e delle opportunità offerte da queste economie.

Nella speranza di contribuire allo sviluppo della cultura finanziaria del nostro Paese, vi auguriamo buona lettura.

Matteo Bosco

Aberdeen Asset Management - Country Head Italia

Indice



Indice	3
Executive summary	4
Introduzione	5
La ricerca	6
Nota metodologica	6
I. Mercati emergenti: definizione e caratteristiche	6
II. La percezione dell'asset class: vantaggi e rischi secondo gli intervistati	8
III. Fattori chiave tendenti a incentivare gli investimenti nel debito emergente	11
IV. Le allocazioni nel debito emergente	12
Appendice - Biografie degli autori	16

Executive summary

I mercati emergenti si presentano ormai come il nuovo motore della crescita per l'intera economia mondiale e di conseguenza le allocazioni sui titoli di debito emessi in questi Paesi sono andate aumentando in Italia, sia fra i distributori che fra gli investitori italiani. Ci domandiamo: è una tendenza di lungo periodo? In altre parole, questa asset class diventerà un investimento tradizionale in futuro? Quali sono le difficoltà con cui devono confrontarsi gli investitori che si espongono al debito dei mercati emergenti?

Questa asset class in ascesa ha rappresentato e continua a rappresentare un tema d'investimento interessante

Nel panorama globale dei mercati di capitali, che dalla crisi del 2008 mancano di un orientamento chiaro, i mercati emergenti offrono opportunità di investimento relativamente solide. Le riforme economiche e strutturali portate avanti nell'ultimo decennio in questi Paesi, il miglioramento della governance, la nascita della classe media e il boom delle materie prime hanno alimentato la propensione degli investitori per i mercati emergenti.

Sul fronte dei titoli di debito, il potenziale di apprezzamento valutario è un altro elemento che gioca in favore dei mercati emergenti.

Infine, la turbativa causata dal rischio Paese all'interno dell'Eurozona sin dal primo semestre del 2010 è stata una sorta di rivelazione per gli investitori che fino ad allora avevano avuto un orientamento limitato verso l'asset class del debito emergente.

Per quanto la propensione a diversificare tramite il ricorso al debito emergente si stia manifestando con chiarezza, investitori e distributori devono fare i conti con nuovi ostacoli

Secondo i risultati dell'indagine, l'aumento dell'inflazione si profila oggi come il fattore di rischio maggiormente critico per gli italiani che investono in titoli di debito dei mercati emergenti. Inoltre, i disordini che stanno scuotendo il mondo arabo richiamano l'attenzione sull'estrema importanza che rivestono il rischio politico e l'instabilità per gli investitori che scelgono il debito emergente.

Consapevoli di queste difficoltà, gli investitori sono propensi ad affidarsi nelle mani di gestori patrimoniali professionisti affinché li aiutino a districarsi nel labirinto del debito emergente. La diversificazione (in termini di esposizione geografica e selezione dei gestori di fondi) è il cardine delle strategie di gestione del rischio adottate da investitori e distributori italiani.

I gestori specializzati con un approccio attivo hanno una marcia in più nel mercato del debito emergente

Questa asset class è stata a lungo considerata come un semplice fattore di diversificazione rispetto ai titoli azionari dei mercati emergenti. Oggi non è più così poiché entrambi i segmenti sono rappresentati in misura pressoché identica nei portafogli dei clienti privati italiani (6% e 4% del patrimonio totale rispettivamente). Il debito emergente è ormai parte integrante delle allocazioni sul reddito fisso e non costituisce più una mera conseguenza dell'esposizione ai prodotti obbligazionari globali.

In questo scenario, gli investitori preferiscono nettamente i gestori patrimoniali attivi, che si ritiene offrano valore aggiunto e gestione del rischio in termini di esposizione geografica, allocazione settoriale e selezione degli emittenti.

Per quanto riguarda le tipologie di prodotti, le aspettative si concentrano sui fondi globali dell'obbligazionario emergente e, in misura minore, sui veicoli di investimento circoscritti a regioni specifiche, poiché la maggior parte dei distributori si affida a gestori patrimoniali per l'allocazione geografica. Anche i prodotti ibridi (comprendenti sia titoli di Stato che obbligazioni corporate) riscuotono consensi, mentre l'interesse per i prodotti flessibili (comprendenti prodotti azionari e obbligazionari dei mercati emergenti) è ancora agli inizi. Sul fronte dell'esposizione valutaria, la maggior parte dei distributori italiani fa ricorso a prodotti denominati sia in hard currency che in valute locali.

Introduzione

La maturazione dei mercati emergenti

Oggi siamo di fronte a una trasformazione epocale del sistema economico mondiale.

E' di Napoleone la famosa frase: "Lasciatela dormire, poiché quando la Cina si sveglierà farà tremare il mondo". Ed è infatti sempre più evidente che la Cina si sta risvegliando, causando un rapido cambiamento delle dinamiche che regolano la crescita globale, gli scambi commerciali e gli investimenti. Il potere della Cina è ormai grande e continua ad espandersi. È fra le venti economie più grandi del mondo e il primo partner commerciale di sei di loro, oltre che il secondo di altri cinque Paesi del G20.

Molte economie dei mercati emergenti stanno vivendo un periodo di boom dello sviluppo grazie all'appetito vorace della Cina in tema di risorse che servono ad alimentare la sua rapida industrializzazione: petrolio dal Medio Oriente, risorse varie dall'America Latina e oltre, energia dai Paesi "stan" confinanti (Kazakistan, Turkmenistan ecc.) e dalla Russia. L'ascesa cinese ha un impatto diretto su tutte queste aree geografiche. E la Cina non è l'unico Paese in corsa.

L'India, infatti, che ha una popolazione altrettanto grande e decisamente più giovane, è secondo le nostre stime circa 15 anni indietro rispetto alla Cina nel suo processo di industrializzazione e sta pertanto sviluppando anch'essa un crescente interesse per le medesime risorse, incidendo a sua volta sui flussi del commercio globale.

I principali beneficiari di questa rapida crescita e industrializzazione saranno, ovviamente, gli stessi mercati emergenti. Considerate nel loro complesso, queste economie sono già strutturalmente solide, avendo trascorso gli ultimi 14 anni a ricostruire i propri bilanci dopo la crisi asiatica del 1997.

I deficit fiscali sono attualmente a livelli ridotti, il debito estero è diminuito sensibilmente nell'ultimo quindicennio circa, mentre i tassi di risparmio e le riserve in valuta estera si attestano su livelli elevati. Questi fattori enfatizzano la solidità strutturale del debito dei mercati emergenti e dunque la sua attrattiva. Si pongono altresì in contrasto con le economie occidentali, che continuano a vivere una fase economica difficile. L'Occidente soffre di trend demografici sfavorevoli, tassi di crescita ridotti, deficit fiscali elevati e alti livelli di indebitamento pubblico e privato, nonché tassi di risparmio modesti.

Rispetto a 10 anni fa, il cambiamento è impressionante. Storicamente, i Paesi del G7 hanno dominato il panorama economico globale. Con l'ascesa della Cina, seguita dall'India, il centro del potere economico mondiale si sta spostando verso l'Asia e gli altri mercati emergenti, lasciando indietro i tradizionali mercati sviluppati dell'Occidente. I modelli di investimento devono riflettere questo passaggio storico e tenere il passo. Pertanto, i titoli di debito dei mercati emergenti dovrebbero rappresentare, a nostro avviso, una quota crescente di tutti i portafogli d'investimento diversificati.

Chris Watling

Longview Economics

Nota metodologica

Le analisi presentate in questa ricerca si basano su dati di natura qualitativa e quantitativa raccolti mediante colloqui telefonici individuali con gestori di portafoglio e consulenti finanziari presso società con sede in Italia.

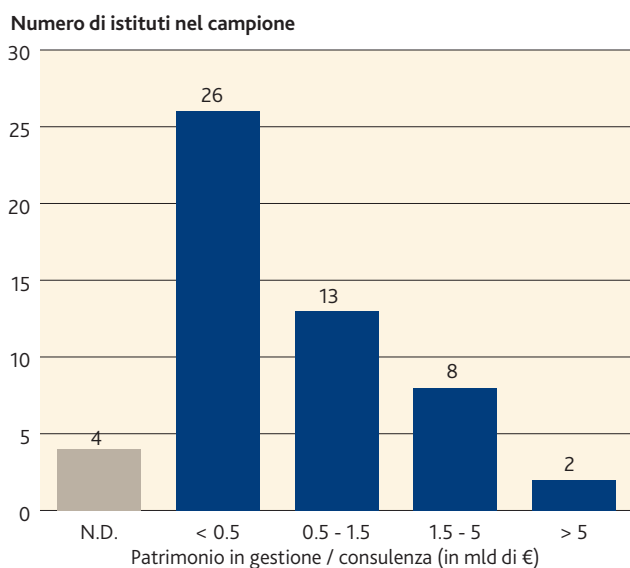
Il campione degli intervistati comprende:

- Consulenti finanziari che selezionano prodotti di terzi presso banche private o banche regionali e retail e altresì reti di promotori. Questa categoria rappresenta l'85% degli intervistati.
- Multimanager che sottoscrivono fondi di terzi per i propri portafogli.

Image & Finance ha effettuato 53 interviste per conto di Aberdeen AM nel corso del mese di febbraio 2011.

La gamma di istituti considerati nell'indagine è relativamente ampia in termini di ammontare del patrimonio in gestione / consulenza, come illustrato nella figura 1.

Figura 1 - Distribuzione del campione per patrimonio in gestione / consulenza



I. Mercati emergenti: definizione e caratteristiche

I mercati emergenti hanno progressivamente conquistato un posto di tutto rispetto nei portafogli di investitori e distributori italiani: il 98% degli operatori intervistati ha un'esposizione a prodotti obbligazionari o azionari dei Paesi emergenti (spesso ad entrambi). Tuttavia, dare una definizione univoca di "mercati emergenti" o elencare quali Paesi possano essere classificati come tali risulta pressoché impossibile per gli intervistati.

"Definire in modo univoco i Paesi emergenti sarebbe riduttivo. Oggi, le definizioni usate in passato per classificarli stanno perdendo significato".

Si ravvisano, tuttavia, due approcci comuni alla gestione delle allocazioni nei mercati emergenti in base al livello di esperienza degli intervistati:

- Gli investitori o i distributori che si muovono a proprio agio in questo ambito non si affidano a una visione top-down dei mercati emergenti. Preferiscono adottare un processo di costruzione del portafoglio di tipo bottom-up, procedendo per singole regioni o Paesi. Chi, fra gli intervistati, adotta questo approccio comincia in genere da un punto di partenza standard, vale a dire i BRIC (anche se alcuni ritengono che questi quattro paesi non siano più emergenti), e vi aggiunge altre regioni di propria scelta (Europa orientale, America Latina ecc.) oppure Paesi specifici (Vietnam, Sudafrica, Corea, Indonesia ecc.).

"Gli investitori retail hanno ancora in mente i Paesi BRIC quando parlano di mercati emergenti. Personalmente, ritengo che dovremmo adottare una definizione più ampia, escludendo senz'altro l'OCSE, ma anche Brasile e Cina che ormai sono passati a uno stadio di sviluppo successivo. Rientrano nella definizione la maggior parte dei Paesi asiatici e dell'America Latina e alcuni Paesi africani".

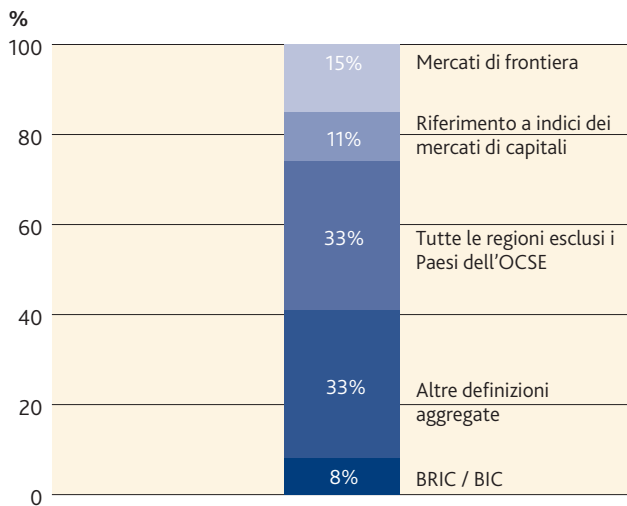
"I mercati emergenti sono Paesi che presentano lo stesso profilo elevato di rischio-rendimento e lo stesso potenziale di crescita. Nelle nostre analisi dobbiamo quindi procedere caso per caso".

- Gli intervistati con una minore esperienza nei mercati emergenti utilizzano un'altra definizione comune per identificarli ("tutte le regioni esclusi i Paesi dell'OCSE") oppure si affidano agli indici dei mercati di capitali.

"Considero mercati emergenti tutte le economie ad eccezione di quelle facenti parte dell'OCSE. Non concordo con la tendenza recente ad escludere Cina e Brasile dal gruppo delle economie emergenti, considerandoli Paesi già sviluppati, o gli stati africani poiché non lo sono abbastanza".

"Ritengo che tutti i Paesi non appartenenti all'OCSE possano rientrare a pieno titolo nella categoria delle economie emergenti".

**Figura 2 — Definizione di mercati emergenti
(% degli intervistati)**



L'11% del campione fa riferimento ai componenti di un indice dei mercati di capitali (generalmente l'indice MSCI Emerging Market) per stabilire quali Paesi possano essere considerati emergenti. Il 15% procede per esclusione in rapporto all'indice, da qui il concetto di "mercati di frontiera" che include i 21 Paesi non rappresentati nell'indice MSCI Emerging Market.

"Per costruire la nostra allocazione sui mercati emergenti, abbiamo fatto ricorso agli indici principali: JPMorgan MU e MSCI Emerging. A partire da qui, abbiamo creato una lista di 18 Paesi e li abbiamo suddivisi in tre gruppi: America Latina, EMEA e Asia".

"La mia definizione di Paesi emergenti è legata agli strumenti che coprono questi mercati. Ad esempio, in tempi recenti sono stati aperti nuovi fondi nei cosiddetti Paesi e mercati di frontiera. Personalmente, ritengo che le economie appartenenti a questa categoria rientrino perfettamente nel concetto di mercato emergente".

Il termine "BRIC" è stato coniato nel 2001 per designare i quattro paesi con le maggiori probabilità di sovraperformance. Da allora, sono stati fatti numerosi tentativi di imporre altre sigle, come BRICET, CIVET o Nil.

Finora, nessuna ha fatto presa nella mente degli investitori quanto la sigla "BRIC". È difficile impedire che una sigla efficace si diffonda ed è improbabile che l'abitudine a raggruppare i Paesi in categorie venga meno, anche se gli investitori sembrano guardare con crescente diffidenza a questo trend.

"La nostra definizione di mercati emergenti non coincide con alcuna etichetta predefinita. Li definirei semplicemente paesi con una economia in crescita. Facciamo però una distinzione in base alla regione di appartenenza: America Latina, Europa orientale, Nord Africa e Asia".

Punti chiave

- La definizione di mercati emergenti non è omogenea.
- Dopo la sigla BRIC sono state coniate molte altre abbreviazioni, ma finora nessuna ha avuto lo stesso successo.
- Il termine mercato emergente sembra essere sopravvissuto alla sua stessa utilità e questo vale anche per la sigla BRIC.
- Per distinguere i mercati emergenti, gli investitori sofisticati hanno coniato una propria definizione.

Pur non essendoci un reale accordo sulla definizione di mercati emergenti, la grande maggioranza degli intervistati (78%) ritiene che i Paesi emergenti condividano una serie di caratteristiche comuni sintetizzabili come segue: "fondamentali economici migliori dei mercati sviluppati". In breve, tali caratteristiche includono:

- Tasso di crescita maggiore ascrivibile a fattori demografici più favorevoli (ascesa della classe media che alimenta i consumi);
- Livelli di indebitamento ridotti, sostenuti da politiche accomodanti sul fronte monetario e dei tassi d'interesse;
- Credibilità crescente delle banche centrali;
- Miglioramento della corporate governance;
- Probabile apprezzamento delle valute nell'arco dei prossimi anni, anche se i *policy maker* si adoperano per regolamentare maggiormente il tasso di cambio;

"La questione delle valute è ineludibile per i Paesi emergenti. I governi stanno facendo il possibile per arginare la speculazione sui cambi e tenere alto il livello delle esportazioni. Ma prima o poi saranno obbligati a scendere a patti con le economie sviluppate e ciò comporterà un apprezzamento delle loro valute".

- Potenziale di crescita incentivato ulteriormente dal boom delle materie prime.

"La Russia ha una fonte eccezionale di reddito che finora non è stata pienamente sfruttata: il gas. È facile immaginare il potenziale di questa economia, senza neppure prendere in considerazione le risorse petrolifere".

Punti chiave

- Il 78% degli intervistati ritiene che i mercati emergenti abbiano fondamentali migliori dei mercati sviluppati.
- I Paesi emergenti destano l'interesse degli investitori poiché godono delle seguenti caratteristiche:
 - ✓ Fattori demografici positivi.
 - ✓ Solide prospettive di crescita.
 - ✓ Basso livello d'indebitamento.
 - ✓ Valute locali con un alto potenziale di apprezzamento.
 - ✓ Crescente indipendenza rispetto alle economie occidentali.
 - ✓ Riforme politiche ed economiche favorevoli.

La propensione verso le regioni emergenti è cresciuta sensibilmente dopo la crisi finanziaria del 2008.

Anche se la maggior parte degli investitori ha ridotto le proprie partecipazioni durante il periodo di crisi, le loro posizioni sono oggi decisamente più elevate rispetto al 2007.

“Gli investimenti nei mercati emergenti hanno conosciuto una forte battuta d’arresto prima della crisi, ma in seguito l’interesse per questi Paesi è aumentato sensibilmente grazie alla capacità di reazione che hanno saputo dimostrare”.

Secondo il parere della maggior parte degli investitori, il tanto atteso decoupling dei mercati emergenti e sviluppati, intempestivamente annunciato nel 2009, si è infine compiuto. E ne sono scaturite conseguenze dirette sui portafogli degli investitori (vedere la successiva Sezione IV).

II. La percezione dell’asset class: vantaggi e rischi secondo gli intervistati

I vantaggi dell’asset class

Parlando dei vantaggi che il debito emergente offre come asset class, gli operatori intervistati hanno evidenziato tre principali temi di investimento:

- Fonte aggiuntiva di alpha;
- Diversificazione dei portafogli di investimento;
- Opportunità interessanti di posizionamento sulle valute.

Il 79% degli intervistati considera l’asset class come una fonte aggiuntiva di alpha e altresì come uno strumento per diversificare il portafoglio.

“Ai miei clienti consiglio prodotti obbligazionari dei mercati emergenti poiché possono offrire rendimenti elevati. Anche la diversificazione gioca un ruolo importante, trattandosi di un elemento fondamentale in un portafoglio”.

Tuttavia, il 33% degli intervistati dichiara che questa asset class dovrebbe essere proposta essenzialmente agli investitori che hanno una propensione al rischio relativamente elevata.

“I nostri clienti hanno per la maggior parte un atteggiamento conservativo, non amano i rischi. Sono soddisfatti dei loro investimenti, anche se altri sono più remunerativi. Preferiamo quindi proporre investimenti nei mercati emergenti solo ai clienti con una elevata propensione al rischio”.

Per un certo numero di investitori, il debito emergente dovrebbe persino diventare un’asset class tradizionale.

“Prevedo che a breve gli investitori considereranno i mercati emergenti come gli Stati Uniti oggi, vale a dire uno dei tanti mercati disponibili con le sue caratteristiche peculiari nel quale possono agevolmente investire senza troppe difficoltà”.

Il 73% del campione è convinto che le obbligazioni dei mercati emergenti siano più inclini ad offrire rendimenti migliori nei prossimi tre-cinque anni rispetto alle obbligazioni dei mercati sviluppati, sia nel segmento dei titoli di Stato che in quello corporate.

“Un rischio più elevato di default in alcuni Paesi sviluppati contribuirà a ridurre lo spread sui rendimenti dei titoli di Stato fra mercati sviluppati ed emergenti, anche se in media le obbligazioni dei mercati emergenti dovrebbero continuare ad offrire rendimenti maggiori”.

Il secondo tema chiave di investimento è la diversificazione dei portafogli. Questo argomento risulta particolarmente rilevante nel contesto odierno, caratterizzato da tensioni sugli emittenti sovrani nell’Area Euro. Per il 78% degli intervistati, gli eventi che hanno recentemente interessato il debito sovrano nell’Eurozona (Grecia, Irlanda, Portogallo...) hanno incentivato la propensione degli investitori per i prodotti obbligazionari dei mercati emergenti. Oggi si fa ricorso con maggiore facilità agli emittenti dei Paesi emergenti poiché rappresentano un’alternativa interessante per diversificare i portafogli concentrati sino a poco tempo fa sulle obbligazioni in Euro.

“Di fronte agli eventi che hanno coinvolto di recente le emissioni sovrane in Euro, gli investitori hanno capito che era impossibile parlare di flight to quality pensando ai titoli di Stato europei. Abbiamo pertanto assistito a una rivalutazione dei rischi relativi associati alle economie emergenti rispetto a quelle europee. I mercati emergenti sono oggi considerati un’alternativa interessante per diversificare i portafogli”.

“I nostri clienti hanno capito che le obbligazioni dell’Eurozona non offrono garanzie e quindi preferiscono investire in Paesi che presentano gli stessi rischi, ma offrono rendimenti più elevati”.

“Dopo la crisi dell’Eurozona, i clienti vanno alla ricerca di nuove opportunità in altre aree geografiche. I mercati emergenti sono una di queste”.

Infine, il terzo tema di investimento segnalato è l’atteso apprezzamento delle valute dei Paesi emergenti. Gli investitori ritengono che le valute locali di questi Paesi aumenteranno di valore nel decennio a venire rispetto a quelle dei mercati sviluppati. Le recenti misure messe in campo dalle autorità pubbliche per rallentare gli afflussi di capitali speculativi nei Paesi emergenti di alto profilo come Brasile e Cile non smorzano l’entusiasmo degli investitori.

“Si è discusso molto riguardo all’evoluzione dei tassi di cambio nei Paesi emergenti. Personalmente, ritengo che la solidità dei fondamentali renda vani i tentativi dei governi di arginare la speculazione sui cambi”.

"L'apprezzamento delle valute locali è un problema non da poco per i Paesi emergenti: i governi stanno facendo il possibile per frenare e limitare il fenomeno, mantenendo elevato il livello delle esportazioni. Ma prima o poi saranno obbligati a scendere a patti con le economie sviluppate e ciò comporterà automaticamente un apprezzamento delle loro valute".

"Il trend di lungo termine punta indubbiamente verso l'apprezzamento delle valute nei mercati emergenti".

È opportuno rilevare che, a parere degli investitori, i policy maker corrono il rischio di restare sempre più invischiati in una contraddizione, stretti fra la volontà di smorzare la forza crescente delle valute e la minaccia dell'inflazione in aumento. L'innalzamento dei tassi di interesse per tenere sotto controllo i prezzi ha come diretta conseguenza quella di rendere ancora più allettanti le valute agli occhi degli investitori esteri.

"L'attuale tendenza ad aumentare i tassi di interesse per controllare l'inflazione (come in Vietnam, Corea o Thailandia) finirà per generare opportunità di carry trade in quei Paesi, contribuendo a rafforzare le rispettive valute".

Punti chiave

- Vantaggi principali di un investimento nel debito emergente
 - ✓ Fonte aggiuntiva di alpha.
 - ✓ Fonte di diversificazione, soprattutto dopo la crisi del credito nell'Eurozona.
 - ✓ Valute locali con valutazioni interessanti.

Rischi associati agli investimenti nel debito emergente

I rischi associati agli investimenti nel debito emergente sono compresi con chiarezza dagli investitori.

Il 62% degli intervistati dichiara di comprendere pienamente i rischi. Altri investitori necessitano di maggiori informazioni e training riguardo a questa opportunità.

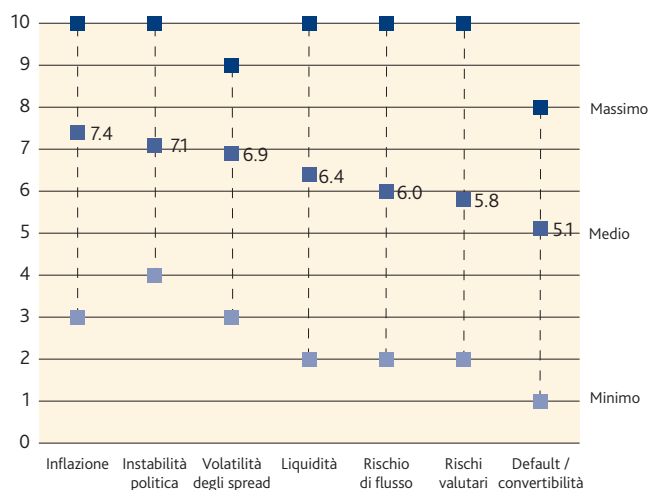
"Non mi sento a mio agio come sul mercato europeo, ma la mia conoscenza dei mercati emergenti è sensibilmente migliorata rispetto al passato".

"Comprendo i rischi associati ai Paesi emergenti, ma non credo che i clienti privati abbiano lo stesso grado di consapevolezza".

L'inflazione è attualmente in cima alla lista delle preoccupazioni degli intervistati e viene percepita come un fattore leggermente più critico dell'instabilità politica, anche dopo gli eventi in Tunisia ed Egitto.

Figura 3 – Valutazione dei diversi rischi connessi agli investimenti nel debito emergente

Classificazione dei rischi (in una scala da 1 a 10, dove 10 è il rischio maggiore)



"Il rischio posto dall'inflazione è il più pericoloso per le economie, ne soffriranno sia i mercati sviluppati che quelli emergenti. Non mi riferisco solo all'aumento dei prezzi delle materie prime. A preoccuparmi è anche l'iniezione di liquidità che ha registrato l'economia mondiale a partire dal 2008..."

"Per le economie emergenti, l'inflazione è ovviamente il fattore più critico. Anche se alcune regioni emergenti trarranno vantaggio dal rincaro delle materie prime, l'inflazione core resta una questione cruciale".

"I rischi geopolitici sono sempre esistiti nei Paesi emergenti e permangono ancora oggi. Anche se vengono spesso sottovalutati, in genere hanno effetti a breve termine sui mercati".

Nonostante il timore per l'inflazione, il campione intervistato non sembra particolarmente convinto dai nuovi fondi che investono in obbligazioni indicizzate all'inflazione dei Paesi emergenti.

"La maggior parte delle obbligazioni indicizzate all'inflazione dei Paesi emergenti vengono emesse in Brasile, non vedo quindi come si possa ottenere una diversificazione a livello geografico. Anche la liquidità è un problema per questo tipo di prodotti. Per quanto mi riguarda, preferisco acquisire una copertura parziale dall'inflazione acquistando quote di fondi a basso prezzo in valuta locale traendo vantaggio dal rialzo dei tassi di interesse".

È opportuno tenere presenti le difficoltà incontrate dagli intervistati nel valutare i rischi connessi agli investimenti nei Paesi emergenti come singola area. Questo ci riporta alla mancanza di una percezione univoca dei mercati emergenti. Gli investitori preferiscono fare un'analisi per singoli Paesi. Ciò potrebbe spiegare la notevole eterogeneità (deviazione standard elevata) dei risultati ottenuti dagli intervistati per i vari criteri di rischio sottoposti alla loro attenzione.

"I rischi, e in particolare quello di default, possono variare enormemente da un Paese all'altro. È molto difficile dare una valutazione globale. Ad esempio, il rischio di default nei Paesi asiatici è molto basso a causa degli alti tassi di risparmio fra la popolazione e l'avanzo dei conti pubblici che si registra ogni anno. Ma è un fattore di rilevanza maggiore nei Paesi latino americani".

Punti chiave

- L'inflazione è il primo timore degli investitori.
- In misura minore, sono stati citati come fattori critici l'instabilità politica, la volatilità e la liquidità.
- Gli investitori pensano che i rischi debbano essere analizzati per singoli Paesi.

I titoli di debito corporate dei mercati emergenti

In relazione al debito emergente, il 73% degli operatori esposti all'asset class fa una distinzione tra titoli di Stato e obbligazioni corporate. Le modifiche strutturali realizzate nel mercato delle obbligazioni corporate emergenti ne hanno fatto un'asset class accessibile e irresistibile nella quale il numero delle emissioni è in crescita.

Oltre il 60% degli operatori con esposizione al debito emergente detengono già investimenti in obbligazioni corporate. La percentuale cresce al 78% se si considerano i piani di investimento degli intervistati per il 2011.

"Ritengo che i prodotti obbligazionari corporate dei mercati emergenti rappresentino un'opportunità interessante: alcuni titoli corporate offrono rendimenti più allettanti rispetto agli USA, mentre i tassi di default sono a volte persino inferiori nei Paesi emergenti".

"Sono convinto che vi sia una maggiore capacità di crescita e sviluppo delle industrie e delle imprese nei mercati emergenti. Le valutazioni sono ancora interessanti. E l'offerta dei prodotti obbligazionari corporate in questi Paesi sta migliorando. Ritengo, però, che ci sia ancora strada da fare in termini di liquidità e diversificazione".

È altresì opportuno sottolineare che la maggior parte degli intervistati con esposizione al debito corporate emergente si avvale principalmente di prodotti ibridi (comprendenti titoli di Stato e obbligazioni corporate) e che solo gli investitori sofisticati, avvezzi a questo tipo di operazioni, utilizzano fondi obbligazionari corporate puri.

Gli investitori esprimono unanime apprezzamento per i progressi fatti in termini di corporate governance nei Paesi emergenti. Ma la maggior parte del campione li considera ancora insufficienti e lamenta la mancanza di trasparenza.

"Investiamo in obbligazioni corporate dei mercati emergenti, ma devo ammettere che ci preoccupa la mancanza di trasparenza e liquidità dei sottostanti. I governi devono ancora progredire nel campo del diritto societario".

Ciò potrebbe spiegare perché oltre la metà degli intervistati che utilizza prodotti obbligazionari dei mercati emergenti sia corporate che sovrani predilige i titoli di Stato, mentre solo il 25% ha esposizioni sovrappesate sul debito corporate poiché ritenuto una fonte promettente di alpha.

"Prediligiamo gli investimenti in titoli di Stato dei Paesi emergenti piuttosto che nel debito corporate degli stessi mercati. Ma ci avvaliamo anche di fondi obbligazionari dell'universo emergente che hanno esposizioni del tipo 10-90 o 20-80, con la quota minore investita in obbligazioni corporate. Se il gestore del fondo ha buone capacità, infatti, non vi è ragione per rinunciare. Compensiamo con la sua perizia la mancanza di trasparenza".

Sul fronte dei rating, il 67% degli intervistati tende a ritenere che le obbligazioni corporate dei mercati emergenti siano più rischiose delle obbligazioni emesse nei Paesi sviluppati aventi lo stesso rating.

Ciononostante, va precisato che tendenzialmente la maggior parte degli investitori non si affida ai rating per valutare il rischio. Preferiscono, invece, condurre analisi in proprio. La maggior parte dichiara che non si fida più delle agenzie di rating.

"Non ci affidiamo più alle agenzie di rating. Provvediamo per conto nostro alle analisi di rischio, ad esempio considerando gli spread sui CDS".

La gestione del rischio

La gestione del rischio per gli investimenti nel debito emergente è incentrata primariamente sulla diversificazione, come illustrato nella figura 4, dalla quale si evince che:

- La diversificazione geografica risulta la politica favorita;
- Un'altra strategia consiste nel diversificare la gamma di veicoli d'investimento e gestori patrimoniali impiegati (nella misura in cui adottino approcci diversi alla gestione del rischio).

"La nostra esposizione ai prodotti obbligazionari dei mercati emergenti è piuttosto consistente, provvediamo quindi a diversificare il rischio utilizzando un'ampia gamma di prodotti con processo di gestione, valuta o allocazione geografica differenti".

"La nostra priorità è diversificare l'esposizione in termini geografici per tutelarci dal rischio geopolitico".

Tenendo presente quanto detto sin qui, si rileva inoltre che il 42% degli intervistati dedica grande attenzione alla propria esposizione valutaria globale in relazione a tali investimenti e, pertanto, si adopera per differenziare le valute in cui i prodotti sono denominati anche se prevede un apprezzamento delle divise locali rispetto a quelle dei mercati sviluppati.

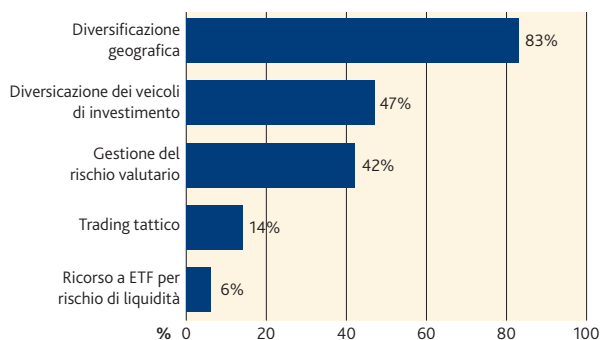
Per quanto riguarda il rischio valutario, le percezioni degli investitori sono piuttosto eterogenee e dipendono dal loro livello di competenza negli investimenti e dalla loro familiarità con i mercati emergenti.

Gli investitori maturi che dichiarano di avere sufficiente conoscenza e risorse gestiscono direttamente la propria esposizione valutaria. Pertanto, non sono riluttanti a utilizzare prodotti obbligazionari dei mercati emergenti denominati in valute locali al fine di ottenere profitti dal loro potenziale apprezzamento.

Gli investitori con una esperienza minore nel debito dei mercati emergenti tendono a non assumere rischi valutari (in particolare a fronte dell'instabilità politica come quella che caratterizza attualmente il mondo arabo). Preferiscono quindi i prodotti denominati in € o \$.

"Preferiamo investire in prodotti denominati in valuta locale. Poiché siamo convinti che la maggior parte delle valute dei Paesi emergenti aumenterà di valore rispetto a quelle dei mercati sviluppati e poiché siamo soliti gestire internamente la nostra esposizione globale ai cambi, prediligiamo questo tipo di prodotti. Per quanto riguarda il rischio valutario, non abbiamo una copertura perfetta. Intendiamo mantenere un'esposizione ai Paesi emergenti, più o meno importante in base alle condizioni di mercato".

Figura 4 — Strategie di gestione del rischio utilizzate dagli investitori



Nota: potendo selezionare più di una risposta, il totale è superiore al 100%.

I distributori meno sofisticati non vogliono correre questo rischio e dunque prediligono generalmente i prodotti in hard currency (\$ o €).

"Investiamo solo in fondi denominati in \$ o €. Pur prevedendo che le valute locali si apprezzeranno in futuro, non possiamo contare sulle informazioni che abbiamo riguardo alla politica monetaria. Non c'è trasparenza ed è quindi praticamente impossibile gestire un'eventuale esposizione ai cambi nel breve termine".

Punti chiave

- I rischi connessi agli investimenti nel debito emergente vengono gestiti principalmente tramite la diversificazione geografica e il ricorso a veicoli di investimento differenti.

III. Fattori chiave tendenti a incentivare gli investimenti nel debito emergente

Anche se l'asset class del debito emergente ha già guadagnato spazi significativi nei portafogli degli investitori e dei clienti privati nel corso degli ultimi anni, una serie di fattori potrebbe incentivare ulteriormente la propensione a investire.

Prevedibilmente, i clienti intervistati nel nostro campione di indagine spiegano che il primo fattore trainante della crescita sarebbe un incremento delle richieste di debito emergente da parte dei clienti, le quali a loro volta sarebbero favorite dai seguenti elementi:

- 1) Migliore comunicazione da parte della comunità dei gestori di fondi e migliore copertura mediatica dei prodotti obbligazionari dei mercati emergenti.
- 2) Un contesto economico e politico più benevolo.
- 3) Attività formative di approfondimento erogate dai gestori patrimoniali a clienti privati e distributori.
- 4) Un'offerta migliore in termini di prodotti.

Alla luce degli eventi che hanno scosso di recente il mondo arabo, il 48% del campione ritiene che migliori condizioni di mercato (valutazioni inferiori e minore volatilità) avrebbero un impatto positivo sulle allocazioni nel debito emergente.

"Potrei decisamente aumentare i miei investimenti nel debito dei mercati emergenti in presenza di una situazione più stabile e di una volatilità minore".

"Sono in attesa di una correzione del mercato per aumentare la mia esposizione. Le valutazioni non sono così allettanti al momento, anche se permane un potenziale effettivo di apprezzamento a lungo termine".

Il 20% degli intervistati ritiene che una copertura migliore da parte di testate giornalistiche e media finanziari aiuterebbe gli investitori privati a conoscere meglio l'universo del debito emergente e i rischi associati all'investimento.

"A mio avviso, vi è un ampio margine di miglioramento sul fronte della comunicazione e della trasparenza offerte dai gestori patrimoniali. L'organizzazione potrebbe essere migliorata. Ad esempio, è difficile per il cliente capire le scelte che riguardano le valute e le politiche di copertura dei fondi obbligazionari dei mercati emergenti".

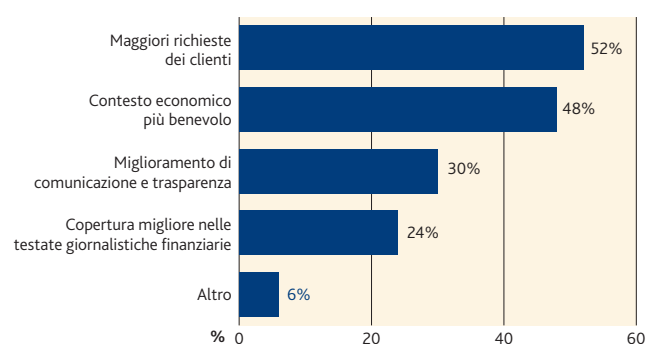
"Devo ammettere che una migliore copertura mediatica inciderebbe indirettamente sulla mia propensione per questi prodotti. Più i clienti leggono e sanno a proposito di queste opportunità, più cresce il loro interesse".

L'erogazione di attività formative per approfondire l'argomento sembra essere la soluzione ideale per i distributori che non ritengono di avere una conoscenza sufficientemente ampia del debito emergente. Un intervento in questo senso potrebbe accelerare la loro apertura verso l'asset class.

"Manca una sufficiente conoscenza dei prodotti dei mercati emergenti e soprattutto di quelli obbligazionari. I gestori patrimoniali dovrebbero promuovere attività formative poiché conoscono perfettamente l'asset class e i rischi connessi agli investimenti. Sarebbe positivo per tutti. È più facile vendere un prodotto a un cliente quando lo si comprende a fondo".

"La questione centrale è che i nostri clienti non hanno conoscenze finanziarie sufficienti. Inoltre, hanno un atteggiamento conservativo. I consulenti per primi dovrebbero essere meglio istruiti sull'argomento e quindi trasmettere le loro conoscenze ai clienti finali".

Figura 5 – Fattori tendenti ad aumentare l'interesse degli investitori



Nota: potendo selezionare più di una risposta, il totale è superiore al 100%.

Infine, gli operatori più sofisticati fra gli intervistati dichiarano che un miglioramento dell'offerta sul debito corporate dei mercati emergenti aumenterebbe la loro propensione all'investimento. Ad esempio, potrebbero diversificare più facilmente la gamma di prodotti utilizzati in termini di duration e settori.

A questo punto del processo di sviluppo del debito emergente, la questione è se l'asset class sarà effettivamente in grado di diventare un investimento tradizionale per i clienti privati, incrementando così automaticamente i flussi di sottoscrizioni.

Punti chiave

- Migliori condizioni di mercato avrebbero un impatto positivo sulle allocazioni nel debito emergente.
- Una migliore copertura dei prodotti obbligazionari dei mercati emergenti nelle testate giornalistiche finanziarie e una migliore comunicazione da parte dei gestori patrimoniali (e dei distributori) aumenterebbe l'interesse degli investitori finali nei confronti dell'asset class.
- Un'offerta più ampia di prodotti obbligazionari corporate dei Paesi emergenti potrebbe alimentare ulteriormente la propensione per questa asset class.
- Sia i clienti finali che i loro consulenti sono interessati a sviluppare le loro conoscenze in merito.

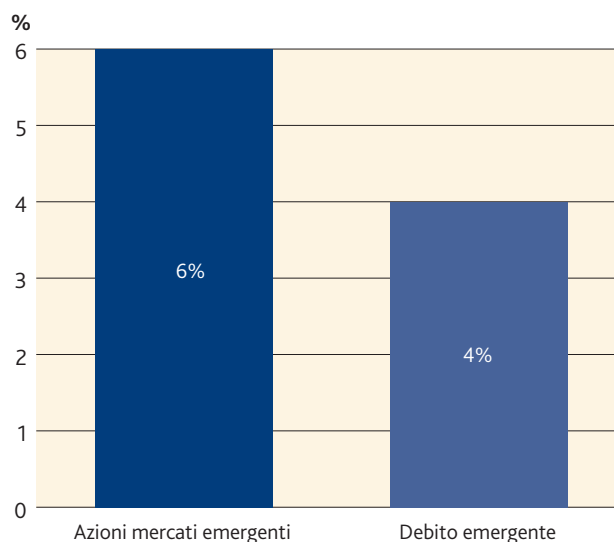
IV. Le allocazioni nel debito emergente

Le allocazioni nei Paesi emergenti (azioni e obbligazioni)

I prodotti dei mercati emergenti rappresentano il 10% circa del patrimonio totale in gestione o consulenza degli istituti nel campione intervistato (considerando congiuntamente azioni e obbligazioni).

Storicamente, le azioni hanno rappresentato la parte più consistente delle allocazioni sugli asset dei mercati emergenti. Ma negli ultimi anni, il trend sembra aver invertito la rotta e non è improprio dire che i prodotti obbligazionari oggi competono su un piano di quasi parità con le azioni poiché rappresentano il 4% dei portafogli in gestione /consulenza (cfr. figura 6).

Figura 6 – Allocazioni nei Paesi emergenti (in % sui portafogli in gestione / consulenza)



Il 75% dei gestori di portafoglio intervistati sono esposti al debito emergente. Ciò conferma che l'asset class sta riscuotendo effettivi consensi fra gli investitori istituzionali.

Il motivo principale (39%) per cui i gestori patrimoniali o i consulenti finanziari non utilizzano i prodotti obbligazionari dei mercati emergenti consiste nel fatto che l'asset class non è rappresentata nelle linee d'investimento offerte ai clienti.

Tra i 14 intervistati che finora non hanno acquisito esposizione all'asset class, un terzo dichiara che potrebbe mutare parere nel 2011, a condizione che:

- Il contesto economico offra opportunità di market timing per i prodotti obbligazionari;
- La situazione politica nel mondo arabo e in America Latina diventi più stabile.

"Non abbiamo più alcuna esposizione al debito emergente. Abbiamo effettuato le prese di profitto al termine dello scorso anno. Ora siamo in attesa di individuare nuovi punti d'ingresso interessanti".

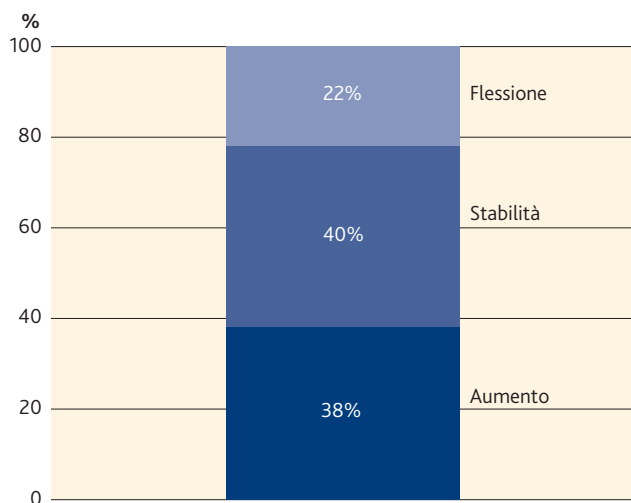
L'ammontare netto investito in prodotti obbligazionari dei mercati emergenti dagli investitori istituzionali nel 2010 rispecchia anche il processo di maturazione dell'asset class. Dei 33 intervistati che hanno accettato di condividere l'informazione, 30 istituti hanno registrato un afflusso netto positivo nel debito dei mercati emergenti superiore ai € 500 milioni complessivi.

Tre intervistati hanno ridimensionato le proprie allocazioni nel corso del 2010, cristallizzando i profitti e proteggendo il portafoglio dal rischio di una potenziale bolla delle valutazioni.

"A gennaio, abbiamo ridotto le nostre posizioni a causa del crescente rischio di inflazione. Inoltre, temiamo una possibile bolla su questa tipologia di investimenti. Preferiamo prendere una piccola pausa e muoverci con cautela, ma torneremo a investire, probabilmente quest'anno o in seguito poiché, sebbene il rischio di inflazione sia reale, si tratta di un problema temporaneo legato all'aumento dei prezzi delle materie prime. Le banche centrali hanno agito molto bene nell'ultimo decennio riuscendo a controllare questo rischio".

La maggior parte degli intervistati pensa di aumentare o mantenere stabile la propria allocazione sul debito emergente nel 2011.

Figura 7 — Piani di investimento 2011 (% di intervistati)



"Penso che gli investimenti nel debito emergente rimarranno più o meno stabili nel 2011. Questa asset class dovrebbe continuare a rappresentare una buona fonte di alpha, ma in questo momento non è la più allettante".

"Ravviso un potenziale di crescita per questi investimenti nel 2011. Ci sono ancora investitori italiani convinti di avere perso una buona occasione e intenzionati a investire nel debito emergente, anche se non sono convinto che il market timing sia quello ideale".

Punti chiave

- La maggior parte degli intervistati (98%) investe in prodotti dei mercati emergenti.
- Il 75% di loro si avvale di prodotti obbligazionari.
- Le azioni dei mercati emergenti rappresentano circa il 6% dei portafogli.
- Il debito emergente rappresenta il 4% delle allocazioni.

Modelli di allocazione sul debito emergente

Per l'asset class del debito emergente coesistono due modelli diversi di allocazione:

- Nel primo modello, il debito emergente appartiene all'asset class globale dei mercati emergenti (che include azioni e obbligazioni). Il 36% degli intervistati adotta questo modello e utilizza solo fondi specializzati in titoli di debito.

"La nostra rete di promotori considera tuttora il debito emergente come parte dell'asset class dei mercati emergenti, che richiedono un approccio diverso da tutti gli altri".

- Nel secondo modello, il debito emergente rappresenta una quota delle allocazioni sul reddito fisso: il 64% degli investitori con esposizione ai titoli obbligazionari dei mercati emergenti segue questo approccio. Fra di essi, è possibile distinguere due ulteriori sottogruppi:
 - Meno del 10% di loro ha un'esposizione indiretta al debito emergente acquisita solo tramite prodotti globali del reddito fisso, poiché questi investitori non si sentono perfettamente a proprio agio nell'asset class.
 - La restante quota considera il debito emergente come un'asset class ormai tradizionale oppure secondaria e si avvale esclusivamente di prodotti puri. È opportuno rilevare che, a fronte dello sviluppo registrato dall'asset class negli ultimi anni, questo approccio sembra guadagnare consensi fra i distributori italiani.

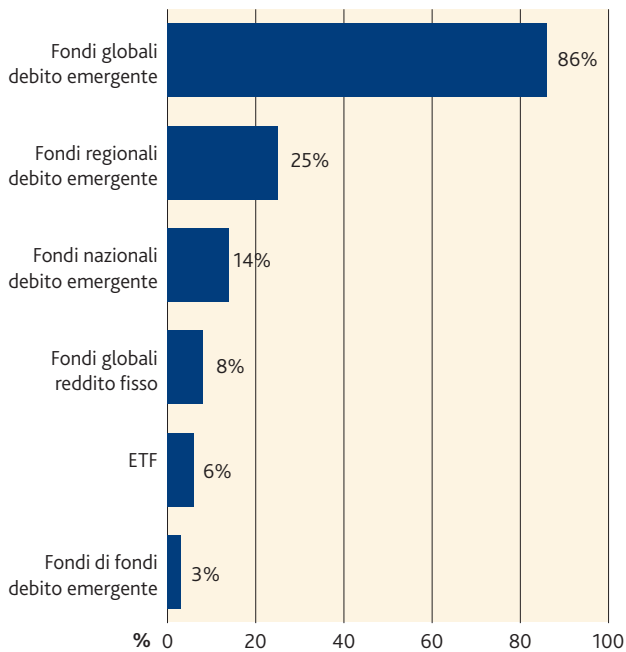
"I prodotti obbligazionari dei mercati emergenti sono ancora considerati secondari all'interno del nostro portafoglio. Non sono diversi da tutti gli altri prodotti high yield".

"Anche se non rappresenta una quota elevata del nostro portafoglio, il debito emergente è considerato una vera e propria asset class. Conduciamo ricerche specifiche al suo interno".

Prodotti di investimento e strategie di gestione

L'evoluzione dei modelli di investimento e la crescente specializzazione degli investitori spiegano l'elevata percentuale di fondi incentrati sul debito dei mercati emergenti utilizzati per investire nell'asset class. Gli investitori italiani hanno una netta predilezione per i prodotti puri, con un orientamento globale e, in misura minore, regionale. I fondi globali del reddito fisso rappresentano oggi una strategia marginale per accedere all'asset class.

Figura 8 - Prodotti di investimento utilizzati



Nota: potendo selezionare più di una risposta, il totale è superiore al 100%.

"Investiamo in obbligazioni dei mercati emergenti principalmente per mezzo di fondi globali puri. Tuttavia, stiamo osservando attentamente i prodotti a vocazione regionale poiché siamo intenzionati ad assumere posizioni in alcune aree specifiche. Ritengo, però, che l'offerta di questi prodotti potrebbe essere migliorata".

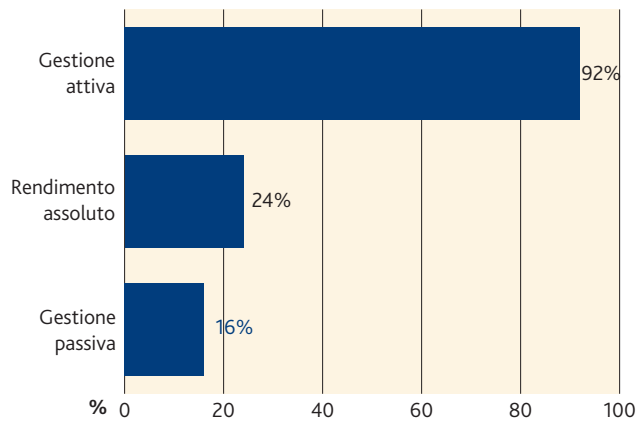
"Avrei voluto investire in fondi specializzati nel debito emergente di determinati Paesi, ma sfortunatamente l'offerta lascia a desiderare. Quindi, utilizzo soprattutto prodotti globali puri".

Tra i fondi specializzati nel debito emergente, gli investitori cercano soprattutto portafogli con gestione attiva e rendimenti assoluti piuttosto che prodotti a gestione passiva o ETF che replicano indici.

Gli intervistati sono propensi a cogliere il valore aggiunto offerto dai gestori patrimoniali attivi in questa asset class poiché riconoscono di non possedere le capacità per effettuare autonomamente l'allocazione geografica e la selezione degli emittenti.

"Per gli investimenti nel debito emergente, preferiamo utilizzare prodotti attivi con un orientamento globale, poiché non abbiamo la competenza interna e le capacità di ricerca necessarie per definire le allocazioni. Preferiamo affidarci ai gestori di portafoglio che di solito hanno un lungo track record nel settore e conoscono perfettamente tutti i mercati. In genere, sono molto proattivi e adattano rapidamente le allocazioni al mutare delle condizioni di mercato".

Figura 9 - Strategie di gestione privilegiate per il debito emergente



Nota: potendo selezionare più di una risposta, il totale è superiore al 100%.

"Attualmente, ci avvaliamo solo di gestori attivi per il debito dei mercati emergenti. Non siamo affatto contrari all'uso di prodotti passivi, ma lo faremo solo quando gli indici saranno maggiormente diversificati, al contrario di quanto accade oggi".

Punti chiave

- Gli intervistati utilizzano principalmente prodotti puri specializzati nel debito emergente.
- Una consistente maggioranza del campione predilige i prodotti a gestione attiva.

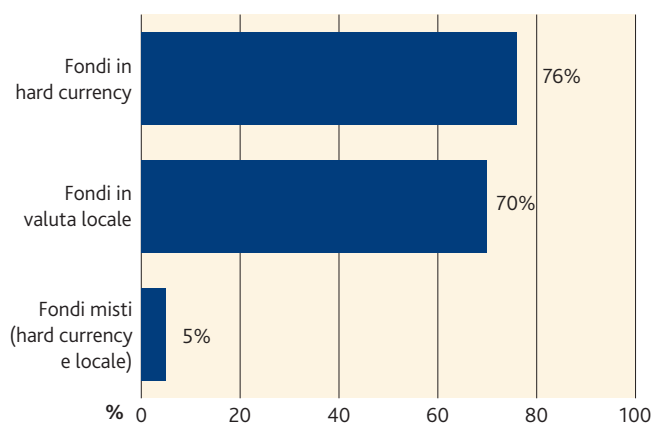
Sul fronte delle valute, la maggior parte degli investitori istituzionali utilizza prodotti denominati sia in hard currency (\$ o €) che in valute locali. Questa scelta dimostra ulteriormente che la diversificazione viene considerata lo strumento principale per la gestione del rischio (come illustrato nella sezione II).

Tuttavia, circa il 30% degli intervistati utilizza solo fondi in valuta locale, mentre il 25% opta esclusivamente per fondi in \$ o €.

Questa circostanza si spiega con il fatto che, pur confidando nel potenziale di apprezzamento delle valute, gli investitori non vogliono assumersi il rischio di cambio quando non dispongono della competenza interna per gestirlo.

"Distribuiamo prodotti obbligazionari dei mercati emergenti sia in valuta locale che in hard currency, in percentuali pressoché uguali. Molto dipende dall'esperienza o dal profilo di rischio dell'investitore: alcuni sono più conservativi e scelgono le hard currency, altri invece preferiscono rendimenti più rischiosi e optano per le valute locali".

Figura 10 – Tipologie di fondi utilizzati per denominazione delle valute



Nota: potendo selezionare più di una risposta, il totale è superiore al 100%.

"Investiamo in fondi obbligazionari dei mercati emergenti denominati sia in hard currency che locali. Il 60% circa è in valuta locale e comprende principalmente titoli di Stato, ma senza copertura poiché intendiamo cogliere l'apprezzamento valutario. Purtroppo la scelta di obbligazioni corporate è estremamente limitata dato che le società emettono titoli soprattutto in hard currency".

I criteri di selezione

Prevedibilmente, quando gli investitori cercano un prodotto obbligazionario dei mercati emergenti, si concentrano innanzitutto sul track record del fondo. Prestano attenzione anche alle capacità storiche del gestore (nell'asset class del debito emergente) e al processo di gestione del fondo.

Un terzo degli intervistati considera la presenza locale nei mercati emergenti come un ulteriore vantaggio competitivo dei provider di fondi, anche se altri sostengono che questo requisito non sia obbligatorio.

"La presenza locale non è così importante. Non credo che un analista a Singapore conosca meglio una determinata società cinese rispetto a un analista che lavora a Londra".

Le società di gestione patrimoniale specializzate godono di un vantaggio competitivo poiché in genere soddisfano i seguenti criteri:

- Lunga esperienza negli investimenti sia sui mercati azionari che obbligazionari dei Paesi emergenti;
- I gestori di portafoglio vantano un track record consolidato di investimento nel debito dei mercati emergenti attraverso numerosi cicli di mercato;
- Hanno risorse numerose, team stabili di analisti con grande esperienza che coprono tutti i Paesi.

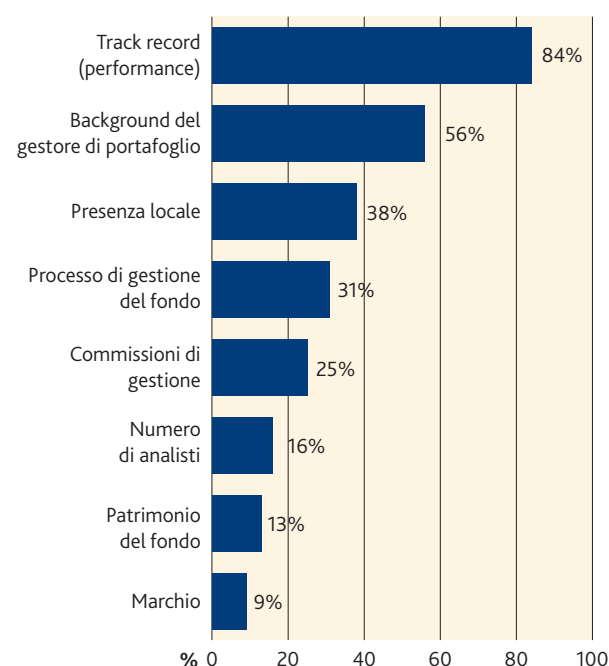
Il marchio risulta essere un fattore meno importante nel processo di selezione.

"Essere una società globale con uffici nella maggior parte dei Paesi apre ad opportunità che possono essere sfruttate in qualsiasi momento della giornata, poiché l'azienda ha sempre qualche gestore di portafoglio in attività".

"Quando ricerco prodotti obbligazionari dei mercati emergenti, mi concentro innanzitutto sul track record, il numero di anni di esperienza nel settore, il background del gestore di portafoglio e il numero degli analisti. La mia decisione finale si basa sulle commissioni di gestione e l'approccio alla gestione del rischio adottato dal fondo".

"Quando selezioniamo un gestore patrimoniale, ne analizziamo la struttura: come opera, qual è il regolamento del fondo, chi sono i componenti del team e quale processo di gestione adottano".

Figura 11 - Criteri di selezione dei gestori patrimoniali



Nota: potendo selezionare più di una risposta, il totale è superiore al 100%.

"L'abilità del gestore patrimoniale nel garantire un buon livello di apertura e trasparenza nell'ambito di una partnership commerciale è estremamente importante e lo è ancora di più su questi mercati".

Il livello delle commissioni di gestione risulta relativamente eterogeneo per gli investitori intervistati. Di media si attestano sull'1,1%.

Appendice - Biografie degli autori

Ludovic Lanthier

È un consulente senior di Image & Finance incaricato di realizzare indagini di mercato internazionali e progetti di consulenza. Prima di entrare nel team di Image & Finance, ha lavorato come analista di fondi presso SGAM AI e altresì come trader in derivati presso Société Generale e Dexia a Londra. È in possesso di due titoli di laurea conseguiti presso EM Lyon e HEI Lille.

Matteo Bosco

E' Country Head per l'Italia di Aberdeen Asset Management. In precedenza ha maturato una lunga esperienza in Credit Suisse, prima a Zurigo nel Corporate and Investment Banking e successivamente, dal 2001 al 2009, a capo della divisione Asset Management per l'Italia.

Informazioni importanti

Le informazioni di cui sopra hanno finalità strettamente informative e non vanno intese come offerta o invito alla compravendita di qualsivoglia investimento ivi menzionato e non costituiscono raccomandazioni di investimento ai sensi della direttiva 2003/125/EC. Aberdeen Asset Managers Limited ("AAML") non garantisce l'accuratezza, l'adeguatezza o la completezza delle informazioni e delle documentazioni contenute nel presente documento e nega espressamente ogni responsabilità per errori o omissioni inerenti a tali informazioni o documentazioni. Ogni ricerca o analisi impiegata ai fini della redazione del presente documento è stata fornita dal Gestore per suo uso interno e può essere stata adattata per le sue finalità specifiche. I risultati così ottenuti vengono resi disponibili in modo del tutto fortuito e non si garantisce l'accuratezza delle informazioni. Alcune delle informazioni di cui al presente documento possono contenere proiezioni o altre dichiarazioni previsionali riguardanti eventi futuri o i futuri risultati finanziari di paesi, mercati o società. Tali dichiarazioni non costituiscono che previsioni, pareri o valutazioni di natura generale; i dati e i risultati effettivi possono divergere significativamente. I lettori sono tenuti ad elaborare una valutazione personale sulla rilevanza, sull'accuratezza e sull'adeguatezza delle informazioni contenute nel presente documento e ad effettuare ogni ulteriore ricerca indipendente che potranno ritenere necessaria o adeguata ai fini di tale valutazione. Ogni parere o valutazione contenuta nel presente documento ha natura generale e non va considerata dal lettore quale consulenza. Il Gestore, così come ogni suo agente non hanno prestato alcun riguardo, né hanno effettuato a titolo individuale o collettivo alcuna ricerca in relazione agli obiettivi di investimento, alla situazione finanziaria e alle esigenze specifiche del lettore, di una data persona o di un dato gruppo di persone. Di conseguenza, non si rilascia qualsivoglia garanzia e non si accetta qualsivoglia responsabilità per ogni perdita risultante, direttamente o indirettamente, dal comportamento del lettore e di ogni persona o gruppo di persone a seguito di qualsiasi informazione, opinione o valutazione contenute nel presente documento. Il Gestore si riserva in ogni momento il diritto di apportare modifiche e correzioni alle opinioni da esso espresse nel presente documento, senza alcun preavviso.

Documento redatto e approvato da Aberdeen Asset Managers Limited, società autorizzata e regolamentata dall'Autorità di vigilanza finanziaria nel Regno Unito. In Italia AAML opera tramite Aberdeen Asset Managers Limited – Filiale italiana, con sede legale in Via San Vittore al Teatro 3, IT 20123, Milano autorizzata da CONSOB in data 1 luglio 2009; codice fiscale e registro imprese di Milano: 97529450153; R.E.A. Milano: 1906296. Iscritta al n. 77 dell'Elenco CONSOB.

Aberdeen Asset Management

www.aberdeen-asset.it

© Aberdeen Asset Management

E' vietata la riproduzione elettronica o a stampa del presente documento in qualsiasi sua parte senza il preventivo consenso scritto di Aberdeen Asset Management.

2504682

