

MARCO SOZZI**AcomeA**

Marco Sozzi fa parte della squadra di AcomeA fin dall'esordio di questa realtà nel 2010 e, accanto ad Alberto Foà, è co-gestore dei fondi Obbligazionari, Total Return e Flessibili. Ha oltre 15 anni di esperienza sui mercati finanziari ed ha iniziato la sua carriera occupandosi della gestione di Fondi di Fondi e di Gpf, ponendo particolare attenzione alle strategie di asset allocation e alla gestione del rischio di portafoglio. È poi passato alla gestione dei portafogli obbligazionari, diventando responsabile di un fondo specializzato in corporate bond. Ha nel tempo approfondito ampliato le sue competenze sui mercati finanziari occupandosi di obbligazioni di Paesi Emergenti, contratti derivati e valute.



Gestore obbligazionario



«Accettare la volatilità dei bond emergenti»

Questi paesi a breve possono perdere ma nel lungo termine sono una scelta razionale

Isabella Della Valle

■ Come si presenta lo scenario dei bond nel 2016? Sarà ancora così forte il ruolo delle banche centrali?

Il ruolo delle banche centrali nei paesi sviluppati sarà ancora determinante e, benché pare che esse stiano assumendo un mandato implicito di vigilanza sulla stabilità dei mercati finanziari, il rischio di errori di policy e di reazioni imprevedibili dei mercati è assai alto; lo si è visto più volte con le reazioni agli annunci della Fed e, in Europa, con la delusione delle aspettative sulla riunione Bce del 3 dicembre scorso. Insomma, nei paesi sviluppati siamo da tempo in un difficile contesto di tassi bassi e manipolati, in cui le valutazioni fondamentali e i semplici calcoli di convenienza non trovano adeguato spazio: le obbligazioni con rendimenti negativi, una contraddizione in termini, ne sono l'icona migliore.

Ci sono più potenzialità di rendimento sui corporate o sui governativi?

I livelli dei tassi di interesse sui titoli governativi sono tra i più bassi mai raggiunti, mentre i differenziali di rendimento offerti dai titoli societari investment grade sono interessanti, benché non costituiscano delle vere occasioni. Se si vuole dare fiducia alla riuscita del Qe europeo e alla tendenza alla riduzione dell'indebitamento nel settore delle imprese, ci sono più opportunità sui corporate. Tuttavia, la nostra scelta di tenere un'esposizione moderata sul credito viene da una constatazione ancor più semplice: nel mondo occidentale i tassi di interesse sono ai minimi proprio nel periodo in cui il livello dell'indebitamento (pubblico e privato) è ai massimi: non è certo una situazione che può rendere tranquilli i creditori.

Qual è la parte obbligazionaria con i rischi maggiori?

I rischi maggiori sono quelli non incorporati nei prezzi. I livelli dei tassi e gli spread di rendimento tra gli emittenti riflettono una situazione spiacevole: sono poco dipendenti dai fondamentali e troppo dalla mano visibile delle banche centrali. Un altro problema è l'incongruità tra l'apparente cieca fiducia nelle banche centrali e la sfiducia di fatto nella riuscita

dei loro programmi meno ortodossi. Non ci limitiamo a considerare il fatto che la spesa per investimenti reali sia su livelli bassissimi o il fatto che nelle nostre economie più tassi sono bassi più il tasso di risparmio aumenta. Notiamo anche che le break-even inflation (che sono i tassi attesi di inflazione) siano non solo prossime ai minimi storici, ma anche sotto l'obiettivo di inflazione delle banche centrali. Sono situazioni che hanno contribuito a convincerci che i prezzi dei titoli non incorporino gli effetti della possibilità di una normalizzazione dei tassi. L'assenza di remunerazione per questi rischi che possono manifestarsi al di là dell'orizzonte temporale più vicino è una pericolosa mancanza e questi prezzi comportano rischi che preferiamo non assumere.

Quindi come impostate la politica di investimento?

Il modello di gestione di AcomeA reagisce alle valutazioni che facciamo sui prezzi e non agisce in base a previsioni. Abbiamo avuto un anno difficile sui bond, ma siamo sicuri che il nostro posizionamento costituisca un utile elemento di diversificazione nel portafoglio posizionati sul consensus di mercato e soprattutto sia in grado di proteggere da rischi che non sono opportunamente considerati, potendo dare soddisfazioni in cui il mercato in questo momento non crede.

E da un punto di vista geografico?

La scelta più razionale è accettare la volatilità e le perdite di breve/medio periodo che si possono incontrare investendo nei Paesi Emergenti perché le vulnerabilità e i rischi sono in gran parte conosciuti dagli operatori e prezzati dai mercati: gli effetti del rallentamento della Cina, il calo del prezzo delle materie prime, la forza del dollaro, i rischi geopolitici, l'arretratezza delle infrastrutture locali, gli scandali politici, la necessità di riforme sociali e di un nuovo modello di sviluppo economico, tanto per citarne alcuni. Pensiamo però anche all'effetto benefico che la svalutazione delle monete di questi paesi ha sulla loro bilancia commerciale: è chiaro che nel breve ne soffrono gli effetti, ma occorre ricordare che questa è una delle medicine giuste per l'aggiustamento di queste economie. Al contrario molti fingono di non vedere che i prezzi della attività dei paesi sviluppati sono prossimi ai massimi storici senza che ci siano motivi

fondamentali da giustificare la loro sostenibilità. Si tratta di scegliere se si vuole tenere in mano il cerino offerto dalle attività dei paesi sviluppati o accostarsi al fuoco di quelle dei Paesi Emergenti: in entrambi i casi occorre cautela, ma il rapporto rischio/rendimento – e l'effetto del passare del tempo per chi le detiene – sono del tutto differenti.

Che spazio ha l'Italia nei vostri portafogli?

I titoli di Stato e alcuni titoli bancari senior a breve scadenza, rappresentano una riserva di attività che consideriamo liquide e che è a disposizione per effettuare investimenti ove riteniamo che i rischi siano meglio remunerati.

High Yield e convertibili: cosa ne pensate?

Le valutazioni del settore high yield, sia in termini di spread, sia in relazione al livello di indebitamento delle società, non sono attraenti e quindi preferiamo non avere esposizione, a parte alcune situazioni particolari. Ci sono opportunità in alcune obbligazioni convertibili a basso delta, ma la liquidità non è sempre molto elevata e non le riteniamo adeguate alle necessità dei nostri fondi che hanno una gestione molto attiva.

Se dovesse dare un suggerimento a un investitore con una media propensione al rischio e un orizzonte temporale di 5 anni, quali emissioni indicherebbe?

Suggerirei l'investimento in un paniere assai ben diversificato di titoli di paesi emergenti, il cui peso nel portafoglio complessivo deve essere commisurato alla capacità di sopportare la volatilità che accompagnerà questi paesi nella fase di transizione che stanno vivendo. Ritengo però che tale volatilità sarà adeguatamente remunerata.



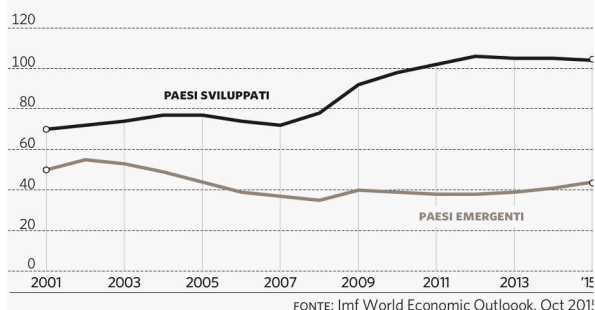
Una società slegata dai gruppi bancari

AcomeA Sge è una società indipendente da gruppi bancari, nata dall'iniziativa di un gruppo di investitori con una lunga esperienza: Alberto Foà, Giordano Martinelli, Roberto Brasca e Giovanni Brambilla. La società ha un approccio value contrarian, un metodo consolidato e più volte confermato da prestigiosi riconoscimenti. L'offerta di prodotti è composta da 14 fondi comuni d'investimento e da mandati individuali. AcomeA si pone da sempre l'obiettivo di proporre servizi che avvicinino la finanza al risparmiatore, abbattendo le barriere che caratterizzano il settore.

LA PANORAMICA

L'andamento

Debito pubblico. In % del Pil

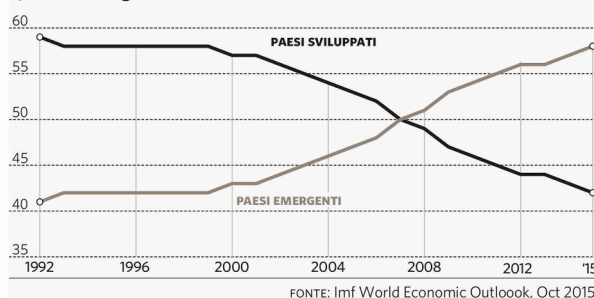


Il comparto dei Paesi Emergenti, come per altro quello dei Paesi Sviluppati, non costituisce un insieme con caratteristiche omogenee sotto il punto di vista macroeconomico, politico e sociale. Ciò nonostante, è utile riflettere non solo sul fatto che il peso del debito in termini di rapporto con il PIL sia meno elevato nei Paesi Emergenti, ma

anche che la maggior parte della crescita economica mondiale avviene al di fuori dei Paesi sviluppati. Ultimamente ci sono state alcune importanti analisi (citiamo il 16° "Geneva Report on the World Economy" e il rapporto sul debito del McKinsey Global Institute) alla luce dei quali è bene ponderare l'adeguatezza dei tassi di interesse dei nostri Paesi

L'incidenza

Quota % su Pil globale



Le emissioni

PAESE	EMITTENTE	DIVISA	ISIN	CEDOLA
Indonesia	Governativo	IDR	IDG000010802	8,375
Sud Africa	Governativo	ZAR	ZAG000077488	6,5
Supra (Turchia)	Sovranazionale	TRY	XS0318345971	0
Russia	Governativo	RUB	RU000A0JTK38	7,05
Russia	Corporate	EUR	XS0893212398	4,032
Messico	Governativo	MXN	MX0MGO0000R8	7,75
Brasile	Governativo	BRL	BRSTNCNTF170	10
Brasile	Corporate	EUR	XS0982711714	4,75

Nota: dati al 29/12/2015

Presentiamo alcuni dei titoli che deteniamo in portafoglio e che sono riferiti a Paesi che incorporano in più ampia misura i rischi che si incorrono investendo in essi. Ciò è particolarmente vero per i titoli in divisa locale, benché sui titoli in divisa "forte", ci siano stati recenti episodi di vendite generalizzate che, in base alla metodologia di AcomeA,

hanno invece fornito buone opportunità di acquisto. Il comparto dei Paesi Emergenti consente in ogni caso scelte di allocazione che possono essere graduate in base al paese, al tipo di emittente, alla scadenza, alla divisa di denominazione. Ovviamente questi titoli devono essere valutati nel contesto di un portafoglio assai ben diversificato