

## I rischi politici pesano ancora sui mercati

Nicola Borzi

La tenuta dell'Europa passa per la tenuta dell'euro. Il presidente della Banca centrale europea Mario Draghi lo ha spiegato di nuovo nei giorni scorsi al Parlamento europeo. Ma se prima del recente voto sul presidente degli Stati Uniti i rischi di natura politica che agitano i mercati venivano solo dai timori di vittoria dei partiti populistici nelle prossime tornate elettorali europee, dopo che l'8 novembre i cittadini statunitensi hanno mandato alla Casa Bianca Donald Trump ora provengono anche da Washington. Nei giorni scorsi ha fatto scalpore la dichiarazione del capo del Consiglio per il commercio dell'Amministrazione Usa, Peter Navarro, secondo il quale la Germania manipola il cambio dell'euro sul dollaro per sostenere le sue esportazioni. Un attacco come non se ne erano visti da decenni che ha spinto il presidente della Bundesbank, Jens Weidmann, a rispondere definendo «assurda» questa affermazione e sostenendo che le cause della forza del dollaro consistono nella ripresa economica americana e anche negli annunci di politica economica protezionista lanciati proprio da Trump.

Queste dichiarazioni, con le mosse che sottendono, si sono unite al clima di tensione europeo per i prossimi appuntamenti elettorali dell'eurozona. Scadenze che da inizio anno sono un driver fondamentale per gli spread all'interno dell'area della moneta unica.

» pag 3

© RIPRODUZIONE RISERVATA

### ALL'INTERNO

#### BORSE USA

Chi resiste al dollaro forte

» Redaelli pagina 11

#### BOND BANCARI

Tensioni sui subordinati

» Borzi pagina 13

#### ARBITRO BANCARIO

Nel mirino c'è il «quinto»

» Criscione pagina 19

#### LA LEGGE SUI PIR

Refusi in Gazzetta e Fisco

» Pezzatti pagina 22

### INVESTIMENTI RESPONSABILI

Sostenibilità, Norvegia al primo posto nella classifica dei Paesi Ocse

>PAG. 9

### GIOVEDÌ 16 FEBBRAIO

«Come si legge Il Sole 24 Ore»

VENTESIMO VOLUME IN EDICOLA



POSTA DEL RISPARMIATORE. IL RIMBORSO DELL'ERRORE DI CALCOLO SULL'IMPOSTA DI BOLLO > PAG. 16

GETTY IMAGES

### TITOLI DI STATO

# RENDIMENTI E SPREAD ALLA SVOLTA

Tensioni politiche e futuro dell'eurozona allargano i differenziali tra BTP e Bund  
Ecco le soglie da tenere sotto controllo e gli strumenti per avvantaggiarsi

#### FONDI ED ETF

Obbligazionari, servono check up di portafoglio e gestione dinamica  
I «cloni» a leva inversa per realizzare profitti

#### TITOLI INDICIZZATI

Bond inflation linked, le attese sul carovita sono in crescita ma occorre cautela sulla quota da detenere



SCOPRI UN NUOVO PERCORSO PER IL TUO

**FUTURO FINANZIARIO**

IL FUTURO È NELLE TUE MANI



La fiducia fa condividere la vita.

 **BANCA ALETTI**

PRIVATE BANKING | INVESTMENT BANKING | WEALTH MANAGEMENT | INVESTMENT SOLUTIONS | ADVISORY | [alettibank.it](http://alettibank.it)

# SOMMARIO

## DALLA PRIMA

### I rischi politici pesano ancora sui mercati

Secondo una recente analisi di UniCredit Research, la cartina di tornasole di questa affermazione va cercata nella comparazione delle performance dei diversi titoli di Stato di pari scadenza dei Paesi dell'eurozona. È indicativo, da questo punto di vista, il confronto tra la curva dei rendimenti dei BTP italiani e quella degli Oat francesi con gli altri titoli di pari scadenza in rapporto al rendimento del Bund tedesco. Nei giorni scorsi i BTP decennali sono arrivati a scambiare a *spread* sui titoli tedeschi più ampi fino a 70 punti base più ampi di quelli segnati dai Bonos spagnoli, per poi riportarsi in area 60 punti base. I BTP a 10 anni hanno mostrato differenziali più ampi anche rispetto ai titoli di Stato portoghesi e sono passati di mano a 10 punti base circa di *spread* al di sopra della media dell'ultima parte del 2016. Male tensioni sulle elezioni presidenziali francesi dei prossimi 23 aprile e 7 maggio hanno esercitato forti pressioni anche sulle *Obligations Assimilables du Trésor* (Oat) francesi: sul tratto della curva a 10 anni, lo *spread* tra i titoli di Parigi e quelli di Berlino si è collocato oltre 60 punti base, una forbice che non si vedeva dal 2014.

Il primo test sulla tenuta dell'Europa, però, non arriverà dalla Francia ma dall'Olanda dove tra poco più di un mese, il 15 marzo, si terranno le elezioni politiche. Secondo gli ultimi sondaggi, l'attuale Governo di maggioranza di centrodestra del premier Mark Rutte che conta su una maggioranza parlamentare assoluta sostenuta dai liberalconservatori del Vvd e dal partito di centrodestra PvdA potrebbe crollare da 79 a 33 seggi sui 150 del Parlamento dell'Aia. Per contro, il Partito della Libertà, guidato dal populista Geert Wilders, potrebbe raddoppiare i seggi e diventare la prima forza del Paese. Se ciò avvenisse, euro e titoli di Stato della periferia dell'eurozona tornerebbero sotto pressione, in un ciclo destinato a durare sino alle elezioni tedesche di settembre.

nicola.borzi@ilssole24ore.com  
© RIPRODUZIONE RISERVATA

## STUDENTI IN GARA PER IMPARARE LA PROFESSIONE DI GESTORE

**FUND MANAGEMENT CHALLENGE AL VIA**  
È pronta ai nastri di partenza la sesta edizione della Fund Management Challenge, la competizione di *equity fund management* organizzata da Cfa Society Italy (Cfasi) tra i team di studenti di 19 università italiane. L'iniziativa (organizzata con il

sostegno di FactSet, Ubs Etf, Aequitax, Hammer Partners, Kaplan-Schweser, che vede Plus24 *media partner*) offre agli studenti l'opportunità di gareggiare in un contesto che simula le condizioni reali in cui opera un gestore professionale e di sviluppare le proprie competenze lavorando a stretto

contatto con professionisti del settore. L'obiettivo è di massimizzare il rendimento di un portafoglio azionario e la conclusione della gara è prevista il prossimo 24 maggio. Plus24 offrirà *online* aggiornamenti sulla sfida, che sarà possibile seguire anche sul sito [fmc.cfasi.it](http://fmc.cfasi.it)

## ALL'INTERNO DI PLUS24

### STORIA DI COPERTINA

- 4 Tensione sui titoli di Stato**  
Lo spread inverte la rotta, BTP al bivio del 2,3 per cento  
di *Andrea Gennai*
- 5 Tensione sui titoli di Stato**  
Servono scelte più flessibili sui fondi obbligazionari  
di *Isabella Della Valle*

- 6 Tensioni sui titoli di Stato**  
*Inflation linked* con cautela nei portafogli  
di *Marcello Frisone*

- 7 Tensione sui titoli di Stato**  
Contro il rischio Italia gestire l'*asset allocation*  
di *Laura Magna*



Chiuso in redazione alle 20 del 9 febbraio 2017

GETTYIMAGES

### RISPARMIO E INVESTIMENTI

- 9 Finanza sostenibile**  
Norvegia prima nell'Ocse l'Italia perde tre posizioni  
di *Vitaliano D'Angerio*
- 11 Mercati azionari**  
Il peso del protezionismo sulle Borse Usa  
di *Marzia Redaelli*
- 13 Banche e investitori**  
Bond subordinati in calo Ex popolari venete ai minimi  
di *Nicola Borzi*
- 15 Rischi in chiaro**  
Ridotti al lumicino i rischi del bond Intesa Sanpaolo  
di *Gianfranco Ursino*
- 16 Il Sole risolve**  
Imposta di bollo, Webank rimborsa il calcolo errato  
di *Federica Pezzatti*
- 17 La posta del risparmiatore**  
Unit o ramo? Meglio un'asset allocation in Etf  
di *Federica Pezzatti*

### PROFESSIONISTI DEL RISPARMIO

- 20 Innovazione finanziaria**  
*Corporate venture capital*, la finanza per le *start up*  
di *Daniela Russo*
- 21 Strategie di investimento**  
Bond subordinati da maneggiare con cura  
di *Lucilla Incorvati*
- 21 Fondi e gestioni**  
Quel refuso in Gazzetta rende il Pir azionario  
di *Federica Pezzatti*

### RUBRICHE

- 9 Il punto**  
Commissione sull'edufin? A cosa serve  
di *Luigi Guiso*
- 13 Banche e bancari**  
Mal di budget, il vero test è agli sportelli  
di *Nicola Borzi*
- 20 Dietro i numeri**  
Compravendite di case, ma chi ne beneficia  
di *Fabrizio Galimberti*

### STRUMENTI PER INVESTIRE

- 23 Le insidie sul risparmio**  
Consob stringe sui *Forex online*  
di *Stefano Elli*
- 24 Art economy24**  
L'Africa è la grande scommessa  
di *Mariena Pirrelli*
- 25 Il gestore della settimana**  
Bondabello (Finnat): «Bio on è un titolo molto promettente»  
di *Isabella Della Valle*

### INDICI E NUMERI

- 29 Le cifre in ballo**  
L'organismo dei finanziari prova a smuovere le acque  
di *Gianfranco Ursino*
- 32 il bond della settimana**  
Con il social bond di Ubi solo i clienti aiutano il Fai a cura di *Norisk*

## IL BILANCIO

### AZIONARIO

PAESE/INDICI	RENDIM. ANNUO %		
	1 ANNO	5 ANNI	10 ANNI
<b>Mondiale (1)</b>			
in valuta locale	21,27	9,32	2,08
in euro	25,21	11,73	3,76
<b>Europa (1)</b>			
in valuta locale	18,84	6,05	-0,44
in euro	16,04	6,24	-0,67
<b>Nord America (1)</b>			
in valuta locale	24,44	10,62	4,53
in euro	29,97	15,02	6,57
<b>Pacifico (1)</b>			
in valuta locale	11,98	10,07	-1,47
in euro	21,00	8,05	1,41
<b>Paesi emergenti (1)</b>			
in valuta locale	19,70	1,98	2,19
in euro	30,71	1,47	1,95
<b>Italia (2)</b>			
in valuta locale	12,97	4,37	-6,10

Note:  
(1) Indici MSCI senza dividendi reinvestiti.  
(2) Indice Comit.

### OBBLIGAZIONARIO

PAESE/INDICI	RENDIM. ANNUO %		
	1 ANNO	5 ANNI	10 ANNI
<b>Mondiale (1)</b>			
in euro	-3,49	3,61	5,62
<b>Europa (1)</b>			
in euro	-4,98	5,04	4,99
<b>Italia (2)</b>			
in euro	-6,40	7,35	5,36
<b>Usa (2)</b>			
in euro	0,02	6,01	6,24
<b>Giappone (2)</b>			
in euro	-7,74	-0,76	5,35

Note:  
(1) Indici JP Morgan Global.  
(2) Indici JP Morgan delle aree di riferimento.

### INDICI DI SETTORE

SETTORE	DJ STOXX		MSCI	
	VAR. % SETT.	ANNO	VAR. % SETT.	ANNO
Alimentari D.	2,96	12,54	0,10	-3,85
Assicurazioni	-0,42	6,52	0,50	11,95
Auto	-2,23	8,00	-0,59	-3,50
Banche	-2,14	-8,98	0,67	7,96
Beni Consumo	1,69	25,09	-0,81	24,96
Beni Durevoli	-2,69	13,15	-0,91	4,13
Chimico	-0,45	9,97	1,09	-2,91
Commercio	0,21	-0,89	0,65	13,74
Costruzioni	0,72	29,85	0,46	0,68
Energia	-1,36	7,43	-1,31	-6,85
Industriali	-0,23	16,79	0,57	2,90
Media	1,17	2,15	-0,62	12,11
Salute	1,03	3,84	0,16	16,92
Servizi Finanz.	-0,17	14,00	1,42	4,91
Tecnologici	2,45	22,63	1,65	7,66
Telecomunic.	0,34	-11,60	-0,34	5,55
Turismo	1,64	6,90	0,71	12,84
Utilities	3,21	-13,60	0,43	-2,04

### REDDITO FISSO

PAESI	MERCATO MONETARIO		OBBLIGAZIONI GOVERNATIVE	
	A 3 ANNI		A 10 ANNI	
	ULTIMO	1 ANNO ULTIMO	ULTIMO	1 ANNO
Australia	2,12	2,46	2,70	2,65
Gr. Bretagna	0,40	0,40	1,22	1,42
Canada	0,46	0,46	1,62	1,05
Danimarca	-0,22	-0,07	0,62	0,54
Svezia	-0,72	-0,56	0,64	0,47
Giappone	-0,24	-0,35	0,10	0,04
Svizzera	-0,73	-0,75	-0,22	-0,40
Usa	0,54	4,76	2,35	1,74
Area euro	-0,33	-0,17	0,31	0,23

### SU INTERNET

Tutte le tabelle complete di Plus24 su [www.ilssole24ore.com/plus24](http://www.ilssole24ore.com/plus24)

## PLUS 24

**DIRETTORE RESPONSABILE**  
Roberto Napolitano

**VICE DIRETTORI**  
Eduardo De Biasi (vicario),  
Alberto Orioli,  
Salvatore Padula,  
Alessandro Plateroti

**SUPERVISIONE E COORDINAMENTO AREA FINANZA-PLUS**  
Christian Martino

**COORDINAMENTO OPERATIVO**  
Nicola Borzi e Isabella Della Valle

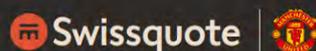
**IN REDAZIONE**  
Antonio Criscione, Vitaliano D'Angerio,  
Stefano Elli, Marcello Frisone,  
Andrea Gennai, Lucilla Incorvati,  
Federica Pezzatti, Mariena Pirrelli,  
Gianfranco Ursino

**PROGETTO GRAFICO**  
Adriano Attus  
con Laura Cattaneo e Francesco Narracci

## Fai trading sul Forex con Swissquote

Forex & CFDs | Modello STP | EUR/USD da 0.8 pips

[www.swissquote.it](http://www.swissquote.it)



CFD e Forex sono prodotti con ricorso all'effetto leva; l'attività di trading su margine comporta un elevato livello di rischio e può determinare perdite che eccedono i depositi. Swissquote Ltd è autorizzata e regolamentata nel Regno Unito dalla Financial Conduct Authority: 562170

# COVER STORY

LE TENSIONI SUI TITOLI DI STATO

## Lo spread inverte la rotta, BTp al

Sopra questo livello ci sono ampi spazi di risalita dei rendimenti. Analisti prudenti e divisi sul decennale

Andrea Gennai

È stata necessaria una nuova fiammata dello spread tra Btp e Bund a 200 per portare all'attenzione dei risparmiatori un tema più volte sollevato da Plus24 negli ultimi mesi: il rischio di perdite in conto capitale sui bond per effetto di un rialzo dei rendimenti.

Grafici alla mano, il balzo dello yield del decennale italiano (raddoppiato in sei mesi) spicca per due dettagli che non possono sfuggire: in primis i rendimenti del Btp si sono portati ai massimi dal giugno del 2015 in area 2,3%, un livello strategico la cui rottura al rialzo aprirebbe ampi spazi di crescita. In secondo luogo lo spread tra Btp e Bund sta registrando minimi crescenti dopo il livello più basso toccato nel marzo del 2015, in area 80 punti. Questo significa che è in corso un'inversione rialzista del differenziale: molto dipenderà anche dalle future mosse della Bce quando dovrà decidere di proseguire o meno a fine anno il *quantitative easing*.

Esiste quindi sul mercato un "fattore Italia" che viene prezzato con maggior rischio rispetto agli anni passati. Si discute di una manovra del Governo per evitare la procedura di infrazione da parte della Ue e soprattutto si avvicina l'ipotesi di nuove elezioni politiche in un quadro sempre più instabile in Europa, con il "rebus" Le Pen per le elezioni presidenziali francesi del 23 aprile e 7 maggio e le nuove tensioni intorno al debito greco.

Al rialzo dei rendimenti spinge pure l'inflazione, anche se questa variabile non è ancora decisiva. La ri-

presa dei prezzi nella zona Europa e, in maniera più limitata, in Italia è dovuta prevalentemente ai prezzi energetici. Lo scorso anno a gennaio il greggio faceva registrare un minimo sotto i 30 dollari al barile e dodici mesi dopo quota in area 55 dollari. I prezzi non salgono ancora per una stabile ripresa economica. «In Italia», spiega Roberto Pedon, responsabile *asset management* di Cassa Lombarda, «l'ultimo dato tendenziale evidenzia un tasso dello 0,9% e per il resto dell'anno le previsioni dovrebbero arrivare intorno all'1,2-1,3%. È positivo che siamo usciti dalla deflazione, con tutte le implicazioni che porta a livello di investimenti per le imprese. Pensiamo che non ci sarà un ritorno a una

dinamica dei prezzi sotto lo zero».

In termini di strategie di investimento sui titoli di Stato tutto questo si traduce in uno scenario favorevole ai bond indicizzati all'inflazione (si vedano pezzi a pagina 6, ndr). «Ci vuole grande prudenza in generale sulle obbligazioni a lunga scadenza», continua Pedon, «perché nella nostra *view* di mercato, che riteniamo condivisa a livello di *consensus*, prevediamo a fine anno tassi più alti sui bond decennali rispetto a oggi». Le curve dei rendimenti si sono irripidite dopo l'elezione di Trump e sarà la dinamica negli Stati Uniti a condizionare tutto il resto del mondo. Se il Treasury decennale dovesse salire oltre la soglia del 2,6% e puntare verso il 3% ci sareb-

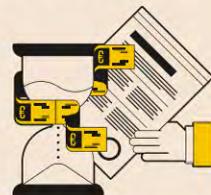
be un generale riallineamento verso l'alto delle curve dei rendimenti a livello globale. «Detto questo», conclude Pedon, «abbiamo dei Btp in portafoglio e non ci facciamo prendere dal panico di venderli anche perché visto lo scenario globale i rendimenti restano interessanti. Resta fondamentale in questa fase diversificare gli investimenti obbligazionari in altre valute come il dollaro, e in questo caso punterei su titoli obbligazionari a scadenze più brevi tra due e cinque anni pur consapevole che i margini di apprezzamento del biglietto verde in questa fase non sono ampi come due o tre anni fa».

Il rally vissuto dai Btp dopo la crisi del 2011 appare irripetibile. Esempio è l'osservazione della *performance* del Btp settembre 2021, vale a dire il decennale di riferimento quando esplose la crisi del debito. «Già da tempo», spiega Gianni Lupotto, amministratore delegato di Alfa, società di consulenza finanziaria, «abbiamo consigliato di venderlo. Chi lo avesse comprato nel novembre del 2011 e lo vendesse oggi porterebbe a casa un ritorno annuo superiore al 10%. La *performance* sarebbe stata anche superiore avendolo venduto due anni fa oppure lo scorso agosto quando i rendimenti hanno toccato il punto di maggiore compressione». L'alternativa per chi comprò allora e vende oggi? «Investire in qualsiasi strumento che renda più dello 0,84% annuo», continua Lupotto, «che è il rendimento a scadenza del medesimo Btp settembre 2021. Meglio puntare sui bond indicizzati, che coprono dal rischio inflazione, o su soluzioni diverse come gli *high yield* in dollari coperti dal rischio cambio, dove si può arrivare anche a un 6% meno il costo di copertura. In generale in questa fase giustificiamo l'acquisto di Btp solo in chiave di *trading*, per sfruttare eventuali riduzioni temporanee dello spread. Ma nel medio-lungo termine l'orizzonte è quello di un rialzo dei tassi e quindi dei rendimenti».

### Gli indicatori da monitorare

#### LA LUNGA DISCESA

I rendimenti (in %) dei bond governativi decennali di Italia, Francia, Spagna e Germania negli ultimi 5 anni. Valori al 7 febbraio



#### RISALE LA FEBBRE

Lo spread, rispetto al Bund decennale tedesco, dei rendimenti del Btp (Italia), Bonos (Spagna) e Oat (Francia) negli ultimi 5 anni. Valori in punti base al 7 febbraio



#### DOVE ANDRANO I PREZZI

Le aspettative di inflazione in % (inflation swap rate) scontate dal mercato a 5 anni per i successivi 5 anni relative a Italia, Unione europea e Usa. Dati dall'ottobre 2013



### La sensibilità dei corsi all'aumento dei tassi

Var. % prezzi Btp in funzione di rialzo dei rendimenti

SHOCK AI TASSI D'INTERESSE	BTP 2 ANNI	BTP 5 ANNI	BTP 10 ANNI	BTP 30 ANNI
0,10	-0,2	-0,5	-0,9	-1,9
0,25	-0,5	-1,2	-2,3	-4,8
0,50	-0,9	-2,4	-4,5	-9,5
0,75	-1,4	-3,6	-6,8	-14,3
1,00	-1,8	-4,8	-9,1	-19,1
1,50	-2,7	-7,2	-13,6	-28,6
2,00	-3,6	-9,5	-18,1	-38,1

FONTE: Advise Only

### Il Btp "simbolo" delle tensioni

Total return del Btp 4,75% 1/9/2021 Isin IT0004695075 e rendimento effettivo annuo a scadenza in % per data di acquisto. Simulazione al 31/1/17

DATA ACQUISTO	PREZZO ACQUISTO	TOTAL RETURN	TOTAL RETURN ANNUALIZZATO	RENDIMENTO A SCADENZA ALLA DATA DI ACQUISTO
28/02/2011	99,3	52,2%	7,34%	4,87%
30/11/2011	85,0	71,1%	10,94%	7,00%
30/12/2011	86,7	67,2%	10,62%	6,75%
31/12/2012	104,3	32,8%	7,18%	4,20%
31/03/2015	124,3	1,5%	0,84%	0,84%

FONTE: Alfa Consulenza

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Sfruttare il rialzo dei rendimenti con gli Etf

Strumenti per esperti. L'altra opzione sono i fondi alternativi

Trasformare il rialzo dei rendimenti sui bond in un'opportunità. I titoli del reddito fisso seguono una regola semplice: prezzi e rendimenti vanno nella direzione opposta. Se scendono i primi salgono i secondi e viceversa. L'industria finanziaria consente anche ai piccoli risparmiatori di guadagnare con il calo dei prezzi delle obbligazioni: si tratta degli Etf short sui bond. Sono "fondi cloni" adatti a investitori esperti, che hanno pratica del

mercato obbligazionario.

Sono una decina gli strumenti di questo tipo quotati a Milano: come sottostante hanno i Btp, i Bund, i Treasury Usa e anche un paniere di obbligazioni sovrane del vecchio Continente. La peculiarità è quella di apprezzarsi quando il prezzo dei bond scende. Si tratta di strumenti che vengono utilizzati anche dai consulenti finanziari per la loro clientela: il vantaggio in primis è quello di una replica passiva degli indici sottostanti con dei costi decisamente contenuti che si muovono in media fino allo 0,4 per cento. L'obiettivo è quello di coprirsi da un eventuale rialzo dei tassi oppure di sfruttare opportunità di trading nelle fasi in cui i

rendimenti si impennano. Uno strumento molto gettonato, anche tra i piccoli investitori, è l'Etf a leva short (cioè inversa) sui Btp: dallo scorso agosto il "fondo clone" ha guadagnato quasi il 20% grazie al deprezzamento dei bond governativi italiani. Ovviamente fino allo scorso agosto il titolo ha pesantemente sofferto il rialzo degli stessi Btp.

«Gli Etf che vanno al ribasso sui bond», spiega Raffaele Zenti, cofondatore e partner di Advise Only, «devono essere usati con cautela, soprattutto se a leva, perché il rischio di veder sfuggire il controllo dei propri investimenti è alto. Le posizioni short a nostro avviso sono sempre intrinsecamente tattiche e vanno monitora-

te e chiuse in tempi rapidi». Sono quindi adatte a un investitore evoluto anche perché sono anni che si parla di rialzo stabile dei rendimenti ma il quadro non è ancora così chiaro.

«Tanto vale allora per un investitore», aggiunge Zenti, «affidarsi a un professionista e puntare su uno degli oltre 400 fondi Ucits "alternativi" long/short debt che possono assumere posizioni al ribasso anche sui bond con grande flessibilità, sfruttando le opportunità che si aprono sul mercato. I gestori non hanno la "sfera di cristallo", ma sicuramente conoscono meglio il mercato di un risparmiatore che non ha competenze specifiche». — An.Gen.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

### Il balzo

L'Etf double short Lyxor sul Btp. Prezzi in euro a un anno



5/2/2016

7/2/2017

# bivio del 2,3% Servono scelte più flessibili

La logica cassetista di tenere i titoli fino a scadenza non paga più

**Isabella Della Valle**

■ Nel panorama dei fondi comuni, i prodotti obbligazionari continuano a essere i più gettonati dalle famiglie italiane. I numeri lo dicono chiaramente: nel 2016 nelle casse di questi strumenti sono entrati complessivamente 18,8 miliardi, mentre le masse gestite, arrivate a 378 miliardi rappresentano oltre il 42% del patrimonio totale. Un primato consolidato che resiste, nonostante nell'ultimo anno i rendimenti siano stati mediamente contenuti: 2,8%. Questa percentuale tiene conto anche delle rivalutazioni dei prodotti investiti su mercati extra europei, come per esempio gli emergenti, cresciuti in media dell'11 per cento.

Analizzando tutti i fondi obbligazionari venduti in Italia, il migliore in assoluto su base annua è un prodotto

specializzato sul Brasile (+68%), mentre il peggiore è un fondo che investe in bond denominati in lire turche (-11%). Decisamente più contenute le performance che arrivano dal versante dei fondi specializzati sui titoli governativi dell'area euro a breve e a medio lungo termine che viaggiano con un rendimento annuo rispettivamente del -0,33 e del -0,73 per cento (nella tabella in basso la classifica dei singoli prodotti). Del resto con i tassi questi livelli anche i gestori più di tanto non possono fare.

Ma che cosa spinge i sottoscrittori a puntare con questa decisione sui prodotti obbligazionari? «Il segmento obbligazionario negli ultimi cinque anni ha dato in genere buoni risultati e la tendenza dei risparmiatori — spiega Rocco Bove, responsabile obbligazionario di Kairos — è quella di guardare i numeri ottenuti in passato sentendosi al sicuro». Lo scenario che si presenta nel 2017, però, pone problemi non banali, a partire dalle incertezze politiche che riguarderanno soprattutto l'area euro. «Nel 2016 — prosegue Bove — i tassi d'interesse hanno toccato minimi asso-

luti, ma non è detto che d'ora in avanti ci sia una risalita lineare e veloce, forse è più corretto dire che i tassi hanno semplicemente smesso di scendere. Questo significa che la possibilità di ottenere guadagni in conto capitale è destinata a finire».

Non solo. Il gestore sottolinea come in questo scenario la volatilità sia destinata ad aumentare. Occorre capire come muoversi e quali siano le scelte da prendere o i correttivi da apportare ai portafogli. «Non bisogna più avere l'approccio da cassetista in base al quale si acquista un BTp e lo si tiene fino a scadenza — conclude Bove —. Occorre puntare su prodotti più flessibili che direzionali e andare su gestioni dinamiche. Inoltre valutare se il portafoglio è troppo sbilanciato sui bond ed eventualmente allargare anche a prodotti più rischiosi; rendere la parte obbligazionaria più flessibile, ridurre la componente europea e globalizzare l'investimento. Un altro modo per sterilizzare il rischio tasso è inserire componente di *spread* nei portafogli comprando prodotti *corporate*, bond bancari e *high yield*».

© RIPRODUZIONE RISERVATA



FONTE: Ufficio studi Sole 24 Ore

## Chi sale e chi scende

Classifica annuale dei fondi obbligazionari governativi area euro a breve e a medio/lungo termine

FONDO	SOCIETÀ	CATEGORIA MORNINGSTAR	VAR. % A 1 ANNO	VAR. % A 3 ANNI	VAR. % A 5 ANNI
<b>I MIGLIORI CINQUE A UN ANNO</b>					
BlueBay Invmt Grd Euro GovtBd S EUR	BlueBay	Obb. Govern. Area euro	3,44		
BNP Paribas Euro FI	BNP Paribas	Obb. Govern. Area euro - breve ter.	1,83	4,50	14,13
AZ Fd1 Income B - AZ Fd Inc	Azimut	Obb. Govern. Area euro	1,15	0,81	9,48
Generali IS Euro Bond 3/5Y EX	Generali	Obb. Govern. Area euro	0,96	8,46	19,56
Beta Deuda Fondtesoro Largo Plazo FI	BNP Paribas	Obb. Govern. Area euro - breve ter.	0,95	3,88	14,68
<b>I PEGGIORI CINQUE A UN ANNO</b>					
Fideuram Rendimento	Fideuram	Obb. Govern. Area euro	-3,91	6,46	22,39
Rossini Obblig Euro Lungo Termine R	Eurizon Capital	Obb. Govern. Area euro	-3,46	15,65	34,15
Pioneer Fds Euro Bond F EUR ND	Pioneer Inv.	Obb. Govern. Area euro	-3,21	5,59	17,93
Mediolanum Ch Euro Bond S A	Mediolanum	Obb. Govern. Area euro	-3,13	7,42	18,21
Pioneer SF Euro Cv 7-10 year F EUR ND	Pioneer Inv.	Obb. Govern. Area euro	-2,62	10,41	26,09

FONTE: Morningstar; dati aggiornati il 7 febbraio 2017

# Il BTp «matusalemme» non è adatto a tutti

I corsi del titolo 2067 scesi sotto quota 80 ma non si tratta di crollo

**Nicola Borzi**

■ Dopo i recuperi parziali della seconda metà di dicembre, il movimento al ribasso è ripreso incessante e i corsi hanno sfondato quota 80: lunedì 6 e martedì 7 febbraio il BTp «matusalemme» ha quotato rispettivamente a 78,27 e 79,9, con un rendimento effettivo lordo annuo a scadenza del 3,72 e 3,71 per cento. Solo mercoledì 8 febbraio, secondo gli ultimi dati disponibili, il BTp primo marzo 2067, cedola fissa 2,8% e codi-

ce Isin IT0005217390, è tornato a quotare 80,35 con un rendimento tornato al 3,69% annuo.

Plus24 aveva già acceso un faro sul BTp a 50 anni il 26 novembre scorso, nell'imminenza del referendum costituzionale italiano di domenica 4 dicembre al cui esito molti analisti legavano l'andamento del primo titolo di Stato a 50 anni, mentre altri ritenevano che i corsi fossero slegati. Dall'emissione datata primo settembre, il titolo ha perso il 19% del suo valore di collocamento (99,194). La progressione dei ribassi, secondo i dati di Skipper Informatica, è continua: in un mese i corsi sono calati del 6% e da inizio anno del 10 per cento. Il titolo, dal taglio unitario di mille euro che aveva raccolto ordini per oltre 18,55 miliardi ed era stato assegnato

per 5 miliardi, aveva mostrato sin dai primi due giorni di trattazione (5 e 6 ottobre) una forte volatilità.

Non si può parlare di crollo, però, sottolinea Giuseppe D'Orta, consulente finanziario indipendente e responsabile tutela del risparmio per l'Aduc: «Per un bond con durata finanziaria tanto lunga è normale amministrare assistere a un simile calo del prezzo. Al momento del collocamento esprimeva un rendimento lordo annuo del 2,85% e una *duration* di 27,42 anni. Quel numero voleva dire che in caso di oscillazione dei tassi dell'1% (ipotesi niente affatto fantascientifica), il prezzo del titolo si sarebbe mosso del 27,42%. Ora la *duration*, cioè la vera durata del bond calcolata prendendo in considerazione l'importo pagato, l'importo

## Il BTp «matusalemme»



FONTE: Thomson Reuters

delle cedole e l'importo ottenuto a scadenza assieme alle relative date di ciascun flusso, è a quota 24,05». Cosa può fare dunque chi possiede il BTp? «Se lo si chiede, significa che non si era preparati a un evento del genere e la cosa da fare è tornare nella rotta giusta abbandonando uno strumento che non si è in grado di maneggiare. Peggio ancora se la perdita attuale non è considerata sostenibile. Poco importa se il prezzo dovesse risalire. Il punto è che si è comprato il titolo guardando al solo rendimento offerto in quel momento, senza essere consapevoli del rischio oppure sottovalutandolo volutamente», conclude D'Orta.

nicola.borzi@ilsote24orer.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## COVER STORY

## LE TENSIONI SUI TITOLI DI STATO

## Inflation linked nei portafogli con cautela

Le aspettative di inflazione sono in crescita ma i titoli indicizzati restano emissioni a tasso fisso

Marcello Frisone

■ Visto che alcuni sostengono che il mercato non crede all'inflazione fino a quando non la vede, gli ultimi recenti dati in rialzo sul caro-vita dovrebbero adesso portare gli investitori a puntare sugli *inflation linked* (si veda anche la rubrica a pagina 32). Premesso che l'inflazione è sì cresciuta ma non sta certo galoppando, è come sempre opportuno tenere d'occhio la "giusta" percentuale da dedicare nel portafoglio a questi titoli ed evitare il fai da te.

## IL CONTESTO GENERALE

In una fase di forte incertezza politico-economica che si sta attraversando a livello mondiale in questo periodo, gli investitori hanno premiato la solidità della Germania e allo stesso tempo hanno penalizzato quelle realtà caratterizzate da un maggior grado di instabilità pre-

sente (Italia) o futura (Francia). «Qualora il grado di incertezza dovesse aumentare sensibilmente nei prossimi mesi — dicono dall'ufficio studi di Copernico Sim — è prevedibile una prosecuzione delle attuali tendenze ma senza eccessive oscillazioni. Non va scordato infatti il sostegno della Bce sul mercato secondario dei titoli di Stato che fornisce una sorta di paracadute in caso di situazioni di forte tensione (analoghe a quelle sperimentate nel 2011)».

In pratica, i recenti movimenti dei titoli di Stato italiani che han-

no portato al rialzo dei rendimenti (e quindi il contestuale calo dei prezzi) ha due motivazioni: la crescita dello spread tra Btp e Bund e l'aumento delle aspettative di inflazione. Tralasciando il primo aspetto (si vedano gli articoli nelle pagine precedenti), soffermiamoci sulle aspettative di inflazione e sugli effetti rispetto ai due tipi di titoli di Stato indicizzati all'aumento dei prezzi: i Btp *inflation linked* (Btpi, legati all'indice di inflazione europeo) e i Btp Italia (legati invece all'indice del nostro Paese).

## INFLAZIONE ATTUALE E ASPETTATIVE

Rispetto a settembre 2016, il momento di minimo in termini di rendimenti, il caro-vita è salito in Europa da +0,4% a +1,1% e in Italia da +0,1% a +0,9%. «Ancora più rilevante ai fini delle quotazioni dei titoli indicizzati all'inflazione», spiega Jacopo Ceccatelli, ad di Marzotta Sim, «sono le aspettative sulla crescita futura dei prezzi in Europa e in Italia (aumentate rispettivamente da settembre da +1% a +1,55% e da +0,95% a +1,40%), rilevate dalle quotazioni degli *inflation swap* decennali (derivati che consentono agli investitori istituzionali di "scommettere" sul tasso medio di inflazione futura, ndr).

## BTPi VERSUS BTP ITALIA

L'aumento dell'inflazione rappresenta dunque un aspetto positivo per i Btpi e i Btp Italia ma non bisogna dimenticare che entrambe le obbligazioni sono emissioni a tasso fisso. «Da un lato», continua Ceccatelli, «l'incremento dell'inflazione porta a un aumento del valore di rimborso (Btpi) o del flusso cedolare futuro (Btp Italia) e quindi un aumento del loro valore. Dall'altro, un aumento dei rendimenti porta, come per qualsiasi obbligazione a tasso fisso, una riduzione del valore per riallineare i vecchi titoli con le nuove emissioni che vengono evidentemente

emesse a rendimenti più elevati». Un esempio: se prendiamo tre titoli con scadenza simile il Btp 4,50% primo marzo 2024 (normale titolo a tasso fisso), il Btpi 2,35% 15 settembre 2024 e il Btp Italia 0,4% 11 aprile 2024, il primo ha perso il 6,3%, il secondo il 4,1% e il terzo soltanto l'1,6 per cento.

## COSA FARE

«Il livello raggiunto dalle quotazioni dei titoli indicizzati all'inflazione è sicuramente più interessante di qualche mese fa», avvertono da Copernico Sim, «ma potrebbe non incorporare pienamente le possibili future incertezze politiche. L'investimento in questa particolare *asset class* dovrebbe avvenire esclusivamente sulle aspettative delle dinamiche inflazionistiche future e non su una eventuale tenuta o meno dell'area euro».

E se l'effettivo tasso di inflazione sarà maggiore di quanto attualmente atteso? «In questo caso», conclude Ceccatelli, «i Btpi e i Btp Italia daranno ritorni maggiori rispetto ai Btp normali. Ma visto che, in generale, l'inflazione in Italia è prevista inferiore rispetto all'Europa, è evidente che in questo momento, da un punto di vista teorico, il Btpi appare più conveniente rispetto al Btp Italia che però a sua volta è meno volatile del Btpi».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Obbligazioni governative a confronto

Andamento dei prezzi di tre titoli di Stato italiani



## Il Btp Italia «vince» con il timing giusto

## LA (IPOTETICA) GARA

Tra due titoli a confronto maggior rendimento su quello a lunga scadenza

■ Negli investimenti si sa, la scelta del "timing giusto" è la parte più importante affinché si abbiano buoni ritorni. E in un'ipotetica gara tra due investitori in Btp Italia (ovvero quelli indicizzati all'inflazione del nostro Paese, come spiega l'articolo in alto), chi ha investito in quello emesso nel marzo 2014 (scadenza 2020) ha la meglio su quello invece emesso nell'aprile 2013 (scadenza 2017).

Supponiamo che sia sul Btp Italia 22 aprile 2013 (in scadenza tra due mesi, rendimento del 2,25%) sia su quello emesso nel marzo 2014 (scadenza tra tre anni, rendimento 1,65%), si sono investiti 1.000 euro con un prezzo di sottoscrizione di 100 per entrambi. Per il primo, all'attuale prezzo di mercato, il rendimento in quattro anni è stato del 9,96%, quindi un rendimento annuo lordo del 2,49% (soltanto nell'ottobre 2013 la cedola è stata maggiorata) mentre per il secondo (cioè quello in scadenza nel 2020) il rendimento è stato in tre anni del 9,72% (3,24% annuo, anche in questo caso la maggiorazione della cedola si è avuta in una sola occasione nell'ottobre 2014).

La differenza di rendimento a fa-

vore del Btp 2020 è data dal fatto che chi ha comprato il Btp Italia 2017 è entrato nel mercato nel 2013, quando le aspettative di inflazione erano in prossimità dei massimi. Le aspettative sono poi scese e questo ha determinato la mancanza di rivalutazione per le cedole successive. Il titolo, inoltre, essendo prossimo alla scadenza, non beneficia del recente aumento delle aspettative. Nel caso del Btp Italia 2020, invece, la sottoscrizione è avvenuta un anno dopo, nel 2014, quando i timori di deflazione erano più diffusi (quindi si è investito in prossimità dei minimi dell'inflazione) e visto l'andamento delle aspettative d'inflazione riuscirà in futuro a catturare questo rialzo.

marcello.frisone@ilssole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Chi «ottiene» di più

Il confronto tra rendimenti



## FAI CRESCERE I PROVENTI NEL TUO PORTAFOGLIO OBBLIGAZIONARIO

## Unconstrained Bond Fund

Coltiva strategie ad elevata componente cedolare, con orizzonti di breve periodo e a volatilità contenuta.

Con oltre 40 anni di tradizione negli investimenti multi-asset, siamo il partner ideale per aiutarti a raggiungere i tuoi obiettivi finanziari.

Per contattarci  
Tel 02 8586 4001  
russellinvestments.com/it

Russell Investments



Il presente materiale illustrativo è riservato agli investitori professionali, non è destinato alla clientela al dettaglio. Prima dell'adesione leggere il Prospetto e le informazioni chiave per l'investitore ("KIID") depositati presso la Consob e disponibili sul nostro sito internet.

Il valore degli investimenti e il reddito da essi derivante può aumentare o diminuire e pertanto non è garantito. L'investitore potrebbe quindi perdere l'importo inizialmente investito. Pubblicato da Russell Investments Limited. Autorizzata e regolata dalla Financial Conduct Authority. 1252-SEP-2016. MIL-2016-10-28-0223.

# Gestire l'asset allocation sul rischio Italia

Le parole della Merkel e il report di Mediobanca sull'Italexit dall'euro: le indicazioni dei gestori sulle strategie di difesa

**Laura Magna**

■ L'ultima a ipotizzare una rottura dell'eurozona? Angela Merkel, parlando di una valuta a due velocità: un mondo nel quale l'Italia andrebbe piuttosto al rallentatore. Uno studio di Mediobanca ha fatto i conti in tasca al bel Paese in caso di Italexit, ovvero dell'uscita dell'Italia dall'euro: sarebbe un tracollo. Dal costo insostenibile per noi (280 miliardi la sola ridenominazione del debito pubblico) e anche per la Ue. Perché all'uscita dell'Italia seguirebbe, secondo l'indice di *spread* Quanto, al 90% la rottura dell'euro entro cinque anni. Eppure il mercato è nel panico e c'è un altro indice a testimoniarlo. Si chiama *Sentix* e stima la percezione degli investitori della probabilità dell'uscita dell'Italia dall'unione monetaria: dopo essere balzato al 19% a novembre 2016 ora staziona intorno al 15%, rispetto a una media del 2,5% tra il 2012 al primo semestre 2016.

Sarà dunque Italexit? Un "no" secco è la risposta unanime non solo di Mario Draghi dalla Bce ma anche dei gestori interpellati da Plus24. «La boutade sull'Europa a due velocità potrebbe essere solo un anticipo di campagna elettorale per la Merkel», afferma Massimo Gionso consigliere delegato di Cfo Sim. «Oppure potrebbe trattarsi di un avvertimento per i

Paesi sull'orlo del baratro come la Grecia o quelli con il fiato corto come l'Italia». Tuttavia, se si verificasse, l'impatto sarebbe forte «su Btp, Bund e Oat — spiega Gionso —. Un euro a doppia velocità farebbe tornare il Bund al suo ruolo di bene rifugio e i tassi di interesse dei governativi perifericali stelle. Senza il supporto della Bce i tassi dei Btp salirebbero subito del 3 o 4%. Mentre sull'azionario sarebbero le banche le vittime designate». La maggiore incognita resterebbe invece il debito pubblico. «Se rimanesse denominato in euro — avverte Andrea Menescardi, responsabile Ufficio studi di Sofia gestione del patrimonio Sgr — la svalutazione competitiva della lira sarebbe un'arma a doppio taglio sugli impegni presi. Ma anche ipotizzando una conversione in lire, sarebbe difficile immaginare uno scenario in cui il nostro Paese possa affrontare impunemente questa transizione. Tralasciando le possibili conseguenze legali ed economiche, basti pensare all'incertezza che tale manovra porterebbe con sé: difficile non pensare a un blocco dei capitali internazionali, il che avrebbe un impatto anche sulle potenzialità di crescita del Pil».

Come ci si dovrebbe difendere dal punto di vista degli investimenti? «Lo scenario è improbabile e di grandissimo impatto: un vero e proprio "cigno nero"», risponde Marco Piersimoni, *senior portfolio manager* di Pictet Asset management. «Le assicurazioni per gli eventi improbabili sono a volte molto costose, a volte inefficaci. Per i portafogli, si tratta di considerare misure che possano funzionare e che costino poco, ma il punto di partenza per una buona difesa è l'assetto strategico complessi-

vo. La prima regola è evitare il rischio di concentrazione tipico del risparmiatore italiano sugli *asset* domestici: Btp, bond di banche italiane e azioni del Ftse Mib costituiscono spesso una quota maggioritaria degli investimenti. Iniziare a diversificare e investire in ottica globale è un punto di partenza decisivo». Una nuova lira svalutata del 30% contro euro o di più contro marco, se l'euro si frantumasse e questo imporrebbe la necessità di coprirsi «comprando una valuta il più possibile simile al "nuovo marco" — continua a Piersimoni — ovvero oggi il franco svizzero. Certamente i tassi sul Bund finirebbero significativamente sotto zero, con guadagni in conto capitale interessanti, ma con effetti sulla valuta "aggiuntivi" (la Germania rimborserà in marchi?) molto incerti. Altre strategie di protezione classiche sono oro e titoli di Stato Usa, sempre utili nelle fasi di grandi turbolenze». La diversificazione resta però la strada maestra. «Nei nostri portafogli — conclude Marco Aboav, responsabile *asset allocation* di Moneyfarm — cerchiamo di essere esposti il meno possibile al rischio Italia perché evitiamo per nostra filosofia la concentrazione degli investimenti. Non bisogna d'altra parte dare per scontata la reazione dei mercati azionari a eventi politici di questo genere, almeno nel breve periodo. Il caso della Brexit in questo senso è illuminante. Per i nostri clienti inglesi abbiamo generato ritorni a doppia cifra nel 2016 perché la diversificazione anche delle valute ha pagato e il mercato azionario e obbligazionario sono entrambi cresciuti. I portafogli italiani sono costruiti allo stesso modo».

## Il termometro delle tensioni

### L'INDICE DI PROBABILITÀ DELL'ITALEXIT...

Indice *Sentix* della probabilità % di Italexit entro un anno e *spread* Btp-Bund a 10 anni in punti base



### ... E L'INDICE DI PROBABILITÀ DI ROTTURA DELL'EUROZONA

Indice quanto della probabilità % di rottura dell'eurozona e indice *Sentix* della probabilità di Italexit entro 5 anni. Dati in %



UN EVENTO DI:



MEDIA PARTNER:



14 15 16  
febbraio  
2017

ROMA  
AUDITORIUM PARCO DELLA MUSICA

creative-fam.it



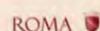
Iscriviti su  
[www.consulentia17.it](http://www.consulentia17.it)

IL PIÙ GRANDE EVENTO  
DEDICATO AI CONSULENTI FINANZIARI  
IL FUTURO DEL RISPARMIO È ORA

Seguici sui social con  
#consulentia17



COL PATROCINIO DI:



# Pronto a raccogliere la sfida? Nuovi Covered Warrant

VONTOBEL

Vontobel Certificati mette a disposizione una gamma di più di **600 Covered Warrant Call e Put** su una selezione di indici azionari e azioni italiane con scadenze tra i 3 e i 24 mesi (fino a dicembre 2018).

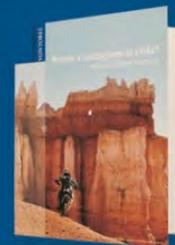
## I SOTTOSTANTI DEI COVERED WARRANT DI VONTOBEL

INDICI	FTSE Mib, Dax
AZIONI	Generali, Eni, Enel, Fiat-Fca, Intesa Sanpaolo, Leonardo, Stmicroelectronics, Atlantia, Unicredit, Buzzi Unicem, Cnh Industrial, Tenaris, Exor, Luxottica, Mediobanca, Prysmian

## Non conosci i Covered Warrant?

Scopri come funzionano i prodotti Vontobel nella brochure disponibile sul sito:

[certificati.vontobel.com](http://certificati.vontobel.com)



I Covered Warrant sono quotati sul segmento SeDeX di Borsa Italiana e sono negoziabili durante l'intera giornata di negoziazione su tale segmento. La liquidità dei prodotti è fornita da Bank Vontobel Europe AG in qualità di Market Maker.

Numero Verde: **800 798 693**

MESSAGGIO PUBBLICITARIO - PRODOTTI A COMPLESSITÀ MOLTO ELEVATA

**ZERO € commissioni\*** sui Leva Fissa Certificate e sui Covered Warrant (acquisto e vendita) con

**directa** \* **BINCK**  
trading on line dal 1996 VOGLIA DI AZIONE

\* per maggiori informazioni sulle condizioni di negoziazione a commissioni zero con i nostri partner, si rimanda al sito [certificati.vontobel.com/IT/Accordi-zero-commissioni](http://certificati.vontobel.com/IT/Accordi-zero-commissioni).

I Covered Warrant sono prodotti finanziari complessi che richiedono un monitoraggio continuo e una adeguata conoscenza finanziaria di questi strumenti e delle variabili che ne condizionano l'andamento in Borsa. Prima di effettuare qualunque investimento è necessario leggere attentamente la relativa documentazione di offerta, disponibile sul sito dell'emittente [certificati.vontobel.com](http://certificati.vontobel.com). Per ulteriori informazioni contattare Bank Vontobel Europe AG. [certificati.vontobel.com/IT/IT/Chi\\_Siamo/Contatti](http://certificati.vontobel.com/IT/IT/Chi_Siamo/Contatti). Questi prodotti sono prodotti a leva, a capitale non protetto e, conseguentemente, possono comportare la perdita totale del capitale investito. Le commissioni azzerate sono commissioni di ricezione e trasmissione di ordini di acquisto e vendita dei Leva Fissa Certificate e Covered Warrant per un controvalore minimo dell'ordine di 1.500€.

Messaggio pubblicitario con finalità promozionali.

Prima di ogni decisione di investimento leggere attentamente il Prospetto di Base (approvato da BaFin in data 21/09/2016), ogni eventuale supplemento e la relativa Nota di Sintesi nonché le Condizioni Definitive (Final Terms) del prodotto ad essa allegati, in particolare le sezioni dedicate ai fattori di rischio connessi all'investimento ai costi e al trattamento fiscale, al funzionamento del prodotto nonché ogni altra informazione che l'intermediario sia tenuto a mettere a disposizione degli investitori, disponibili sul sito dell'emittente [certificati.vontobel.com](http://certificati.vontobel.com). I prodotti qui descritti sono destinati ad un pubblico di investitori informati che abbiano le conoscenze necessarie per comprendere le informazioni contenute in questo documento. Il presente documento ha scopo puramente informativo e pubblicitario e non costituisce in alcun modo una sollecitazione, offerta, consulenza o raccomandazione di tipo finanziario, contabile, legale o altro, non è da considerarsi esaustivo e né può fungere da base ad una decisione di investimento e non ha alcun valore contrattuale. L'investitore è pertanto tenuto a valutare autonomamente, prima della decisione di acquisto di tali prodotti, i vantaggi e i rischi connessi all'investimento e tutti gli aspetti di tipo legale, fiscale e contabile che ne conseguono. In tale processo di analisi e valutazione dei rischi connessi a tali prodotti, l'investitore potrà altresì avvalersi di consulenti finanziari e/o professionisti competenti.