

I GESTORI DEL FORUM

ENRICO BIGLINO, 39 anni, direttore investimenti di Dws investments Italia, è arrivato nella società del gruppo Deutsche Bank nel 2002, dopo essere stato direttore investimenti di Zurich investments.

FILIPPO DI NARO, 36 anni, direttore investimenti di Bpu Prumerica dal 2003. Ha iniziato la carriera a Londra con Prudential. Poi è andato in Deutsche Bank fondi. È stato responsabile «market operations» di Borsa italiana e direttore investimenti di Investar.

FLAVIO FABBRIZI, 39 anni, da maggio managing director, head of debt finance and advisory di Hsbc in Italia dopo una parentesi in Cofiri. Aveva già lavorato in Hsbc per nove anni a Londra.

LUCA GIRI, 40 anni, co-responsabile delle gestioni obbligazionarie di Bipielle Fondicri. Ha iniziato a lavorare nel gruppo Popolare di Lodi nel 1992 nell'area finanza.

CARLO GENTILI, 41 anni, è tra i soci fondatori di Nextam partners, società indipendente nata nel 2001. Prima è stato gestore azionario in Euromobiliare sgr.

SANTINA PERCASSI, 43 anni, direttore investimenti di AAA Bank dal 2000. Ha iniziato la carriera in Sanpaolo nel 1988 fino a diventare responsabile gestione clienti privati.

FRANCO PURICELLI, 41 anni, direttore investimenti Aureo gestioni dal 1997, dopo 10 anni in Gesticredit (ora Pioneer) come gestore

MARCO RATTI, 44 anni, dal 2002 segue gli investimenti di Nextra im. Entrato in Comit nel 1989, ha lavorato nell'ufficio studi e nel 1997 è entrato nel team di gestione che ha ideato il Comit 30, oggi Mib30.

Enel ha fatto 13 Borsa a caccia di uno sfidante

Grazie al supercedolone del 10,5%, in poco più di tre mesi la società di Scaroni ha realizzato una delle più esaltanti performance. Chi farà meglio? Solo un altro difensivo, rispondono i gestori del forum di B&F. I casi Siemens e Mediaset

A. MESSIA e G. PETRUCCIANI

È un mercato «noioso», perché troppo prevedibile. Ma, finché si guadagna, perché lamentarsi? Nessuna nuova, buona nuova, insomma. E chi cerca emozioni forti, guardi ai ricchi dividendi appena distribuiti da quelle azioni che molti gestori intervenuti al forum di Borsa & Finanza del 20 marzo avevano indicato come le loro preferite. Nella lista delle società considerate promettenti primeggiavano Enel, Eni e Telecom Italia, che da allora sono cresciute, rispettivamente, del 12,89% (ma l'investitore tra dividendo ordinario e straordinario incasserà nel 2004 un altro 10,5%), dell'8,79% e del 6,89%. Proprio la massiccia presenza di titoli difensivi nel Mib30 spiega un'apparente contraddizione: Piazza Affari, espressione di un'economia dal passo debole, ha fatto meglio di tutte le altre Borse dell'area Ocse. Così, da fine marzo, il Mibtel è salito del 2% circa, a dispetto di una flessione dello 0,24% del-

l'indice europeo Dj Stoxx50 e di una perdita dello 0,6% dell'S&P500. Ma tutto questo ormai è il passato. Altre sfide, dopo il primo rialzo dei tassi Usa, aspettano i mercati, sotto la pressione del caro greggio e della sfida elettorale Usa che sta per entrare nel vivo. Un secondo rialzo dei tassi ad agosto è quasi scontato, salvo emergenze improvvise (sul fronte del petrolio, in particolare). Ma a soffrire non sarà tanto il mercato azionario quanto il mercato dei bond, in cui si celano le trappole più insidiose. E la cedola forte, sarà ancora la carta vincente. Sono questi alcuni dei risultati del Forum di metà anno di Borsa & Finanza, che ha visto la partecipazione, il 13 luglio scorso, di otto gestori, espressione di una quota consistente del mercato. Ecco la sintesi di una discussione intensa, di un paio d'ore, che non ha risparmiato i temi caldi (la crisi del gestito, il calcolo delle commissioni per le sgr, la moda dei prodotti strutturati) ma che non poteva che cominciare dalla regina di metà 2004: l'Enel.



Enrico Biglino (Dws): «Italia attraente. Le società da preferire? Sicuramente Pirelli & C., Tim, Generali e Italcementi»



Luca Giri (Bipielle Fondicri): «I mercati sono vittime di un continuo rincorrersi di dati negativi e positivi. Il risultato? Uno status quo».



Franco Puricelli (Aureo Gestioni): «Il 2004 sarà un anno senza infamia e senza lode. Non vedo Nirvana, ma neanche disastri»

1 Piazza Affari in testa all'Europa. La società di Paolo Scaroni in cima al Mib 30. Andrà così anche nei prossimi mesi? E quali titoli possono battere o almeno competere con l'Enel?

BIGLINO - Il listino italiano, ricco di titoli difensivi, resta attraente e anche l'Europa promette bene grazie alle valutazioni più contenute e allo spazio di recupero in termini di redditività per le imprese. Per quanto riguarda gli Stati Uniti, invece, pesano le valutazioni già alte, anche se le società americane godono di una più sostenuta crescita degli utili. I titoli che preferisco? Pirelli, Tim, Generali e Italcementi. Pirelli ha una posizione di leadership in ogni attività, ha ristrutturato il settore dei cavi e produce eccellenti pneumatici di alta gamma. Tim, invece, potrà contare sul 3G e sulle nuove applicazioni che le permetteranno di mettere a frutto gli investimenti passati; inoltre salgono le probabilità di un prossimo *releveraging* tramite dividendo o buy back. Generali ha fatto progressi nella governance e nella comunicazione con il mercato. Italcementi, infine, è una società difensiva con forte cash flow, ben diversificata a livello geografico e con potenzialità di crescita nei mercati emergenti.

PURICELLI - Credo che sarà un anno senza infamia e senza lode per i mercati. Non vedo situazioni esaltanti, ma neanche disastri. In base alle aspettative attuali ritengo adeguata una valutazione dell'S&P a 1.200 punti (oggi a circa 1.110 punti) e dell'Eurostoxx50 a 3.000 punti (adesso 2.755), con l'Italia in linea con l'Europa. Mentre il Topix, per il fatto che il Giappone ha una forza economica interna poco correlata con gli altri mercati, potrà raggiungere i 1.300 punti (parte da 1.150). Credo molto nelle potenzialità di due titoli: in



Marco Ratti (Nextra Im): «Le elezioni Usa non avranno alcun impatto sui mercati. Sul fronte economico non cambierà nulla»

Europa Siemens, che ha svecchiato il management; in Asia Tlc Indonesia perché la crescita nell'area proseguirà.

GIRI - Anch'io non prefiguro grandi stravolgimenti. Mi sembra che i mercati siano vittime di un continuo rincorrersi tra dati negativi e positivi. In particolare, quelli macro effettivi tendono a contraddire le previsioni iniziali. E il risultato è una fase di stand-by con le Borse che si muovono sugli stessi livelli di inizio anno. Per questo consiglio ancora titoli con elevato dividendo e tra questi Enel resta il preferito: la società ha garantito una cedola di 0,96 euro e distribuirà un dividendo straordinario di 0,33 euro in ottobre. Mentre per il 2005 è stato stabilito un minimo di 0,36 euro. Sempre in tema di dividend yield segnalo Tim, Telecom, sia ordinarie sia risparmio, ed Eni. Mentre Unicredito

ENRICO BIGLINO (DWS INVESTM.)
I titoli consigliati dal gestore - Dati al 15/07/2004

Società	Prezzo	Var. % da gennaio
PIRELLI & C.	0,83 euro	2,65
TIM	4,55 euro	5,42
GENERALI	21,90 euro	4,29
ITALCEMENTI	10,79 euro	9,10

LUCA GIRI (BIPIELLE FONDIRICI)
I titoli consigliati dal gestore - Dati al 15/07/2004

Società	Prezzo	Var. % da gennaio
ENEL	6,59 euro	22,26
TIM	4,55 euro	5,42
TELECOM RISP.	1,80 euro	11,46
TELECOM ORD.	2,49 euro	5,96
ENI	16,73 euro	11,83
UNICREDITO	3,98 euro	-7,01

FRANCO PURICELLI (AUREO GEST.)
I titoli consigliati dal gestore - Dati al 15/07/2004

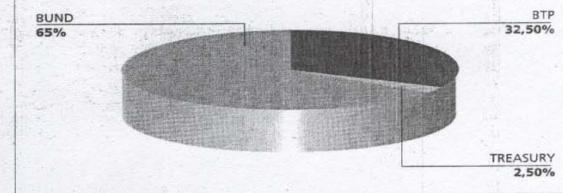
Società	Prezzo	Var. % da gennaio
SIEMENS	56,16 euro	-11,57
TLC INDONESIA	7,450 rupie	10,37

MARCO RATTI (NEXTRA IM)
I titoli consigliati dal gestore - Dati al 15/07/2004

Società	Prezzo	Var. % da gennaio
GLAXO SMITH KLINE	10,67 sterline	-16,64
BASF	43,86 euro	-1,62
RYAN AIR	4,72 euro	-28,36

Miglior il Bund, il Btp o il Treasury?

Elaborazione di Borsa & Finanza sulle risposte dei gestori



può essere una scelta valida per chi crede nella ripresa dell'economia italiana e nella crescita dell'Europa.

lungo termine e investimenti in strumenti di mercato monetario a scapito delle scadenze a 2-5 anni.

2 E sul fronte obbligazionario? Il 30 giugno la Fed ha dato un primo netto segnale sull'andamento dei tassi. Quali saranno gli effetti?

PERCASSI - La Federal Reserve aveva lentamente preparato i mercati al rialzo e nel brevissimo termine l'intervento è stato del tutto assorbito. E in caso di crescita economica sostenuta e di rinnovati timori inflativi, questo aumento sarà soltanto il primo di una lunga serie con evidente impatto sulle obbligazioni. Considerando la situazione attuale credo che prima di fine anno i tassi Usa potrebbero salire in più di una ripresa considerando il livello di partenza storicamente basso. E un rialzo più aggressivo avrebbe un effetto negativo più forte sulle obbligazioni che sulle azioni. In Europa, d'altro canto, i rialzi della Bce saranno di minore entità e più dilazionati nel tempo. Che cosa comprare in questa situazione? Consiglierei il mercato obbligazionario europeo, con una piccola porzione di bond a

GENTILI - Sono d'accordo. Un rialzo più aggressivo dei tassi farebbe più male ai bond che all'equity: un inasprimento della politica monetaria sarebbe infatti conseguenza di una ripresa più forte e di una contestuale crescita degli utili aziendali. Passando alle scelte strategiche, in questo momento preferirei i titoli a tasso variabile sia in Usa sia in Europa: non vale la pena rischiare troppo per guadagnare qualche centesimo di punto in più. Più in dettaglio vedo buone opportunità tra le emissioni corporate delle grandi società americane come General Motors e Ford, che hanno rischi ragionevoli. Altrimenti è meglio acquistare titoli di Stato.

DI NARO - In effetti in questa fase conviene restare prudenti. Personalmente preferisco i titoli europei a quelli americani e giapponesi ma in genere costruisco i portafogli dei miei clienti in modo protettivo sottopesando i tratti della curva più direzionali. Oggi ritengo la curva americana cara su tutte le scadenze

(continua a pagina 12)

(segue da pagina 11)

ze, mentre quella europea è più sicura. Per quanto riguarda i portafogli corporate mi piacciono le scadenze brevi (uno-cinque anni) dei settori telecom e auto. Mentre per le scadenze più lunghe consiglio un'esposizione sui finanziari. Anche secondo me sono interessanti le emissioni a tasso variabile.

3 Con l'approssimarsi delle elezioni americane, che fino a oggi non hanno avuto un impatto significativo sui mercati sia azionari sia obbligazionari, che cosa bisognerà aspettarsi?

DI NARO - Le presidenziali americane, che potrebbero generare un po' di volatilità sul mercato obbligazionario, saranno una variabile significativa nella scelta degli investimenti. Per l'estate, comunque, non ci aspettiamo molto dal mercato azionario.

PURICELLI - L'impatto delle elezioni sarà sicuramente più significativo nel 2005. In particolare, sarà importante vedere chi riuscirà a spuntarla e come il vincitore intenderà affrontare il problema dell'ingente debito pubblico americano. Per ora però l'attenzione del mercato resta rivolta al fronte societario. Fino a oggi l'incremento degli utili è stato forte ma ora diventa difficile mantenere un simile trend.

RATTI - Anche secondo noi l'impatto delle elezioni sui mercati sarà poco significativo. Dal lato economico la vittoria dei repubblicani o dei democratici non farà alcuna differenza. Il Congresso americano, infatti, rimarrà a maggioranza repubblicana. La differenza si vedrà soltanto sul fronte della politica estera. Di conseguenza i nostri fondi comuni non sono preparati per un cambiamento epocale dell'andamento dei mercati. In particolare siamo piuttosto corti sull'obbligazionario euro, più per prudenza che per convinzione, e continuiamo a mantenere le nostre posizioni relative value.

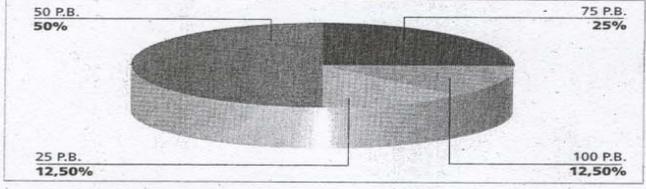
4 E sul fronte politico italiano? Come hanno reagito i mercati alle dimissioni del ministro dell'Economia? E che cosa si attendono dai conti pubblici?

FABBRIZI - Non ci sono stati grandi stravolgimenti, come hanno dimostrato le quotazioni del mercato obbligazionario. Tanto che lo spread tra il Btp italiano e il Bund tedesco è rimasto di fatto stabile.

GENTILI - Io credo invece che le dimissioni di Giulio Tremonti non abbiano fatto bene. È un peccato per l'Italia vedere un ministro apprezzato che va via prima di avere trovato un valido sostituto. E che lascia un ministero chiave di fatto vacante. Per gli inglesi o gli americani una situazione di questo tipo sa-

Quale sarà l'entità del rialzo dei Fed Funds da qui alla fine dell'anno?

Elaborazione di Borsa & Finanza sulle risposte dei gestori



Flavio Fabbri (Hsbc Bank): «Le dimissioni di Tremonti non hanno creato grandi sconvolgimenti. Il differenziale di tassi tra Btp e Bund è rimasto praticamente invariato»



Santina Percassi (AAA Bank): «Basta con gli interventi del governo una tantum. Serve una manovra severa per far capire che è stata intrapresa la via del risanamento»

rebbe semplicemente agghiacciante.

GIRI - Le dimissioni di Tremonti non dovrebbero però essere causa di scossoni per i mercati perché non sono state accompagnate da una crisi di governo. E poi l'interim di Silvio Berlusconi garantirà continuità nelle politiche economiche impostate negli ultimi mesi. Sarà comunque importante per l'Italia nominare in tempi brevi un nuovo ministro per evitare che altre agenzie di rating si possano accodare a Standard & Poor's, che ha recentemente tagliato il giudizio di merito ad AA-.

PERCASSI - Per quanto riguarda l'intensità della manovra credo che un approccio severo farebbe molto bene ai mercati: sarebbe un segno che sono finalmente finiti gli interventi una tantum e che è stata intrapresa la via del risanamento. I mercati dunque non potrebbero che reagire positivamente.

RATTI - Finora i mercati finanziari hanno reagito poco alle novità che riguardavano i singoli Paesi dell'area euro. E anche nel caso dell'Italia, il downgrade e le difficoltà del governo non hanno avuto particolari conseguenze. Pensiamo che l'appartenenza all'area euro permetta infatti di ignorare choc limitati. Ma c'è da stare attenti perché una crisi di portata più ampia potrebbe avere effetti significativi. Non dimentichiamo però, a parziale discolpa dell'Italia, che tedeschi e francesi, contro i quali si calcolano gli spread dei titoli governativi, hanno problemi di finanza pubblica non meno rilevanti. La manovra? Credo che

FLAVIO FABBRIZI (HSBC)

I titoli consigliati dal gestore - Dati al 15/07/2004

Società	Indici	Punti	Var.% da gen.
Si ai beni ciclici	DJ STOXX CYCLICAL	129	2,00
No ai finanziari	FINANCIAL SERVICES	220	7,90
No a Oil e Gas	DJ STOXX ENERGY	300	9,60

SANTINA PERCASSI (AAA BANK)

I titoli consigliati dal gestore - Dati al 15/07/2004

Società	Prezzo	Var.% da gennaio
ENI	16,73 euro	11,83
SAIPEM	7,59 euro	18,24
MEDIASET	8,86 euro	-5,94
TF1	23,93 euro	-13,55
MILANO ASSICURAZIONI	3,16 euro	4,12

più che interventi severi ci sia bisogno di correzioni durature nel tempo.

5 L'industria del risparmio gestito è ormai invecchiata. Poggia, infatti, su un modello di business basato sul boom di crescita degli anni Ottanta. Come pensate di innovarvi?

GENTILI - Credo che l'intera industria dovrà fare presto i conti con la vendita in massa di prodotti strutturati degli ultimi anni. Si tratta di strumenti che bloccano i capitali dei risparmiatori per diversi anni e che potrebbero rappresentare una cocente delusione per i clienti. E poi è vero che l'industria del risparmio gestito ha bisogno di cambiamenti, anche se resta più trasparente di altri settori, come quello delle polizze assicurative. D'altra parte, però, trovo che sia fuori da ogni logica il comportamento delle associazioni dei gestori in questo momento. Mi riferisco, in particolare, alla loro opposizione al cambiamento per il calcolo delle com-

Le obbligazioni da preferire

Elaborazione di Borsa & Finanza sulle risposte dei gestori

TITOLI DI STATO
CCT scadenza maggio 2011
BTP 4,5% scadenza febbraio 2020
BTP 5% scadenza agosto 2034
CORPORATE
France Telecom 6,75% scadenza marzo 2008
Edison 5,125% scadenza dicembre 2010
Merrill Lynch tasso variabile scadenza marzo 2011
Scadenze brevi (1-5 anni) dei settori telecom e auto
Scadenze lunghe sui titoli finanziari
Emissioni di General Motor e Ford
Emissioni di Telecom Italia
Scadenze brevi del settore utility

FILIPPO DI NARO (BPU PRUMER.)
I titoli consigliati dal gestore - Dati al 15/07/2004

Società	Prezzo	Var.% da gennaio
VEBIO	11,25 euro	-9,27
GAMESA	11,93 euro	37,17
VIVENDI UNIVERSAL	21,26 euro	10,33

CARLO GENTILI (NEXTAM PARTN.)
I titoli consigliati dal gestore - Dati al 15/07/2004

Società	Prezzo	Var.% da gennaio
AUTOGRILL	11,95 euro	5,24
AUTOSTRADE	16,19 euro	16,20
RCS	3,40 euro	21,43

missioni di performance, con il passaggio da una base mensile o trimestrale a una annuale. È assurdo pagare costi aggiuntivi se il proprio fondo non batte il benchmark su base annuale.

BIGLINO - Penso anche io che i costi dei fondi comuni siano spesso troppo elevati, ma restano comunque molto più trasparenti rispetto alle polizze assicurative.

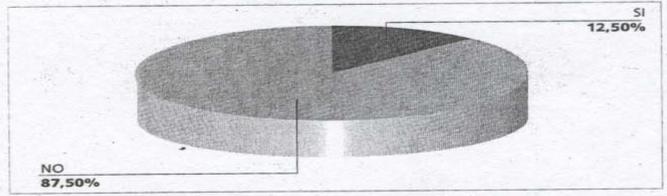
DI NARO - Spezzerei una lancia a favore del risparmio gestito. Troppo spesso i fondi sono stati oggetto di critica, forse proprio perché sono più trasparenti e possono essere facilmente attaccati. Ma le altre alternative sono il più delle volte peggiori.

RATTI - Tornando alla crescita, è vero che i tassi di sviluppo del settore non sono più quelli degli anni Ottanta, ma nonostante ciò non credo che l'industria sarà stagnante perché il risparmio gestito dovrebbe crescere almeno allo stesso livello del tasso nominale del Pil. Gli asset quindi ci sono e poi arriveranno nuovi capitali dai risparmi pensionistici. Certo, non si può nascondere che qualche cambiamento andrà fatto. In particolare, è necessario fare una pulizia interna alle società.

6 Eppure negli ultimi mesi ai risparmiatori sono state vendute in massa polizze assicurative e prodotti total return che promettono ai clienti un guadagno sempre e comunque, in ogni situazione di mercato. Una mossa di marketing che rischia di rivelarsi un'illusione?

PURICELLI - Se i clienti che hanno ac-

Nei prossimi sei mesi la Bce interverrà sui tassi d'interesse?
Elaborazione di Borsa & Finanza sulle risposte dei gestori



Filippo Di Naro (Bpu Prumerica): «Troppo spesso i fondi sono stati oggetto di critica perché più trasparenti e quindi facilmente attaccabili. Ma le alternative sono peggiori»



Carlo Gentili (Nextam): «È fuori da ogni logica che le associazioni dei gestori si siano opposte al cambiamento del calcolo delle commissioni proposto da Banca d'Italia».

quistato un prodotto total return si accontenteranno di un rendimento minimo pari all'Euribor più lo 0,25% non ci sarà alcun problema. L'eventuale delusione dipenderà quindi da come sono stati venduti questi prodotti e dalle aspettative che hanno creato. Parlando invece di polizze, non si può nascondere il rischio che, vendendole in massa, i capitali dei clienti restino bloccati per lungo tempo. Liquidare questi prodotti prima della scadenza è spesso penalizzante. Un esempio? Avere un portafoglio costituito da una polizza Futuro roseo, Presente tranquillo e Passato brillante non permetterà al risparmiatore di beneficiare di un'eventuale ripresa del mercato.

GENTILI - Il rischio c'è. Quando le Borse riprenderanno a crescere a ritmi del 15%, e molto probabilmente lo faranno, saranno tanti i risparmiatori delusi dal fatto che i loro prodotti strutturati avranno guadagnato poco più del 2 per cento.

RATTI - Sono d'accordo, ma solo in parte. Questi prodotti inchiodano i portafogli, e nessuno lo può negare. Ma questo accade solo se si acquistano soltanto strumenti strutturati e polizze. Va però detto che sono prodotti capaci di proteggere i risparmiatori dalle flessioni dei mercati e se sottoscritti nelle giuste dosi possono stabilizzare i portafogli.

FABBRIZI - I titoli strutturati sono spesso poco liquidi. Per l'industria è una strategia sbagliata creare strutture che trattano subito a sconto, perché l'opzione è stata venduta con un ampio margine per la società che ha costruito il prodotto. Il cliente in questo modo corre il rischio di non poter rivendere l'opzione sul mercato senza rimetterci parte dei capitali investiti.

7 C'è un altro settore su cui i risparmiatori hanno puntato con decisione in questi ultimi anni. Si tratta dell'immo-

biliare, che ha dato grandi soddisfazioni a chi ha acquistato prima del boom. Ora che cosa conviene fare?

GIRI - Investire oggi in immobili è sicuramente rischioso. Bisogna infatti stare attenti all'aumento dei tassi d'interesse. L'intervento della Banca centrale europea potrebbe essere la scintilla per fare esplodere la bolla nella quale si trova il settore, con le abitazioni e gli uffici che hanno raggiunto ormai quotazioni elevatissime.

RATTI - Io penso però che ci sia ancora qualche opportunità, soprattutto tra i fondi immobiliari quotati, che sono negoziati in Borsa con sconti consistenti, fino al 35%, rispetto ai loro patrimoni sottostanti.

GENTILI - Effettivamente i fondi quotati a Piazza Affari trattano a sconto rispetto al Nav (il Net asset value, ndr), ma si tratta di una situazione che rientra nella norma. La stessa cosa accade per esempio con i fondi immobiliari asiatici. Ma questa sottovalutazione dipende dal fatto che si tratta di prodotti poco liquidi che per evitare perdite de-

L'industria del gestito ha bisogno di svecchiarsi. Il pericolo arriva da polizze e strutturati che hanno ingessato i portafogli. Mentre il total return potrebbe essere la prossima delusione

vono essere portati fino a scadenza. E poi bisogna considerare anche un altro fattore molto importante: il prezzo al quale sono stati conferiti o acquistati gli immobili. Se questo è alto, difficilmente il fondo restituirà guadagni interessanti. Inoltre lo scoppio della bolla immobiliare farebbe abbassare il Nav del fondo, riducendo lo sconto rispetto al valore di quotazione.

BIGLINO - Anche io starei molto attento a questi prodotti. Lo sconto c'è, ma bisogna capire rispetto a che cosa. Sono d'accordo con Gentili che bisogna prestare particolare attenzione al valore al quale sono stati effettuati i conferimenti degli immobili che costituiscono il fondo.

PERCASSI - Concordo. C'è il rischio di una sopravvalutazione dei prezzi del mercato immobiliare anche se in Italia rispetto ad altri mercati europei è meno evidente. In Spagna, soprattutto in Andalusia, hanno già dato dato l'allarme sul settore e si è cominciato a parlare di bolla speculativa soprattutto con riferimento all'area uffici. In Italia si parla di rallentamento anche se non ancora di pericolo di pesanti flessioni. In ogni caso, date le attuali valutazioni, in questo momento il mercato immobiliare non è sicuramente un'opportunità d'investimento.