

I VOSTRI SOLDI IL TRADER

# Alla larga dai bond

Gli esperti puntano sul listino tedesco per sfruttare le ristrutturazioni aziendali. In Italia i temi vincenti sono le banche e le blue chip come Enel ed Eni



**ROMITO**  
DB, SG, BBVA  
SAIPEM E TOTAL

di Ester Corvi

**I**l semestre che verrà. Che sorprese riserverà agli investitori? Il doppio deficit Usa, la pazzia corsa del petrolio e la moneta cinese sono fra le maggiori incognite che gravano sui listini, che da inizio anno hanno guadagnato il 9,7% in Europa e l'11,2% in Nord America (indici Msci in euro). Le parole di Greenspan, che giovedì 30 giugno ha aumentato i tassi di un altro quarto di punto, portano quelli sui Fed fund (cioè i tassi interbancari a breve) al 3,25%, dimostrandosi

cano, anche se sarà sempre più difficile avere ritorni dagli investimenti azionari, perché manca la crescita.

**Romito.** A mio parere le borse europee continueranno a fare meglio di quelle americane, perché gli Stati Uniti vanno meno bene del previsto e i tassi di interesse sono cresciuti più delle attese. Inoltre c'è il rischio di una caduta dei prezzi degli immobili, che potrebbe far rallentare l'economia.

**Ricolfi.** Sul dilemma Usa/Europa, inquadrei la recente sovra-

precedenti, e comunque segnalerebbero uno stato del ciclo economico così anemico da non poter certo sostenere durevolmente le borse. Quanto agli utili, soprattutto in Europa, mi pare difficile anticipare progressi significativi. La qualità dei risultati in media non è già oggi entusiasmante e non vedo da dove dovrebbe venire un immediato futuro più brillante. Quindi, anche se in media le valutazioni non mi sembrano estreme, anticiperei un clima decisamente più sobrio, rispetto all'euforia che ci accompagna da oltre due anni.

aziende europee, mentre i tassi di interesse continuano a salire negli States e il costo del lavoro unitario sta crescendo come l'inflazione. In Europa sale generalmente meno e ciò mette a rischio i margini aziendali. Contro questo scenario gioca la bassa crescita economica e la generale sfiducia nelle istituzioni che si riscontra in Europa.

**Romito.** A favore il livello



cautamente ottimista sulle prospettive dell'economia americana, non sono bastate per rassicurare le borse. Cosa ne pensano gli esperti? *Milano Finanza* ha organizzato un forum con i responsabili delle maggiori sim è sgr italiane. Hanno partecipato Paolo Bosani, partner fondatore, responsabile dei fondi comuni Kairos, Alberto Foà a.d. di Anima sgr, Nicola Ricolfi, a.d. di Nextampartners, Nicola Romito a.d. di Monte Paschi asset management sgr, E.Stefano Rossi a.d. Ubs sim.

**Domanda.** Cosa vi aspettate nel secondo semestre dalle borse europee? Faranno meglio o peggio di Wall Street?

**Rossi.** Nel secondo semestre ci aspettiamo ancora una performance relativamente migliore da parte delle borse europee rispetto al mercato americano.

performance europea alla stregua dei famosi 6 minuti di Milan-Liverpool: dedurre che il Liverpool vincerà ancora la Champions League mi pare un azzardo, io rimango milanista e continuo a considerare gli Usa il pilastro di qualsiasi portafoglio azionario globale. Le variabili in gioco sono i rendimenti delle obbligazioni e gli utili societari. Sul primo fronte, credo che i livelli nominali attuali in Europa siano ai minimi di sempre e in America ai livelli di fine anni 60. Ulteriori ribassi sarebbero come minimo privi di

**D. È d'accordo dott. Bosani? Bosani.** L'ipotesi più probabile è che si vada incontro a un movimento orizzontale con rendimenti estremamente differenziati a seconda delle singole società e/o dei diversi settori. A mio parere, le borse europee continueranno a fare meglio delle borse Usa, come è stato da inizio anno, solo nell'ipotesi in cui l'euro continuerà a essere debole.

**D. Quali fattori giocano a favore e quali contro l'andamento delle borse europee? Rossi.** Guardando alle valutazioni, delle società europee a livello di price/book value rimangono tuttora più basse di quelle americane (circa 2 per le europee contro 2,7 per le americane). In Europa c'è ancora spazio per migliorare il ritorno sul capitale investito di molti business (in media il roic delle società americane è 23,5% e di quelle europee è 16,4%). Fra i fattori macro, un euro più «debole» contro il dollaro aiuta le

ancora basso dei tassi di interesse e contro l'andamento dell'economia dei principali paesi europei.

**Ricolfi.** L'unico fattore pro Europa che vedo risiede nella cabala Morgan Stanley ha cal-



**RICOLFI**  
UNICREDITO  
E LUXOTTICA

**Bosani.** A mio parere, la debolezza del cambio continuerà a svolgere un ruolo essenziale a favore delle borse europee, e viceversa. Anche la dinamica dei tassi di interesse potrebbe giocare un ruolo positivo rispetto ad altri paesi.

**D. C'è una borsa in Europa che ha maggiori chance di altre?**

**Bosani.** Tenderei a preferire le borse europee dove maggiore è il numero dei titoli che possono essere favoriti dalla debolezza dell'euro (Germania, Olanda).

**Rossi.** Ogni mercato in Europa ha le sue caratteristiche, in Germania si può giocare la ristrutturazione aziendale, in Scandinavia l'espansione dei margini aziendali, in Italia la concentrazione del sistema bancario e la capacità di pagare dividendi di alcune large caps come Enel, Eni, Telecom Italia che pesano molto sull'indice.

**Romito.** La Germania è il mercato azionario che ha le maggiori po-

**BOSANI**  
GERMANIA  
E OLANDA

## I VOSTRI SOLDI IL TRADER

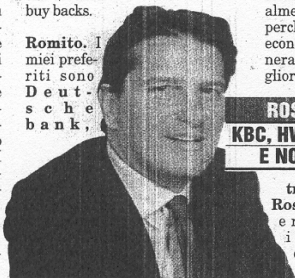
tenzialità di crescita perché in quel paese è in atto un importante processo di ristrutturazione.

### Domanda. Quali settori/temi di investimento saranno vincenti?

**Rossi.** Nella seconda parte dell'anno la difficoltà di crescita delle economie europee sarà ancora più evidente. Ci aspettiamo, innanzitutto, un ritorno di interesse per le utilities, in particolare produttrici di elettricità, perché sono tra le poche aziende in grado di trasferire il caro petrolio in tariffa e, in secondo luogo, che il processo di concentrazione nel settore bancario continui anche fuori dall'Italia. I tassi di interesse in Europa rimarranno bassi e le banche per crescere spingeranno ancora sul credito al consumo e i mutui. Questo continuerà a generare alte valutazioni per molte categorie di asset reali e in particolare il real estate.

dell'East Europe e il potenziale di ristrutturazione. **Hvb e Baa**, perché il mercato è troppo pessimista sulla regolamentazione e la forte generazione di cassa. **Nokia**, per il suo impegno a restituire cassa agli azionisti fino al 20% della market cap nei prossimi due anni tra dividendi e buy backs.

**Romito.** I miei preferiti sono **Deutsche Bank**,



**ROSSI**  
**KBC, HVB, BAA**  
**E NOKIA**

### D. E per il petrolio?

**Rossi.** Se dovesse salire ancora e rimanere stabilmente sopra i 60 dollari, farà preoccupare di più gli investitori in azioni, poiché per ora non si è

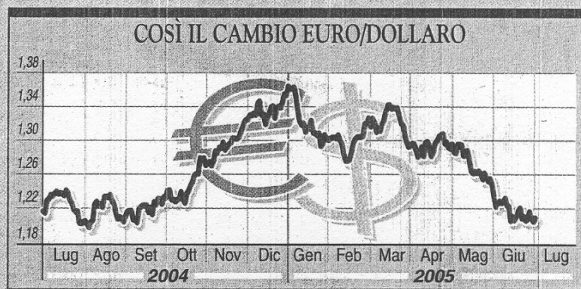
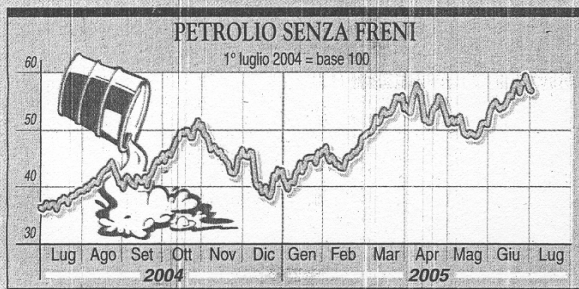
un fattore rilevante, ma non decisivo come spesso si lascia supporre. Credo che, come è già successo in passato, il rialzo dei prezzi energetici sia un pretesto utilizzato per giustificare un andamento meno brillante delle attese in Europa, ma in realtà le cause sono totalmente diverse.

### D. Cosa ne pensa dott. Foà?

**Foà.** Non esiste una relazione univoca o costante tra l'andamento del prezzo del petrolio e quello dei mercati finanziari. Ne consegue che anche una previsione corretta sul futuro andamento del petrolio non permetterebbe di determinare l'andamento dei tassi di interesse e di inferire da questo quello delle borse. Chi all'inizio del 2003, contrariamente al consenso, avesse ipotizzato per gli anni successivi una forte crescita del prezzo del pe-

Ubs investment bank è neutrale sull'azionario, sottopesata sui bond e sovrappesata in cash.

**Ricolfi.** Non vorrei ricorrere all'esempio di Deng Xiaoping che, richiesto un commento sull'eredità storica della Rivoluzione francese (1789), rispose che era troppo presto per parlarne, ma veramente non credo esista al mondo qualcuno capace di dare una raccomandazione del genere parlando dei mesi a venire. L'unica cosa che mi sento, onestamente, di dire, è che penso che le attività finanziarie, generalizzando, si trovino in una fase storica di ritorni assoluti bassi, e che forse non si tratterà di una fase breve. Il noto esempio dell'indice S&P, rimasto invariato in termini nominali per 13 anni tra il 1965 e il 1978, è certamente estremo ed esagerato, ma serve a ricordare che storicamente una fase estesa di



**Bosani.** Il tema centrale è legato alla ripresa delle esportazioni. In una seconda fase il mercato tornerà a concentrarsi sui titoli con alta redditività, in termini di dividendi e/o di free cash flow

**Romito.** Senz'altro il settore dell'energia e quello del public outsourcing, per la tendenza di molti grandi enti e imprese a ridurre i propri attivi ed externalizzare. Continuerà a essere interessante l'investimento in banche e compagnie di assicurazioni.

### D. A livello di singoli titoli, quali sono più promettenti?

**Ricolfi.** In Italia, **Unicredit** e **Luxottica**, aziende per le quali, al di là delle loro arcinote qualità fondamentali, è bello che l'Italia con le sue depremiti baruffe da tardo impero diventi progressivamente solo uno dei tanti mercati. In Europa i nostri principali investimenti oggi sono **Novartis** e **Public Power**.

**Rossi.** A livello di singoli titoli ci piacciono **Kbc** e **Unicredit** per l'esposizione ai mercati in crescita

**Commerzbank, Société générale, Bbva, Saipem e Total.**

### D. Nel secondo trimestre il dollaro ha guadagnato a rafforzarsi sull'euro (+7,4%). Che scenario vi aspettate sui mercati valutari?

**Bosani.** Un euro ancora debole, in attesa che il mercato verso fine anno torni a concentrarsi sui problemi strutturali del dollaro. In quel momento l'interesse del mercato dovrebbe spostarsi verso le valute asiatiche, in particolare lo yen.

**Romito.** A breve il dollaro potrebbe ancora rafforzarsi ma nel medio-lungo termine potrebbe tornare ancora debole rispetto all'euro

**Foà.** Le valute non sono una attività finanziaria come le azioni o le obbligazioni e non sono caratterizzate da un trend secolare di crescita. Possono essere utilizzate solo come strumento di speculazione.

**Ricolfi.** Non svolgiamo una

visto un effetto negativo sugli utili aziendali. Le utilities sono un naturale hedge contro il caro petrolio.

**Bosani.** Le correzioni anche violente sul prezzo del petrolio saranno inevitabili, man mano che vengono raggiunti nuovi massimi, ma rimane di fondo il problema strutturale di uno sbilancio tra domanda e offerta che porterà inevitabilmente a nuovi rialzi di prezzi nel corso dei prossimi anni.

**Romito.** A mio avviso, i prezzi del petrolio rimarranno elevati a lungo.

**Ricolfi.** Investire in materie prime non è il mio mestiere, a posteriori, noto però che ai fini degli utili aziendali il prezzo del petrolio è certamente

avrebbe dovuto dedurne una salita dei tassi e una discesa dei mercati azionari. A due anni di distanza, il prezzo del petrolio è effettivamente esplosivo, ma i rendimenti dei titoli di stato a lungo termine sono rimasti stabili o addirittura scesi e i mercati azionari in tutto il mondo sono saliti in modo evidente.

### D. Infine, in termini di asset allocation internazionale, è meglio sovrappesare/sottopesare l'esposizione in azioni, bond o liquidità?

**Bosani.** Le azioni possono continuare a essere sovrappesate, ma solo in una logica di estrema selettività.

**Rossi.** L'asset allocation di

ritorni molto bassi non sarebbe priva di precedenti, anzi.

**Foà.** L'asset allocation corretta è quella strategica, legata non ai rendimenti attesi nel breve periodo delle diverse classi di attività, ma alle caratteristiche dell'investitore, in termini di tempo a disposizione, obiettivi di investimento e predisposizione al rischio. L'asset allocation si può costruire ripartendo il proprio portafoglio finanziario secondo un semplice criterio di buon senso: la parte che potrebbe servire a breve va investita in strumenti di liquidità, quella che potrebbe servire in due-tre anni va investita in titoli a reddito fisso, e solo quella che può rimanere investita per un lungo periodo, cinque, sette, anche dieci anni, va investita in titoli azionari. Variare l'asset allocation del proprio portafoglio sulla base di previsioni sul futuro andamento dei mercati espone l'investitore al rischio di sbagliare il momento, il market timing, distruggendo performance. (riproduzione riservata)



**FOÀ**  
**PORTAFOGLI**  
**SU MISURA**