

Domanda. Cosa si aspetta nel 2006 dalle borse europee? Fino a che punto l'incognita tassi inciderà sulla loro performance?

privilegiando le quality stocks (cioè i titoli di qualità). Il rialzo dei tassi in Europa è invece in parte già digerito dai mercati.

Romito. Anche a mio parere, i mercati azionari europei dovrebbero esibire ancora performance positive nel 2006, ma più contenute del 2005, intorno al 10%. La prosecuzione della fase di rimozione dell'accodamento monetario avviata dalla Bce in dicembre, con un rialzo di 25 punti base, non dovrebbe avere particolare incidenza sull'andamento dei mercati azionari, in relazione sia alla ridotta entità dell'intervento atteso (50 punti base complessivamente) sia alla scansione temporale prevista (un'azione nel primo e una nel secondo trimestre).

Bosani. Credo che le borse saranno decisamente più selettive. Difficilmente assisteremo ai rialzi che hanno caratterizzato i principali indici azionari nel corso del 2005. La liquidità (o meglio, il suo eccesso) continua a essere il motivo trainante dei mercati finanziari. Inevitabilmente l'andamento dei tassi di interesse condiziona pesantemente i listini nel corso del 2006.

Foa. Sui mercati europei abbiamo una posizione neutrale, frutto però di scelte settoriali, molto diverse rispetto al benchmark. Siamo quasi assenti dai titoli energetici e molto sottopesati sui finanziari, due comparti che incorporano già attese di forte crescita degli utili. Siamo invece sovraesposti su titoli industriali, farmaceutici e telefonici. Questi ultimi quotano al livello di utility e il rischio di una salita dei tassi, con il conseguente possibile impatto sul

costo dell'indebitamento, ma non il potenziale di crescita legato alle prospettive di sviluppo di nuovi servizi.

Ricolfi. Non posso non premettere che un anno fa avrei risposto a questa domanda pronosticando per il 2005 un anno di ritorni prossimi allo zero. Mi sembrava, e mi sembra, che le opportunità genuinamente attraenti, per un investitore, non abbondassero. Con le borse salite violentemente da allora, non posso che confermare le mie aspettative sobrie. Nel 2006 mi aspetto ritorni degli indici azionari a una cifra. Ma è l'opi-

nione di chi a questo tipo di previsioni non ha mai creduto, diciamo che è più che altro un auspicio. In anni come il 2005 il lavoro dei gestori in media è decisamente inutile.

D. Wall Street, che è salita del 6,5% in dollari nel 2005, crescerà ancora o sono maggiori le probabilità di ribassi?

Romito. I listini statunitensi hanno registrato in valuta locale risultati molto limitati nel 2005. Questa tendenza dovrebbe proseguire nel corso del 2006, ma non si intravedono al momento motivazioni per una flessione della borsa. Il probabile raggiungimento dei massimi del ciclo nel corso del prossimo anno e il superamento del picco dei profitti dovrebbero essere infatti seguiti da ritmi di crescita più moderati. Nei confronti della borsa statunitense, l'approccio vincente è prudenziale, concentrando l'attenzione sulla selezione dei titoli con migliori prospettive di crescita degli utili, in un contesto di ascesa dei costi operativi e degli oneri finanziari. Va comunque tenuto presente che il financing gap delle aziende statunitensi ha notevolmente decelerato, anche grazie alla legge per il rimpatrio dei capitali, con l'effetto di ridurre la vulnerabilità ai tassi di interesse.

Bosani. Gli utili aziendali continuano a essere eccezionalmente forti negli Stati Uniti, ma la possibilità che ci si stia avvicinando alla fine del ciclo economico espansivo rischia di diventare una variabile importante nel condizionare negativamente le borse Usa, soprattutto avvicinandosi la seconda parte dell'anno.

Foà. Wall Street nel 2005 ha offerto rendimenti decisamente inferiori a quelli delle borse europee, asiatiche ed emergenti, solo in parte migliorate, per gli investitori europei, dalla rivalutazione del dollaro. Rispetto al passato, la borsa Usa è oggi dunque meno cara, in termini relativi, di altri listini. Pertanto, sebbene nel complesso continuiamo a sottopesare gli Stati Uniti, poiché non offre molte opportunità di investimento in ottimi calcoli, siamo consci che le probabilità di una sottoperformance relativa di Wall Street siano diminuite.

Rossi. Non sono d'accordo. La borsa americana sta uscendo dal

tunnel del rialzo dei tassi e ciò le darà la possibilità di salire anche più dell'Europa, perché i margini operativi rimarranno alti. Gli investimenti delle aziende cresceranno in conseguenza della forte generazione di cassa in alcuni settori a intensità di capitale e in particolare l'energia, le utility, i trasporti e il minerario.

D. Quali fattori giocano a favore delle borse europee?

Rossi. I fattori che giocano a favore delle borse europee sono forti solo per alcuni settori. Per questo il mercato sarà molto più selettivo. Non siamo più in tempi in cui l'ondata del rialzo trasporta tutte le barche. In sintesi, sono il livello crescente degli investimenti delle aziende e il ratio investimenti/fatturati, che è al minimo storico degli ultimi 25 anni.

Ricolfi. La possibilità che la Germania riesca a caricarsi sulle spalle il resto dell'Europa e farla ripartire.

Romito. A mio parere, gli aspetti, che continuano a favorire le borse europee vanno ricercati nel miglioramento delle condizioni congiunturali, nella liquidità ancora abbondante e nelle buone condizioni reddituali delle aziende, che favorirebbero la distribuzione di dividendi elevati. Tali elementi di sostegno dovrebbero agire soprattutto nella prima metà dell'anno. Le operazioni di finanza straordinaria dovrebbero comunque continuare a mantenere elevata l'attenzione sull'azionario, creando interessanti opportunità di investimento, soprattutto in ambito bancario.

Bosani. A mio avviso, sono essenzialmente due, il profondo processo di ristrutturazione, che continua a coinvolgere le aziende europee e l'andamento del ciclo economico, che sembra essere meno maturo rispetto a quello america-

D. E quali contro?

Rossi. Il dollaro. Nel 2005 si è rivalutato del 15% e ha aiutato utili delle società europee (per esempio i produttori di automobili tedeschi), ma se sarà debole avrà un impatto sfavorevole. Aggiungo che le società europee (escludendo banche e assicurazioni) generano 209 miliardi di euro di free cash flow all'anno, di cui 108 vengono distribuiti in dividendi, mentre il resto sarà investito dalle società europee.

Ricolfi. C'è la concreta possibilità che alcuni importanti nazioni, certamente l'Italia prima di tutte, proseguano nel cammino che le sta rapidamente conducendo al rango di nuovo Terzo mondo. A favore c'è invece la possibilità che la Germania riesca a caricarsi sulle spalle il resto d'Europa e a farla ripartire.

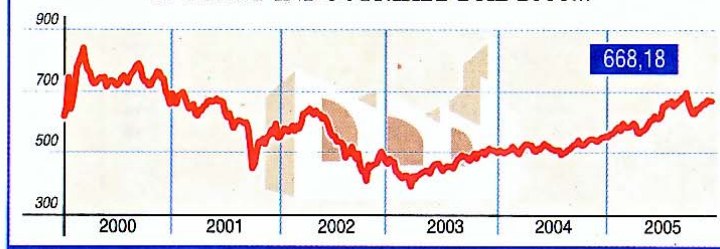
Bosani. L'andamento dei tassi di interesse è certamente un aspetto che gioca a sfavore, anche se è probabile che l'economia europea raggiungerà il momento di massima espansione del ciclo economico con un livello di tassi di interesse più basso rispetto a quello Usa. Non bisogna poi dimenticare l'andamento del cambio, che è stato una variabile positiva per le borse europee nel 2005, ma potrebbe tornare a essere un elemento negativo nel corso del 2006, oltre al trend del prezzo del petrolio, che rimane in una fase di consolidamento, in attesa di riprendere la sua strada al rialzo.

D. Quali settori/temi di investimento saranno vincenti sui listini europei?

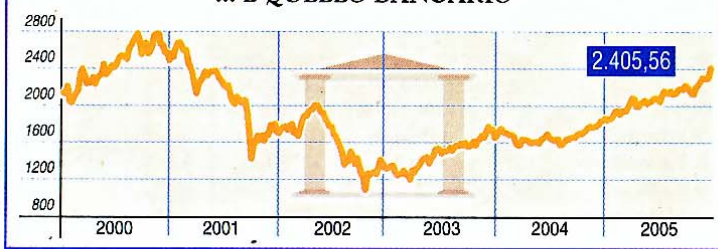
Rossi. Il settore dei beni di investimento beneficerà di maggiori investimenti. Le banche retail e le assicurazioni saranno aiutati dai tassi leggermente più alti e dal discreto andamento delle borse. Fra gli altri temi, la forte domanda di energia e materie prime, che continuerà anche nel 2006. Stimiamo che la domanda globale di petrolio crescerà



IL COMIT INDUSTRIALE DAL 2000...



... E QUELLO BANCARIO



scerà del 2,3% globalmente. Le azioni delle società nel settore energia sono ancora da comprare, in particolare i raffinatori. I nuovi consumatori cinesi, indiani e russi potranno inoltre fare la differenza per molte aziende europee produttrici di beni di consumo sofisticati. **Foà.** Più che vincente, si può dire affascinante il tema della direzione strategica, che prenderanno gli operatori della triade tmt, nella spartizione del mercato delle telecomunicazioni. Sempre più pervasivo nella nostra vita, ma sempre più sfumato nei suoi confini sia strutturali sia economico-reattuali.

Bosani. A mio parere, il tema forte sarà ancora quello delle fusioni e acquisizioni (m&a) e delle ristrutturazioni societarie.

D. Che cosa ne pensa dott. Ricolfi?

Ricolfi. Siccome credo che la risorsa scarsa nel 2006 sarà rappresentata dallo sviluppo degli utili aziendali, proseguirò nell'esercizio che ho svolto nel 2005, cioè la selezione di società poco cicliche e affidabili nella crescita dei loro risultati. Nel 2005 questa strategia non ha pagato, sarebbe stato meglio chiudere gli occhi, abbandonare ogni severità di giudizio e imbarcare il massimo rischio possibile, contando sulla durata indefinita del nirvana di liquidità, che da tempo ci accompagna. Spero e credo che nel 2006 si torni a un clima più sobrio. Per capirci, non credo che anche l'anno prossimo vedrò titoli della qualità di Fiat salire di quasi il 70% in otto mesi.

D. È d'accordo dott. Romito?

Romito. A differenza del biennio precedente, ritengo che nel 2006 sarà vincente l'attività di stock picking (di selezione dei singoli titoli) rispetto a quella di asset allocation (di investimento per

classi di attività), soprattutto se riferita al contesto geografico. In ottica settoriale non si intravedono, infatti, temi trainanti, in un quadro di assestamento della dinamica dell'attività e di sostanziale stabilità delle quotazioni petrolifere. Focalizziamo l'attenzione su aziende con promettenti prospettive di crescita degli utili e su quelle possibili oggetto di operazioni di m&a.

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

Ricolfi. Anche se non ho un'opinione sulle small cap (titoli a piccola capitalizzazione) come classe di attività, ne cito alcune che credo potrebbero fare bene nel 2006. Sono **Brembo, Sabaf, Elringklinger.** Tra i valori più grandi, **Citigroup e Glaxo-SmithKline.** E sto valutando se non si debba riconsiderare **Res.**

Romito. A mio parere, fra i più interessanti, **Banca Intesa, San Paolo, Puma, Elisa Corp, Opap e Generali.**

Rossi. Mi piacciono i titoli di società che sono esposte a due eventi planetari nei prossimi quattro anni, i mondiali di calcio e le olimpiadi del 2008 in Cina. **Adidas e Puma** non sono a buon mercato, ma la crescita dei loro fatturati continuerà. Sono inoltre esposti alla domanda in crescita in nuovi mercati come la Cina. Per dare un ordine di grandezza, Adidas venderà 8 milioni di palloni da calcio da adesso a giugno. Mi piace anche **Anglo american**, per giocare il settore delle commodities e l'effetto della ristrutturazione. Tra le banche, **Unicredit**, per il forte potenziale che ha dall'acquisizione di Hvb, la forza del suo management e l'esposizione verso l'Est Europa. Nel settore energia, **Total, Omv** (per la raffinazione) e **Norsk hydro.** Tra gli outsider mi piacciono i media, che vengono da un periodo negativo di cinque anni. Comprerei **L'Espresso.**

D. Piazza Affari è cresciuta nel 2005 meno della media europea (14,5% contro 22,7%, in euro). Come sarà il 2006?

Foà. È noto che il listino italiano, dove oggi finanziari e utility fanno la parte del leone, è più difensivo di altri. In secondo luogo, l'immagine dell'Italia, agli occhi della comunità finanziaria internazionale, nel 2005 è peggiorata. Questo fattore, insieme alla modesta crescita dell'economia italiana, ancora inferiore a quella della media Ue, già non entusiasmante, non va a vantaggio di piazza Affari. Sull'Italia, tuttavia, siamo sovraesposti, non per considerazioni di natura macroeconomica, ma per un posizionamento specifico su singoli titoli. Non crediamo invece che il mercato italiano nel suo complesso sia particolarmente sottovalutato.

Ricolfi. Se consideriamo che oltre un terzo del ritorno generato dalla borsa italiana nel 2005 è dovuto a Eni, Saipem, Bnl e Antonveneta, cioè all'andamento di una variabile esogena ed imprevedibile come il prezzo del petrolio o a comportamenti più interessanti per le procure della repubblica che per gestori del risparmio, capiamo che in realtà il ritorno medio delle azioni italiane è stato del tutto deludente. Nella media non vedo alcun motivo perché ciò debba cambiare nel 2006. Vedo invece sempre ampie possibilità di investire in singole opportunità di grande interesse, che potranno generare ritorni attraenti, pur in un quadro generale che mi pare deprimente. Se l'effetto sproporzionato del prezzo del petrolio sui benchmark italiani si ridurrà, come è probabile, e se l'impatto del crimine finanziario calerà, come è auspicabile, l'Italia nel 2006 potrebbe essere

un posto interessante per stock-pickers pazienti.

Romito. Credo che le operazioni di consolidamento settoriale nel comparto finanziario italiano (dato anche il peso elevato del settore negli indici domestici) consentiranno alla borsa italiana di sovraperformare quelle europee nel corso del prossimo anno.

Rossi. Piazza Affari ha performato peggio di altri mercati europei per buone ragioni. Siamo stati lo zimbello del mondo per le vicende legate alla Banca d'Italia e la perdita di credibilità si è tradotta, come sempre succede, in una fuga degli investitori anglosassoni, che sono stati netti venditori di azioni italiane. Nel 2006 mi aspetto una performance in linea con gli altri mercati europei, guidata da banche e assicurazioni.

Bosani. I principali indici azionari italiani sono carenti di titoli industriali. Di conseguenza l'andamento di piazza Affari, rispetto alle principali borse europee, continuerà a dipendere dalla volontà dei mercati azionari di concentrare il proprio interesse sulle società più legate alla ripresa del ciclo economico. In questo caso, gli indici italiani finiranno inevitabilmente con il fare peggio rispetto al resto dell'Europa. Opposto il caso in cui i mercati azionari dovessero tornare nella seconda parte dell'anno a concentrarsi su strategie più difensive.

D. Che scenario si aspetta sul fronte delle valute?

Romito. Nel corso del 2006 alcuni temi che hanno consentito l'apprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro dovrebbero affievolirsi, mentre potrebbe periodicamente riproporsi la spinta al deprezzamento legata ai deficit gemelli. La nostra previsione è pertanto di un movimento in trading range del cambio, in un intorno degli attuali

livelli, con una pendenza dei rischi verso l'indebolimento della valuta statunitense rispetto a tutte le altre.

Ricolfi. Mi trincerò dietro la conclusione di Rogoff e Meese, i due economisti che, in un famoso articolo del 1983, mai seriamente confutato, dimostrarono quella che è peraltro una schiacciante realtà visibile per tutti. L'ipotesi di evoluzione casuale dei tassi di cambio fornisce previsioni la cui accuratezza nessun modello economico è in grado di battere. Per non essere del tutto reticente, dico che se fosse possibile, farei una scommessa sulla rivalutazione dello yuan.

D. E lei dott. Rossi?

Rossi. Credo che il dollaro potrebbe indebolirsi leggermente rispetto a questi livelli, ma senza grossi scossoni.

D. Qual è il suo parere dott. Foà?

Foà. Non sappiamo se il recupero che il dollaro ha registrato nel 2005 sia destinato a proseguire, ma certo manteniamo un livello di copertura sulla valuta Usa molto più elevato che in passato, il 70% circa rispetto al 38% di fine 2004. In un'ottica prospettica, continueremo ad aumentare gradualmente la copertura in caso di progressivo rafforzamento del dollaro, e viceversa sullo yen, che è ai minimi storici contro l'euro e il dollaro, nonostante una bilancia commerciale in positivo e un'economia in ripresa, siamo coperti solo per il 25% circa. (riproduzione riservata)



Alberto
Foà



Nicola
Romito



Paolo
Bosani