

I VOSTRI SOLDI

il Trader

Analisi fondamentale, tecnica e quantitativa su azioni, bond e derivati per il trading on-line e gli investimenti diretti

Tendenze

Settori Stoxx	Italia	Euro	Usa
Alimentari	nd	▲	▲
Assicurazioni	▲	▲	▲
Auto-veicoli-comp.	▲	▲	↗
B. d'inv.-hold.-Imm.	▲	▲	▲
Banche Commerciali	▲	▲	▲
Beni di consumo	nd	▲	▲
Beni-serv. per l'ind.	↗	↔	▲
Chimico	nd	↗	▲
Costr. e mat. edili	▲	▲	▲
Farmaceutico	↔	↘	▲
Materie di base	nd	↗	▼
Media	↔	▲	▲
Petroli	▼	▼	▼
Tecnologici	▲	↔	▲
Telecom.	↗	▲	▲
Utility	↗	↗	↔
Viaggi e Tempo libero	↔	▲	▲



Forum Che cosa si aspettano gli esperti da qui a fine anno? Borse europee ancora in salita. Emergenti in bilico. E a piazza Affari...



di Ester Corvi

Il listino di Milano ha messo a segno da fine 2005 un rialzo dell'8,5% (indice Mibtel). La performance del mercato americano è negativa (-2,7% in euro,

indice Msci North America), mentre quella dei listini emergenti è stazionaria. Nel frattempo i timori sull'inflazione e nuovi rialzi dei tassi mettono a dura prova i nervi degli investitori. Che cosa fare a questo punto? Per delineare lo scenario delle borse

internazionali da qui a dicembre, Milano Finanza ha organizzato un forum, a cui hanno partecipato Stefano Rossi, a.d. di Ubs Italia sim, Francesco Perilli, a.d. di Euromobiliare sim,

(continua a pag. 76)

I VOSTRI SOLDI IL TRADER



Strategie d'autunno

(segue da pag. 75)

Nicola Romito, a.d. di Monte Pachi asset management sgr, Nicola Ricolfi, a.d. di Nextam partners sgr, Paolo Bosani, partner fondatore di Kairos e responsabile dei fondi comuni del gruppo, e Rolf Elgeti, strategist per i mercati europei di Abn Amro.

Domanda. A 12 mesi la performance di Eurolandia è doppia rispetto a quella del Dow Jones (15,7% contro 7,4%). A questo punto su chi è meglio puntare?

Elgeti. A mio parere sull'Europa. Gli utili delle aziende cominceranno a essere un problema negli Usa, poiché il costo del lavoro è in crescita e le attese sui profitti sono troppo elevate. In Europa le previsioni sugli utili sono invece più modeste e i margini operativi potranno

salire ancora un po'. Il risultato sarà che dalle aziende europee potranno arrivare ancora belle sorprese. Allo stesso tempo i rischi di inflazione e tassi di interesse sono più alti negli Usa che in Europa. Quindi utili e rating sono molto migliori nel Vecchio continente e questo dovrebbe consentirgli di mettere a segno una performance migliore.

D. È d'accordo Ricolfi?

Ricolfi. Gli eventi di 12 mesi sono per definizione di poco, se non nullo significato. Il dato di fondo è che negli ultimi dieci anni, in valuta locale, il ritorno medio annuo dell'indice S&P500 è stato dell'8,5%, quello dell'indice Msci Europe del 7,7%. Una differenza non decisiva, che testimonia una forte correlazione di fondo tra le borse delle aree mature del mondo. Ritengo quindi che alla lunga il dilemma sia meno rilevante di quanto sembra. Un investitore basato in una di queste aree, e alla ricerca di effettiva diversificazione geografica, deve guardare al mondo emergente. La valutazione moderata che da tempo esprimo sui futuri ritorni azionari potrebbe giocare a favore della borsa americana, che giudicherei come un migliore riparo se il clima si irrigidisse, ma non è una preferenza forte.

Bosani. In realtà il movimento di sovraperformance delle borse europee rispetto a quelle Usa si è verificato nel corso del 2005. Se andiamo ad analizzare gli indici più rappresentativi, la differenza di performance tra le due aree geografiche nel corso del 2006 non è stata particolarmente significativa. Questa situazione è probabilmente destinata a procrastinarsi anche nel corso dei prossimi mesi.

D. Che cosa ne pensa Rossi?

Rossi. Recentemente il nostro strategist americano è diventato positivo sull'S&P500, dando un target aggressivo di 1.450 per fine anno. I motivi sono legati alla view che il ciclo rialzista dei tassi sia quasi terminato e che l'economia in leggero rallentamento non dia ulteriori spinte all'inflazione. Per un investitore europeo, però, è sempre opportuno ragionare in euro e la debolezza del dollaro è sempre un'incognita. Quindi è possibile avere dei ritorni interessanti dalle azioni americane, ma solo espressi in dollari. Il p/e (prezzo/utile) del mercato americano è 14,5, il più basso degli ultimi dieci anni.

D. Anche lei predilige gli Usa?

Romito. No. Dato lo scenario macroeconomico e l'attuale livello dei tassi di interesse preferiamo continuare a puntare sull'azionario europeo, perché da un lato il consumatore europeo, meno indebitato rispetto a quello americano, ha risentito meno dell'incremento dei tassi di interesse e ha maggiore flessibilità di spesa, e dall'altro lato le società in media sono state avvantaggiate da un minore incremento nel costo del lavoro unitario. Ovviamente, se ci fosse un mutamento significativo nel livello dei tassi di interesse questa strategia dovrebbe necessariamente essere rivista.

D. In un portafoglio europeo è il momento di sovrapporre le azioni, rispetto ai bond e al cash oppure no?

Romito.

Sì, un peso consistente sull'azionario potrebbe portare a un buon risultato in termini di rendimento. Un portafoglio equilibrato potrebbe essere costituito dal 60% di titoli azionari, 30% obbligazioni e 10% cash.

D. Che cosa ne pensa Perilli?

Perilli. Noi stiamo consigliando di sovrapporre le azioni che hanno un profilo rischio/rendimento interessante. I bond, dopo il rally recente, devono prendersi una pausa. Può essere ragionevole avere 55% in azioni, 20% in bond e 25% in cash.

D. E lei Bosani?

Bosani. Nel medio periodo la crescita economica europea continuerà a essere condizionata da quanto succede negli Usa, dove la fase espansiva del ciclo di crescita ha raggiunto il suo top nel corso della primavera del 2006. A questo punto si tratta di capire come usciremo dalla fase di rallentamento, se con qualche trimestre sotto il potenziale di crescita, come auspica la Fed, o se con una recessione, come indicano i più negativi. In attesa di avere il quadro più preciso, una maggiore prudenza non guasta.

D. Rossi, che peso dare all'Europa?

Rossi. Personalmente sono stato troppo negativo sulle azioni europee da giugno in poi, mentre i mercati sembrano scontare una crescita economica in Europa. Il Global portfolio di Ubs Investment bank a oggi

ha i seguenti pesi: azioni 50%, di cui Europa 9,3%, government bond 22,25%, corporate bond 8%, materie prime 5%, titoli immobiliari 5,5%.

D. Elgeti, ancora azioni?

Elgeti. Sì, in portafoglio siamo sovrappesati in azioni, sottopesati sui bond e neutrali sul cash. Ci piacciono le azioni perché sono a buon mercato, i profitti sono in aumento, mentre l'attività di m&a e del private equity continuerà a sostenere le borse. Visto che i listini si sono mossi bene finora, manteniamo della liquidità disponibile, al fine di poterla investire se si verificasse un altro momento di debolezza come si è visto all'inizio di quest'anno.

D. Il suo parere Ricolfi?

Ricolfi. Il «momento» magico per sovrappesare questo o quello lo si identifica con precisione solo dopo, questa è l'unica risposta onesta. Certo mi pare che tutto sia prezzato in modo non troppo attraente. Noto che il consenso continua a privilegiare fortemente le azioni, questo spesso è un buon motivo per fare l'opposto, ma con franchezza se si tratta di cogliere l'attimo non sono sul mio terreno.

D. Da inizio 2006 piazza Affari è salita dell'8%. Da qui a fine anno che strategia consiglia?

Ricolfi. Da qui alla fine dell'anno è una previsione a tre mesi, che onestamente è troppo poco per le mie già modeste abilità previsionali. Che l'Italia stia entrando ad ampie falcate tra i paesi del terzo mondo avanzato mi sembra un fatto indiscutibile. Alla lunga la borsa domestica non potrà non risentire, e un investitore paziente dovrebbe considerarlo. Ciò premesso, anche in un quadro macro desolante ritengo esistano sempre numerose opportunità attraenti, quindi il mio consiglio è di ignorare i grandi «temi» del recente passato (risiko ban-



I VOSTRI SOLDI IL TRADER



cario, resurrezione della Fiat e simili), che sono stati ricchi di opportunità speculative ma poveri se non privi di contenuto fondamentale, e di concentrarsi sulla qualità: **Autogrill**, **Seat**, **Lottomatica**, **Unicredit**, e tra le piccole **Sogefi**, **Brembo**, **Sabaf**, **Campari**, **Sol**. Sono solo esempi, esistono tante situazioni di grande qualità fondamentale, che inevitabilmente attrarranno l'interesse di investitori oculati anche quando la samba si interromperà. L'Italia offre un panorama sconcertante per chi investe «dall'alto», ma chi sa misurarsi con il valore delle singole società trova ancora ampie possibilità di investimento.

Rossi. Il mercato italiano rimane interessante per le aggregazioni tra le banche, che continueranno a produrre attenzione da parte degli investitori esteri. È importante anche tenere sotto osservazione il settore dei beni di consumo, dove un minimo di ripresa economica potrebbe aiutare le aziende.

D. È d'accordo Romito?

Romito. Anche se da qui a fine anno è difficile prevedere un rialzo molto marcato dell'indice di borsa, comunque può essere profittabile continuare a mantenere un peso consistente di investito e puntare su titoli finanziari per catturare qualche rialzo speculativo e magari su utility per stabilizzare il portafoglio.

D. E lei Bosani?

Bosani. In generale, le considerazioni che abbiamo fatto per l'Europa valgono anche per il mercato italiano. È possibile comunque che su alcuni settori il nostro mercato domestico continui a evidenziare un dinamismo particolare, come nel caso del settore bancario, dove il nuovo corso della Banca d'Italia ha messo in moto meccanismi destinati a protrarsi nel tempo.

D. È ottimista Perilli?

Perilli. A mio parere, c'è spazio per un ulteriore apprezzamento degli indici, anche se certo non a doppia cifra. Un p/e (prezzo/utile) 2006 di 14 e un rendimento delle cedole del 4% circa sono valutazioni storicamente basse. Vedo ottime opportunità su alcuni titoli specifici, che combinano multipli ragionevoli, buona crescita e visibilità degli utili. Per esempio **Unicredit**, **Autogrill**, **Lottomatica**, **Recordati**, **Hera**, **Impregilo**.

D. Fra le borse emergenti, su quali conviene puntare in questa fase, anche tenendo conto del cambio?

Rossi. Forse il Brasile, che è aiutato dalle materie prime, compreso il petrolio, e dove la ricchezza non è più nelle mani di pochi.

D. E lei Elgeti?

Elgeti. In generale preferisco i mercati dell'Europa dell'Est, perché ci sono cambiamenti strutturali importanti e opportunità legate al ciclo economico. Per molti altri mercati emergenti si veri-

fica solo una di queste due condizioni. Il problema con queste borse è che il rischio è sempre maggiore, anche se non si può negare il grande potenziale. Il problema è quindi di bilanciare attentamente rischi e vantaggi. L'Europa dell'Est è meglio posizionata di alcuni listini asiatici o dell'America latina, anche se il Brasile è ancora interessante.

D. Buone opportunità in Asia?

Romito. Fra le borse emergenti, sembrano particolarmente interessanti Korea e Indonesia nel mondo asiatico, perché strettamente correlate alla crescita domestica. Il Brasile, in America latina, perché lo scenario macroeconomico di tassi di interesse in declino può fare da volano alla crescita economica.

D. È dubbioso Bosani?

Bosani. I positivi cambiamenti strutturali realizzati da alcuni paesi emergenti sono ben noti a tutti, ma la prospettiva di una crescita economica più contenuta nel corso del prossimo anno rischia di pesare non poco anche su questi mercati. Basti pensare all'esposizione che molti di questi paesi hanno verso le materie prime e alla sensibilità di queste nei confronti della crescita economica globale.

D. Scendendo alla selezione dei singoli titoli, quali sono tra i suoi favoriti per i prossimi mesi?

Ricolfi. I nostri principali in-

vestimenti europei attualmente si concentrano su **Glaxo**, **Lloyds Tsb**, **Royal bank of Scotland**, **Société générale**, **Public Power corp**.

D. E lei Perilli?

Perilli. Fra i titoli preferiti, **Julius Baer**. Ha un brand molto forte, sta aprendo nuovi uffici in aree a elevata crescita come America latina e Far east e potrà aumentare i margini grazie al successo dei suoi fondi di fondi hedge. Un altro gruppo interessante è **Abb** che, dopo una pesante ristrutturazione, ha finalmente una struttura di costi adeguata e godrà per anni degli ordini delle utilities americane, che devono investire per ammodernare impianti obsoleti. Infine **Edf**, che ha il costo della materia prima più basso d'Europa, grazie alle centrali nucleari. Beneficerà della progressiva (anche se lenta) convergenza delle tariffe europee, visto che in Francia sono le più basse, e della riduzione della forza lavoro, ottenuta tra l'altro senza licenziamenti, visto che nei prossimi tre anni circa 10 mila dipendenti andranno in pensione. Tra le small cap suggerisco **Boursorama**, che ha un business model molto particolare e interessante. Infatti, la società nasce dalla fusione tra il sito finanziario più visto in Francia, una banca on-line di successo e una rete fisica di 50 sportelli nelle principali città francesi.

D. Rossi, che cosa consiglia?

Rossi. Se cerchiamo di catturare la crescita con valutazioni ragionevoli suggerirei **L'Oréal**, che ha un p/e di 23 e un tasso di crescita atteso nel 2007 del 14%. Poi **Sai-**

pem (p/e 15,5 e 43% di crescita attesa nel 2007), **Logitech** (p/e di 17, 21% di crescita 2007) e **Michelin** (p/e di 8), che beneficia della discesa del prezzo della gomma naturale e ha margini in espansione. Nel caso del **Crédit agricole**, i risultati erano molto forti e il consensus si deve alzare, mentre a piazza **Affari Autogrill** non va più di moda, ma sta andando a gonfie vele. Infine **Lottomatica**, con l'acquisizione **Gtech**, si posiziona a livello globale.

D. E lei Romito?

Romito. Fra i titoli europei che preferiamo c'è **Unicredit**. Il momento operativo è molto positivo e c'è anche spazio per ristrutturazione dopo l'acquisizione di **Hvb**. Un altro è **ArcelemMittal**, perché grazie all'integrazione delle due società nei prossimi tre anni si avranno miglioramenti negli utili e nella produttività. **Veolia**, invece, già per la prima parte dell'anno ha riportato un'eccellente crescita negli utili e mi aspetto di vedere questo trend confermato nel corso dei prossimi trimestri. Occhio a **Nestlé**: interessante stabilizzatore all'interno di un portafoglio, presenta valutazioni abbastanza basse e una crescita organica delle vendite tra le più alte all'interno del settore. Per finire **Wolseley**, una società di ottima qualità, ha sofferto recentemente per il rallentamento del mercato immobiliare americano, ma questo settore potrebbe ripartire in caso di ipotesi di un eventuale taglio dei tassi di interesse permettendo al titolo una buona performance. (riproduzione riservata)

