

I VOSTRI SOLDI

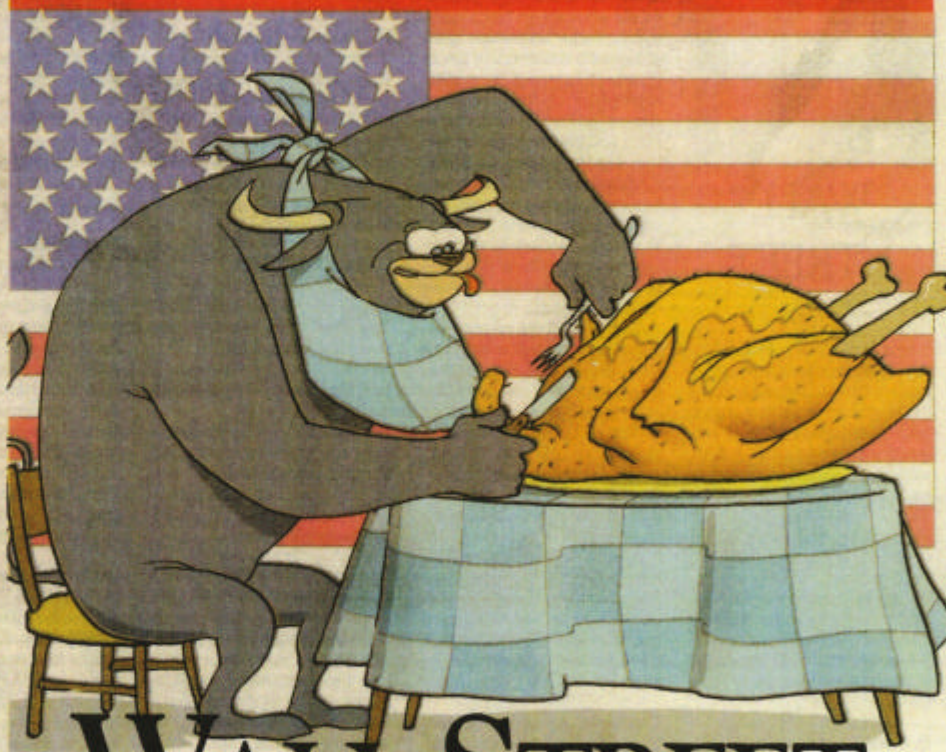
il Trader

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

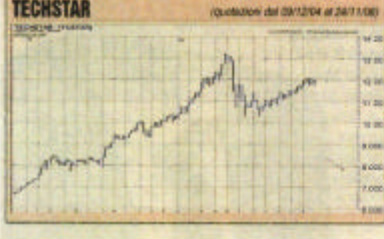
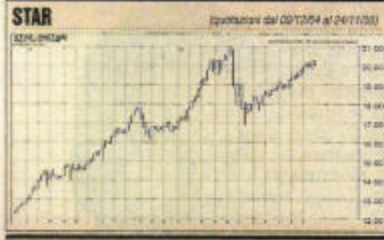
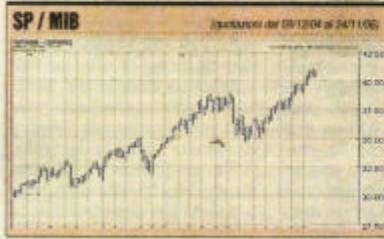
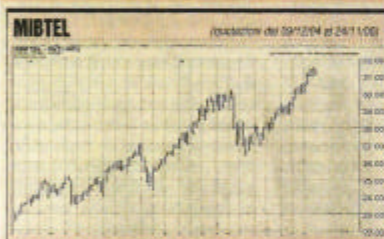
Tendenze

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	→	↘	→
Materiali di base	nd	→	▲
Media	→	→	→
Petroli/feri	↗	↗	↗
Tecnologici	→	▲	↘
Telecom.	↗	▲	↘
Utility	↗	→	↘
Viaggi e Tempo libero	▲	→	↘

Tavola rotonda Gli esperti interpellati da Milano Finanza non escludono possibili correzioni a breve. Ecco i titoli consigliati



WALL STREET NON È SAZIA



di Ester Corvi

Dopo una performance del 15% in soli quattro mesi, come si comporterà Wall Street? Alla tavola rotonda organizzata da *Milano Finanza* sulle prospettive del mercato americano hanno partecipato Carsten Moller, direttore di Nordea investment management, Nicolò Foscarì, fund manager per l'azionario internazionale di Crédit Suisse (divisione asset management di Milano), Alessandro Michahel-

les, partner di Nextam partners sgr, Carlo Capual, stratega azionario di Julius Baer, e Andre Koettner, gestore di Union investment.

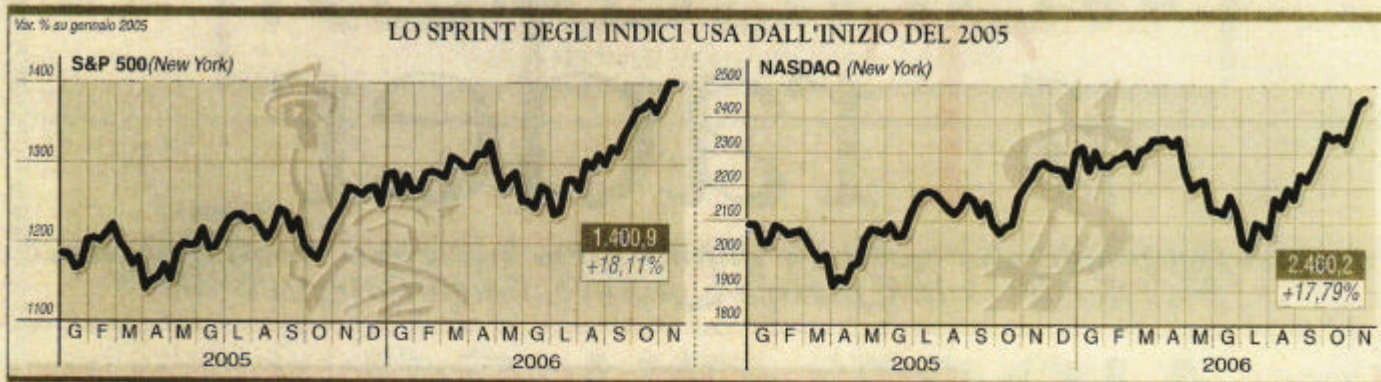
Domanda. Con l'indice Dow Jones a questi livelli, ci sono rischi di un'inversione di tendenza oppure no?
Capual. Considerando che negli ultimi 80 anni la volatilità annuale del mercato azionario statunitense è stata compresa fra il 10 e il 20% circa, un'inversione di tendenza è sempre possibile. I potenziali fattori trainanti potrebbero essere una

politica monetaria più restrittiva rispetto alle attese, utili aziendali inferiori alle previsioni, un sostanziale rialzo del mercato azionario in un breve periodo di tempo o un evento politico imprevisto.

Foscarì. Anche a mio parere il Dow Jones potrebbe essere soggetto a prese di beneficio. Tuttavia continuano a essere presenti fattori che possono costituire un buon supporto per un'ulteriore corsa dell'indice. In particolare, superate le paure di un overhigh-

(continua a pag. 92)

I VOSTRI SOLDI IL TRADER



WALL STREET

(segue da pag. 91)

tening da parte della Fed, il mercato scotta che la banca centrale statunitense non vada oltre i livelli attuali di politica monetaria restrittiva. Inoltre, le prospettive di crescita per il 2007 potrebbero concretizzarsi in una nuova fase di ripresa economica sostenuta dal buon trend degli investimenti, che si sta verificando nel paese come naturale conseguenza di un forte aumento della utilizzazione della capacità produttiva delle imprese americane. Da ultimo c'è poi il fattore valutativo che rimane favorevole all'investimento azionario.

D. Cosa ne pensa Koettner?

Koettner. Il rischio di un'inversione di tendenza è certamente aumentato. Innanzitutto gli impulsi positivi (i report trimestrali, la diminuzione del prezzo del petrolio, gli interessi ancora relativamente bassi) potrebbero ampiamente essere rilevanti per il mercato dei cambi. A breve termine non mi aspetto dunque nessun elevato aumento del livello dell'indice, così come non vedo grandi probabilità neanche di una decisa diminuzione. Anche il potenziale verso il basso è limitato.

D. Condivide questa opinione Michahelles?

Michahelles. Se non è da escludere uno storno visti i significativi rialzi degli ultimi mesi, non si intravedono attual-

mente valide ragioni per una vera e propria inversione di tendenza. Le azioni sono generalmente prezzate in modo ragionevole, anche assumendo ipotesi alquanto conservative con riguardo alla crescita dei profitti, al trend dei rendimenti obbligazionari, agli sviluppi dell'inflazione e al premio al rischio preteso dagli investitori. La dispersione delle valutazioni azionarie è eccezionalmente compressa, in seguito a una insolita tolleranza al rischio manifestata dagli investitori negli ultimi due anni. Ritengo che ci stiamo avvicinando a un punto di svolta. Società di qualità con crescita stabile e duratura (sia a livello dei ricavi che degli utili) appariranno più appetibili man mano che saranno più evidenti la decelerazione della crescita economica globale e gli spazi sempre più ristretti per aumentare ulteriormente i margini operativi e gli utili. È quindi probabile che, in un periodo di rallentamento della crescita degli utili, società caratterizzate da ritorni sul capitale investito persistentemente elevati e dalla capacità di incrementare i profitti stabilmente attraverso il ciclo traineranno l'indice.

Domanda. A che livello sarà Wall Street a metà del 2007?

Capual. Mi aspetto che nel 2007 i titoli azionari continuino a so-

vraprendere, come hanno già fatto quest'anno, la maggior parte delle altre classi di attività. Tuttavia non sono in



Nicola Foscari

grado di formulare delle previsioni sul livello del Dj a metà del 2007.

Michahelles. Anch'io ritengo che previsioni così puntuali non siano possibili, bisognerebbe avere la sfera di cristallo. Posso solo dire che per l'anno 2007 è ragionevole aspettarsi una rivalutazione dell'indice nell'ordine del 6-8%, in linea con il tasso di crescita degli utili operativi delle società quotate.

D. E lei Koettner?

Koettner. Secondo le nostre stime, da qui alla metà del 2007 il Dow Jones potrà registrare una crescita intorno al 5%.

D. È d'accordo con questa stima?

Foscari. Crudo che potremmo assistere a un leveraging dei multipli di molti settori, in particolare quelli ciclici, che potrebbe evidenziare un rialzo di qualche punto percentuale.

Domanda. Il Nasdaq è ancora sotto il livello di cinque anni fa. Che prospettive ha da qui a sei mesi e un anno?

Koettner. A mio parere i titoli tecnologici americani potrebbero svilupparsi in sintonia con il Dow Jones, naturalmente con una maggiore instabilità.

Foscari. Il Nasdaq potrebbe mostrare una performance positiva anche nei prossimi mesi, innanzitutto perché i titoli del settore tecnologico potrebbero beneficiare della rotazione settoriale che si verifica spesso con l'avvicinarsi della fine dell'anno che tende a premiare i settori che hanno sottoperformato da inizio anno. In secondo luogo il comparto potrebbe mostrare una rinnovata forza nella domanda a seguito dell'inizio di un nuovo «product cycle» spinto dall'uscita di nuovi prodotti offerti da società come Sony Nintendo e Microsoft. Da ultimo mostra ancora vigore il trend del corporate spending, che porta forti benefici all'area software e It services.

Capual. Il portafoglio sotto-

stante l'indice Nasdaq è composto per circa il 42% da titoli tecnologici, per il 30% da titoli industriali, e per circa il 12% da titoli di società delle telecomunicazioni. Mi attendo che il Nasdaq registri una performance in linea con gli altri principali indici statunitensi, anche se, nella fase decrescente del mercato, il Nasdaq continua ad evidenziare la tendenza a sottoperformare il Dow, lo S&P500 o il Russel 1000.

Michahelles. Mentre l'indice Dow Jones ha raggiunto nuovi massimi, sarebbe veramente ingenuo aspettarsi un pieno recupero del Nasdaq rispetto ai livelli stratosferici del 2000. L'indice ha scontato lo sgungimento della bolla tecnologica (una delle bolle più irrazionali della storia): è stata una correzione di tipo strutturale. Passeranno diversi anni prima di tornare a quota 5 mila. Per quanto riguarda il prossimo anno non pensiamo che debba performare meglio del Dj.

D. Cosa ne pensa Møller?
Møller. Data l'alta sensibilità del Nasdaq all'information technology, l'indice tecnologico dovrebbe fare relativamente bene rispetto all'S&P 500 in un arco temporale di un anno. In generale perché mi aspetto una riscoperta dell'It sia da parte delle imprese sia dei consumatori. L'aspetto che può fare da catalizzatore è il lancio di Vista di Microsoft, visto che gli investimenti delle imprese dalla scorsa estate sono rimasti a livelli contenuti. Ci si aspetta che un'ampia quota dei pc attuali non siano in grado di far girare Vista. Fra i titoli del settore, i più attraenti sono Electronic arts, Dell e Corning.

D. A Wall Street quali settori-temi di investimento sono più interessanti in questa fase? Quali è meglio evitare?

Koettner. Negli Usa mi sembrano promettenti i settori finanziario e farmaceutico. Siamo invece scettici nei confronti del campo delle installazioni hardware.

D. A Wall Street quali settori-temi di investimento sono più interessanti in questa fase? Quali è meglio evitare?

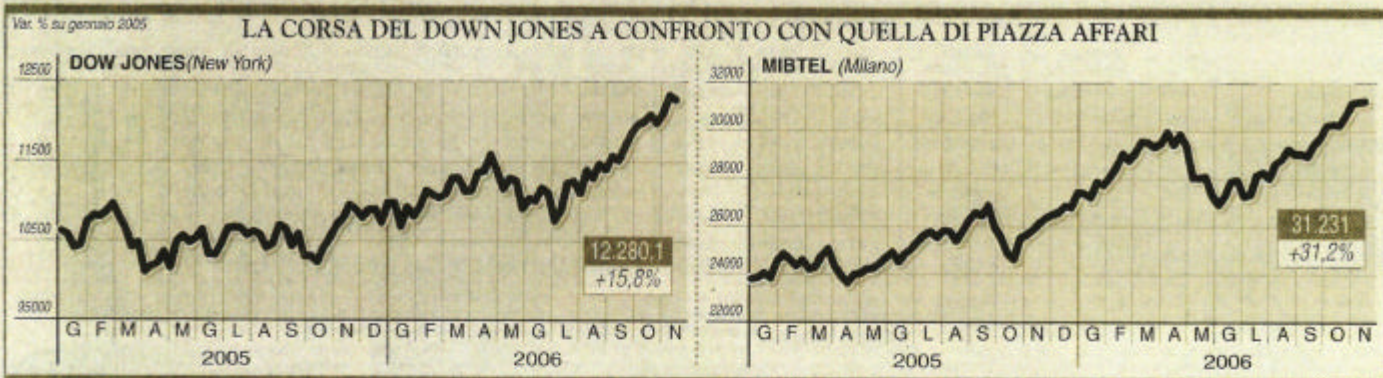
Koettner. Negli Usa mi sembrano promettenti i settori finanziario e farmaceutico. Siamo invece scettici nei confronti del campo delle installazioni hardware.

Michahelles. Storicamente società con crescita duratura dei ricavi e degli utili superiori alla media hanno outperformato il mercato nel medio-lungo termine, anche se la forza delle loro qualità non è sempre stata riflessa dalle valutazioni nel breve termine. Oggi la dispersione eccezionalmente compressa delle valutazioni azionarie non riflette le diverse prospettive di crescita reddituale. Prospettivamente è inevitabile una maggiore dispersione nella crescita dei profitti. Ciononostante, società di qualità con prospettive di crescita stabile e duratura non hanno valutazioni adeguate relativamente al mercato. Ritengo che ci stiamo avvicinando a un punto di svolta: società di qualità con crescita stabile e duratura, sia a livello dei ricavi che degli utili, appariranno più appetibili man mano che saranno più evidenti la decelerazione della crescita economica globale e gli spazi sempre più ristretti per aumentare ulteriormente i margini operativi e gli utili. E quindi più che mai opportuno focalizzare l'attenzione su aziende caratterizzate da ritorni sul capitale investito persistentemente elevati e da crescita affidabile dei profitti. In un periodo di rallentamento della crescita degli utili, le società che dimostreranno la



Carsten Møller

I VOSTRI SOLDI IL TRADER



capacità di incrementare i profitti stabilmente attraverso il ciclo dovrebbero essere premiate.

Foscari. I settori preferiti in questo momento sono il tecnologico e quello petrolifero. Per il primo costituiscono un forte supporto i fattori già precedentemente elencati per il Nasdaq.

D. Perché il petrolifero?

Foscari. A mio parere continua a costituire un'ottima opportunità d'investimento: prevediamo un assestamento del prezzo del petrolio in una banda oscillante tra i 60 e i 70 dollari: le società inoltre rimangono a sconto, con buone possibilità di un forte ritorno di valore agli azionisti attraverso la distribuzione di dividendi. Continuerei ad essere cauto sull'area farmaceutica, innanzitutto perché continuano ad essere sotto pressione i ricavi delle società, in un contesto dove l'arrivo dei democratici potrebbe portare ad ulteriori revisioni al ribasso dei prezzi. Inoltre le società del settore sembrano non avere margini di manovra per affrontare in modo efficiente questa situazione, in quanto hanno già fortemente razionalizzato le strutture e i prodotti che hanno in pipeline sono ancora nella fase iniziale del testing.

D. Cosa sceglie Capual?

Capual. Ritengo che nella maggior parte dei mercati le grandi società siano più interessanti rispetto a quelle di piccola e media capitalizzazione.

Il processo di convergenza fra i mercati sviluppati e quelli in via di sviluppo è destinato a continuare. La crescita dei ricavi e dell'utile operativo sarà certamente l'aspetto su cui si focalizzeranno gli investitori.

Nonostante i risultati delle elezioni statunitensi, guardo con favore al settore healthcare perché ritengo che i titoli abbiano già scontato gli eventi sfavorevoli. Sovrappeso inoltre i titoli tecnologici principalmente sulla base delle attese sui loro utili. Ho invece ridotto la partecipazione su titoli finanziari rispetto ad un tradizionale portafoglio Usa, a causa della valutazione relativamente alta di questi titoli.

Moller. Un trend da tenere d'occhio è quello che ho evidenziato in precedenza e che riguarda il campo del Digital entertainment e in particolare quello delle Electronic arts, che continuerà a essere il maggiore beneficiario. Un altro tema interessante è quello legato all'ammodernamento delle infrastrutture dei trasporti, dell'acqua e dell'elettricità. I gruppi che ne beneficeranno di più sono **Norfolk Southern** e **Union Pacific**. Un altro trend interessante è quello del settore della salute, a causa dei problemi dell'obesità, che porta al diabete. Un gruppo favorito è **Novo Nordisk**, che è leader nella produzione di insulina. Un'altra società è **Celgene**.

D. Da quali settori è meglio stare

alla larga?

Moller. In generale dalle società esposte alla "bolla petrolifera", sia si tratti di gruppi integrati sia di società di distribuzione. Da evitare anche gli operatori che risentono direttamente o indirettamente dell'andamento del mercato immobiliare degli Stati Uniti.

Domanda. Su quali titoli di Wall Street è ottimista?

Capual. I miei preferiti sono **Exxon, Johnson & Johnson, General electric, Microsoft e Pfizer**. Questi titoli sono scambiati su livelli di prezzo ragionevoli considerati i loro utili attesi.

Michahelles. Tra le società a crescita stabile e duratura, **Procter & Gamble, Illinois tool works, Coach, Goldman Sachs e Cisco systems**. Menzionerei anche **Gannett**, l'editore leader dei quotidiani locali, che pur vivendo un periodo difficile, sconta prospettive eccessivamente pessimistiche.

D. Perché Procter & Gamble?

Michahelles. E' leader globale nei prodotti di consumo. I punti di forza sono dati da una accentuata diversificazione del portafoglio di attività, economie di scala, marchi molto noti, forte focalizzazione sull'innovazione di prodotto, diversificazione geografica e grandi potenzialità di espansione nei mercati emergenti. La società si distingue per crescita organica dei volumi delle vendite superiore al 5%, crescita prospettica a due cifre degli utili netti per azione, conversione degli utili netti in free cash flow di almeno il 90% e ritorni sul capitale investito fortemente crescenti, passati da poco più del 10% a ben oltre il 20% negli ultimi cinque anni (escludendo la recente

acquisizione di Gillette).

Un altro titolo interessante è **Illinois tool works**. Una delle aziende manifatturiere industriali meglio gestite al mondo, specializzata in vari prodotti ad alto contenuto ingegneristico e in macchinari-sistemi e relativi consumabili, operante esclusivamente in nicchie nelle quali eccelle evitando prodotti commodity o il cui costo dipende eccessivamente da quello delle materie prime. È caratterizzata da tassi di crescita dei ricavi sistematicamente superiori del 3-4% a quelli dei mercati finali di utilizzazione, tassi di crescita degli utili consistentemente superiori alla

media, una impressionante generazione di free cash flow (superiore al 90% degli utili netti, attraverso il ciclo) e tassi di ritorno sul capitale investito stabilmente superiori a quelli settoriali. La qualità degli utili è inoltre molto elevata, grazie a una contabilità conservativa (metodi di ammortamento accelerati, sistemi di valutazione dei magazzini stringenti, costi di ristrutturazione limitati e comunque inclusi nell'utile operativo). Ha una particolare abilità nell'assimilare le proprie acquisizioni (portando in media i margini operativi delle acquisite dal 9 al 19% nell'arco di cinque anni) e principi di gestione tendenti alla rimozione di complessità da tutte le funzioni aziendali e alla focalizzazione sul core business, una valutazione azionaria non superiore a quella del mercato.

D. Altri esempi?

Michahelles. Un altro è **Coach**. Il leader incontrastato nella nicchia del «lusso accessibile» caratterizzato da un marchio molto forte, diventato sinonimo di qualità, durata e selezione «a prezzi ab-

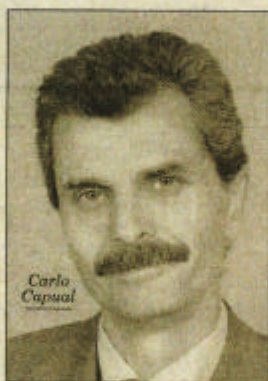
bordabili», prodotti che si distinguono per particolare novità e creatività, grazie alle capacità ineguagliate di ricerche di mercato e di rapido adattamento alle evoluzioni dei gusti dei consumatori. Le quote di mercato domestico (ad oggi occupa una posizione dominante del 25% negli Usa) e internazionale (ad oggi il numero due in Giappone, con una quota dell'8%) sono in espansione e livelli di produttività e profittabilità impareggiabili. I tassi di crescita prospettici dei ricavi e degli utili (seppur decrescenti rispetto al passato, date le dimensioni raggiunte) sono molto elevati e nell'ordine del 20%. Il ma-

agement è fortemente focalizzato sull'espansione dimensionale e sulla creazione di valore, con capacità di gestione della crescita raramente riscontrabili.

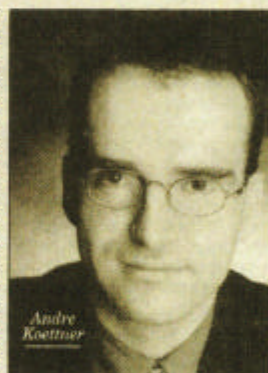
D. E fra i finanziari?

Michahelles. Direi **Goldman Sachs**. È la banca di investimento nordamericana di miglior

qualità, caratterizzata da tassi di redditività costantemente superiori, mediamente del 20% negli anni passati e del 25% prospetticamente, alla concorrenza, dovuti alle proprie posizioni di leadership in tutti i segmenti a più alta crescita e redditività (m&a, ipos, prime brokerage, credito strutturato, principal trading, private equity, alternative asset management ecc.). Sono state conquistate grazie alla visione strategica di un management sempre in grado di identificare in anticipo le aree di sviluppo più promettenti, alle eccellenti capacità di risk management e alla forte flessibilità della politica retributiva. Il tutto a fronte di parametri di valutazione non superiori a quelli del settore di appartenenza. (riproduzione riservata)



Carlo Capual



Andre Koettner



Alessandro Michahelles