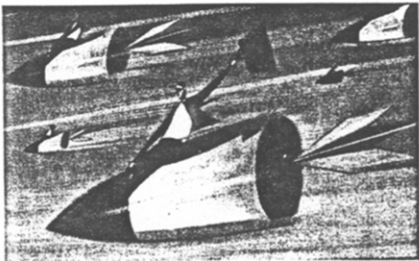


BORSA E FINANZA
12 aprile 2003

«Il premio al rischio si è ridotto»

Verzelli: «La ripresa non potrà che partire dagli Usa». **Foa:** «Per lo stock picking è meglio l'Asia». **Gentili:** «Vedo bene le azioni Vodafone e Lloyd's Tsb»

(segue da pagina 8)
zioniamo le aziende guardando ai loro fondamentali.



Spinola: «Un portafoglio bilanciato oggi deve avere il 50% in azioni, il 25% in bond e il resto in liquidità»
Fortuzzi: «Non più del 20% nell'equity»

ti rientrare e quindi l'euro non sarà avvantaggiato.

Torniamo in Europa. Ebbene, quali sono i settori e i titoli più interessanti?



Gentili: Ancora una volta voglio dare indicazioni precise: Vodafone e Lloyd's Tsb sono i miei preferiti. **Spinola:** Come ho già detto ci possono essere buone occasioni anche in Europa. Non voglio fare nomi per ora. **Fortuzzi:** Mi ripeto: come in Italia, anche nel resto d'Europa i settori più promettenti sono i ciclici. **Fiorini:** Ribadisco telecom ed energy.

spazi di salire anche oltre 1.10. Ma questo solo temporaneamente, dato che fondamentalmente dell'economia europea non sono buoni. **Morchio:** Pensiamo che indipendentemente dalla guerra l'Europa presenti valutazioni più interessanti rispetto all'America, dove il settore della tecnologia è tuttora sopravvalutato e sconta ingiustificate attese di rapidi miglioramenti nella spesa delle aziende. Nella tecnologia la capacità produttiva utilizzata è al 70-75 per cento. È improbabile quindi che si innesci una ripresa degli investimenti nel breve periodo.

Fortuzzi: Secondo me, invece, l'area da privilegiare è proprio l'America. **Spinola:** Dal mio punto di vista l'unica posizione che tengo, quasi strutturale, è di prudenza sullo yen. **Fiorini:** Come Morchio punto sull'Europa, soprattutto alla luce del possibile upside dell'euro. Ma anche per il maggiore spazio che la Bce ha di tagliare nuovamente i tassi. **Verzelli:** Ci aspettiamo che l'euro si rafforzi ancora nel medio termine, con la fine della guerra alcuni spostamenti in valuta verso il dollaro dovrebbero infat-



Quali sono le vostre previsioni sull'andamento del petrolio e delle altre commodity?

De Felice: Il prezzo del petrolio è andato in overshooting, scendendo sotto i livelli suggeriti dai fondamentali. La minaccia Opec di tagliare la produzione e il basso livello delle scorte Usa giustificano quotazioni nel range 25-27 dollari al barile nei prossimi mesi. L'oro paga invece la scomparsa del premio relativo al rischio guerra. Le altre commodity potrebbero invece soffrire del rallentamento della crescita economica mondiale. Lo verifichereмо presto.

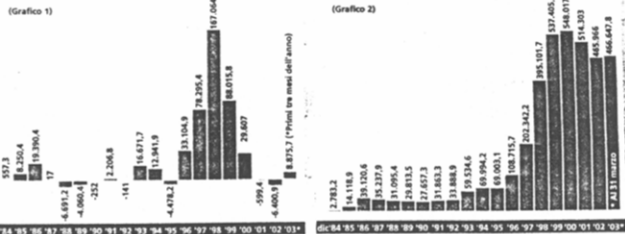
Verzelli: La nostra stima sulle valutazioni del petrolio oscilla invece tra 22 e 28 dollari al barile. Il range di oscillazione del prezzo del greggio è legato a una serie di variabili poco prevedibili, come quella che sarà la posizione dei paesi Opec, piuttosto che le nuove tensioni che potrebbero scoppiare in medio oriente. Se è vero che i timori del petrolio a 40 dollari come si temevano prima dello scoppio del conflitto in Irak sono svaniti, non è detto che non possano nascere nuove tensioni con altri aree limitrofe piuttosto che in Russia.

Spinola: Per le commodity non facciamo previsioni. **Fiorini:** Noi invece previsioni le facciamo. Il prezzo del petrolio scenderà meno delle attese e per qualche mese si attesterà vicino ai 25 dollari favorendo i bilanci delle aziende petrolifere. Questo considerato che a inizio anno le società avevano fatto previsioni prudenziali, stimando un prezzo medio attorno ai 20-22 dollari al barile.

Ha ancora senso in caso di asset allocation? E, in caso affermativo, potreste suggerire un portafoglio ideale?

L'andamento della raccolta netta e del patrimonio dei fondi comuni dal 1984 al 31 marzo 2003

Nel due istogrammi sono illustrati gli andamenti della raccolta netta (grafica 1) e del patrimonio (grafica 2) dei fondi comuni di diritto italiano ed estero gestiti da intermediari domestici. Il periodo considerato va dal 1984, subito dopo cioè all'entrata in vigore della legge sui fondi, al 31 marzo 2003. Dopo il picco del 1996, la raccolta ha cominciato a scendere fino al rosso del 2001 e 2002 per riportarsi in territorio positivo (+8.875,7 milioni di euro) nel primo trimestre 2003. Il patrimonio, dopo il top raggiunto nel 2000 a 548.017,9 miliardi si è assottigliato. Ma se a fine 2002 era di 465.996 milioni, al 31 marzo 2003 si è riportato a 466.647,8 milioni. Dati in milioni di euro. La fonte è Assogestioni.



Guerra e mercati: uno sguardo alla storia fino alla Sarajevo del 1914

Fonte: Elaborazioni Bipieme gestioni su dati Ned Davis research inc.

Data	Performance % dell'indice DJ dopo:	22 giorni	63 giorni	126 giorni
GLI USA INVAIDONO L'IRAK	20/2/2003	0,78*		
GLI USA BOMBARDANO L'AFGHANISTAN	7/10/2001	5,2	11,8	11,9
ATTACCO ALLE TWIN TOWERS	11/9/2001	-2,3	1,7	10,1
LIBERAZIONE DEL KUWAIT	27/2/1991	1,7	3,3	6,1
INIZIO DESERTI STORM	17/1/1991	11,0	19,8	18,7
TRUPPE USA IN ARABIA SAUDITA	9/8/1990	4,4	9,1	13,5
VICTIMARI CONQUISTANO SAIGON	30/4/1975	3,6	2,7	4,4
INVIATO DELLA MARINA USA IN VIETNAM	8/3/1965	0,4	0,6	0,5
FIRMA DEL CESSATE IL FUOCO IN COREA	27/7/1953	-0,9	2,1	8,3
TRUPPE AMERICANE SBARCANO IN COREA	30/6/1950	2,5	9,3	10,5
RESA DEL GIAPPONE	14/8/1945	8,3	15,5	21,9
RESA DELLA GERMANIA	7/5/1945	0,8	3,0	12,0
D DAY	6/6/1944	4,8	5,2	4,4
PEARL HARBOR	7/12/1941	-2,4	9,6	-16,0
LA GERMANIA INVADE LA POLONIA	1/9/1939	13,9	12,3	8,1
USA DICHIARANO GUERRA ALLA GERMANIA	6/4/1917	-2,3	7,2	-11,8
AUSTRIA DICHIARA GUERRA ALLA SERBIA	28/7/1914	-4,2	6,4	2,1
ASSASSINIO DI SARAJEVO	28/6/1914	-0,5	-1,1	10,2

Nella tabella elaborata da Bipieme gestioni sono riportati i risultati dell'indice Dow Jones messi in relazione con i principali eventi bellid degli ultimi cento anni. Come commentano gli esperti della Popolare di Milano, «si può osservare come mediamente di sia un effetto positivo a breve, ma di scarsa rilevanza. Un risultato, quindi, non conclusivo, che fa pensare al fatto che sono soprattutto altre le variabili importanti che guidano il mercato. Tra queste, la crescita economica e dei cash flow. Nel corso di alcuni conflitti importanti, come le due guerre mondiali e quella del Golfo del '91, si è assistito a un'inversione in senso positivo dei mercati a fronte, in corso. «Come dire che i mercati tendono comunque a un certo punto ad anticipare gli eventi», osservano a Bipieme gestioni.

ti e stare a peso sull'Europa. **Morchio:** Sono perfettamente d'accordo con Foa. Quello che conta è il profilo di rischio della persona e quindi non ha senso indicare asset allocation generiche. L'unica notazione che mi sento di fare è che le obbligazioni non sono prive di rischio a questi livelli dei tassi d'interesse. Soprattutto per chi non desidera sorprese e non consiglia avere almeno una modesta quantità di azioni. Una ripresa dei corsi azionari dovrebbe infatti accompagnarsi a una flessione dei corsi obbligazionari. **Verzelli:** Continuiamo a preferire i bond e a sottoposare le azioni. Tuttavia guardiamo con attenzione ai mercati perché è indubbio che con la fine della guerra, il premio per il rischio delle azioni si è notevolmente ridotto. Un altro segnale positivo per le Borse è anche la crescita del mercato immobiliare che è notevolmente ridotta, e quindi la liquidità che finora si è riversata nel real estate potrebbe tornare a confluire nel mercato mobiliare. **Gentili:** Io invece sono d'accordo con Foa e Morchio. E tengo a ribadire che la nostra gestione è basata sullo stock picking con un approccio bottom up. Se devo indicare un portafoglio, preciso che non è in funzione della guerra. E lo costruisco così: 50% America, 45% Europa e il restante 5% Sudest asiatico escluso il Giappone. **Spinola:** Anche per me l'asset allocation non deve essere in funzione della congiuntura ma della propensione al rischio di ogni singolo risparmiatore. Comunque, a livello medio generale, una proposta per un portafoglio bilanciato potrebbe essere quella di ripartire il 50% in azioni, il 25% in bond e il restante 25% in liquidità.

Sul fronte dei bond, che cosa può accadere?

Verzelli: La politica monetaria delle banche centrali mi sembra sia già ben delineata. Se la produzione industriale Usa dovesse dare segnali di rallentamento potrebbe esserci l'ultimo leggero taglio dei tassi americani, ma anche quest'eventualità non smuove molto la visone d'insieme. Prima di assistere a un rialzo dei tassi bisognerà avere segnali di una ripresa che al momento non c'è. Pertanto, per arginare la volatilità, continuiamo a preferire obbligazioni a breve termine dell'area euro con scadenze a tre-cinque anni. E questo per i timori di un nuovo indebolimento del biglietto verde.

Gentili: Un ulteriore ribasso dei tassi sarebbe negativo, mentre un piccolo rialzo, parlo scontato, non avrebbe effetto sulle Borse. Che reagirebbero in maniera analitica. **Fortuzzi:** Per il comparto dei bond vedo solo un peggioramento dei corsi. **Spinola:** Ritengo che i bond siano necessari in un portafoglio equilibrato. Ma riteniamo anche che in assoluto abbiano rendimenti inferiori a quelli storici. **Morchio:** Pensiamo che nel medio-lungo termine le obbligazioni non offrano valore. Peraltro è difficile immaginare riprese dell'inflazione. Siamo neutrali nella migliore delle ipotesi.

Fiorini: La parte a breve della curva beneficerà dei tagli attesi, o quantomeno delle aspettative per tale evento. La parte lunga della curva, invece, potrebbe trarre vantaggi dalla parziale dissoluzione di un forte rimbalzo dell'azionario. **De Felice:** Mi aspetto ancora un periodo di elevata volatilità, con una tendenza per i prossimi mesi di rendimenti ancora in calo su tutta la curva. La Bce e la Fed potranno decidere entrambe entro giugno ulteriori riduzioni dei tassi, anche più ampie di quelle oggi attese dal mercato. Ci aspettiamo una riduzione di 50 punti base.

Quali sono le vostre previsioni sull'andamento della raccolta dei fondi e sulle tipologie di prodotti che verranno scelte dai risparmiatori?

Fortuzzi: Secondo me la raccolta aumenterà leggermente, con un incremento percentuale dei fondi azionari. **Verzelli:** Siamo specializzati nel private banking, non sono la persona giusta per rispondere. **Spinola:** Personalmente non lo so. **Morchio:** A breve, le incertezze macro

Gentili: «Il risparmio gestito? Purtroppo sono stati venduti troppi prodotti a capitale garantito». **Fiorini:** «La gente resterà ancora fuori dall'azionario: meglio i bilanciati»

e le perdite dei recenti passato terranno i risparmiatori fuori dalle azioni. Si orienteranno quindi su bond, cash e prodotti a capitale protetto. **Fiorini:** Dovrebbe continuare il trend dell'ultimo semestre: molto bene i fondi di liquidità e gli area euro a breve termine ma con una graduale riscoperta dei fondi bilanciati, che è il primo passo verso la riscoperta dell'azionario. **Gentili:** È probabile che si tornerà un po' sull'equity. Ma purtroppo sono stati venduti troppi prodotti a capitale garantito, che hanno distorto il mercato.