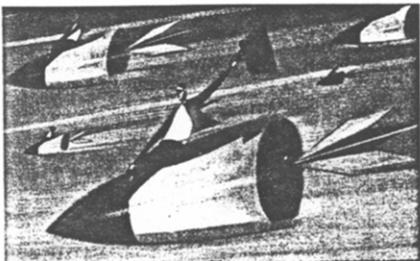


BORSA E FINANZA
12 aprile 2003

«Il premio al rischio si è ridotto»

Verzelli: «La ripresa non potrà che partire dagli Usa». **Foà:** «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 ne 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. **Verzelli:** Come banca siamo sottoposti sulle azioni, e in questo comparto puntiamo in uguale misura sui mercati Usa e su quelli euro. Quando arriverà la ripresa economica, di sicuro ripartirà dall'America, ma al momento non ci sono segnali in questa direzione. Per contro, la debolezza del dollaro rende non conveniente Wall Street.

E in America?

Fiorini: Di nuovo dico telecomunicazioni e titoli energetici. **Fortuzzi:** Mi devo ripetere, perciò indico i ciclici.

Quali saranno le aree geografiche da privilegiare? E quali previsioni sull'andamento dei cambi si possono fare?

De Felice: L'euro potrà beneficiare di un sentimento di delusione per la debolezza dei dati statunitensi. A breve termine ci attendiamo quindi che rimanga nel range 1,05-1,08. Se la Borsa americana dovesse scendere l'euro ha però

spazi di salire anche oltre 1,10. **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 verificheremo 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 prudenti, stimando un prezzo medio attorno ai 20-22 dollari al barile.

Quali sono le vostre previsioni sull'andamento del dollaro e delle altre valute?

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 verificheremo 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 prudenti, stimando un prezzo medio attorno ai 20-22 dollari al barile.

Fortuzzi: 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 prudenti, stimando un prezzo medio attorno ai 20-22 dollari al barile.

Fortuzzi: 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 prudenti, stimando un prezzo medio attorno ai 20-22 dollari al barile.

Fortuzzi: 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 prudenti, stimando un prezzo medio attorno ai 20-22 dollari al barile.

Fortuzzi: 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 prudenti, stimando un prezzo medio attorno ai 20-22 dollari al barile.

Fortuzzi: 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 prudenti, stimando un prezzo medio attorno ai 20-22 dollari al barile.

Fortuzzi: 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 prudenti, stimando un prezzo medio attorno ai 20-22 dollari al barile.

Fortuzzi: 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 prudenti, stimando un prezzo medio attorno ai 20-22 dollari al barile.

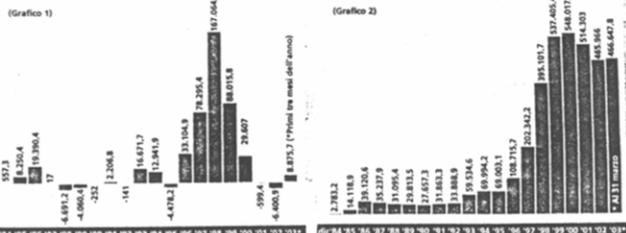
Fortuzzi: La nostra stima sulle valutazioni del petrolio oscilla invece tra 22 e 28 dollari al barile. Il range di oscillazione del prezzo del greggio è legato a una serie di variabili poco prevedibili, come quella che sarà la posizione dei paesi Opec, piuttosto che le nuove tensioni che potrebbero scoppiare 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 prudenti, stimando un prezzo medio attorno ai 20-22 dollari al barile.

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 (grafico 1) e del patrimonio (grafico 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.



portafoglio ideale?

Foà: Assolutamente no e mi rifiuto di dare qualsiasi indicazione perché tutto dipende dal profilo di rischio dell'investitore. Facciamo un caso di scuola: se mi chiedesse consiglio un macellaio quarantenne, senza debiti, con un'attività ben avviata e che avesse ereditato una fortuna gli direi di investire il 40% in azioni e il 60% in cash. **Fiorini:** Peccato, però, che noi gestori veniamo pagati anche per dare questo tipo di indicazioni alla rete di vendita che poi le trasmette al pubblico dei risparmiatori. Altrimenti potremmo chiederci: che cosa andiamo a fare la mattina in ufficio? In questo momento mi sento di suggerire un portafoglio costituito per il 50% da bond, per il 30% da cash e per il 20% da azioni. A livello di aree geografiche, posizioneremo il portafoglio che si adatti al 10% in Giappone e il restante 5% nei Paesi emergenti.

Morchio: «Nel medio e nel lungo le obbligazioni non daranno valore»
De Felice: «Ma noi ci aspettiamo entro giugno un taglio di 50 punti base da parte di Bce e Federal Reserve»

Fortuzzi: A ciò che ha detto Fiorini aggiungo un'altra osservazione. E io tutti i miei collaboratori ogni mattina cerchiamo di mettere insieme le idee per diversificare il rischio degli investimenti e proporre un portafoglio che si adatti alle esigenze di vari profili di investitori. Per esempio, ritengo che in questo momento, con un orizzonte temporale di circa nove mesi, sia opportuno investire il 20% in azioni e restare liquidi per l'80 per cento. In particolare consiglio di sovrappesare gli Usa, sottopesare Giappone, Far East e Paesi emergen-

ti e stare a peso sull'Europa.

Morchio: Sono perfettamente d'accordo con Foà. 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 sottopesare le azioni. Tuttavia guardiamo con attenzione ai mercati perché è indubbio che non è in funzione della guerra, il premio per il rischio delle azioni si è notevolmente ridotto. Un altro scenario 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 Foà 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% Sud est asiatico escluso il Giappone.

Spinola: Ritengo che i bond siano necessari in un portafoglio equilibrato. Ma ritengo 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, e quantomeno delle aspettative per tale evento. La parte lunga della curva, invece, potrebbe trarre vantaggi dalla parziale dissoluzione di un forte rimbalzo dell'azionario.

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 visione 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, peraltro 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 ritengo 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, e 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»

De Felice: «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.