

Trend Le opinioni di un panel di 36 gestori e money manager casalinghi e internazionali. Il primo semestre? Male per i listini globali, bene per le azioni farmaceutiche dell'Europa e per il petrolio

Il sondaggio Borse su dell'8% entro fine anno

Emergenti meglio di Wall Street, Europa e Piazza Affari. Azioni preferite ai bond. E la maggior preoccupazione resta la Grecia, insieme con l'indebolimento della ripresa

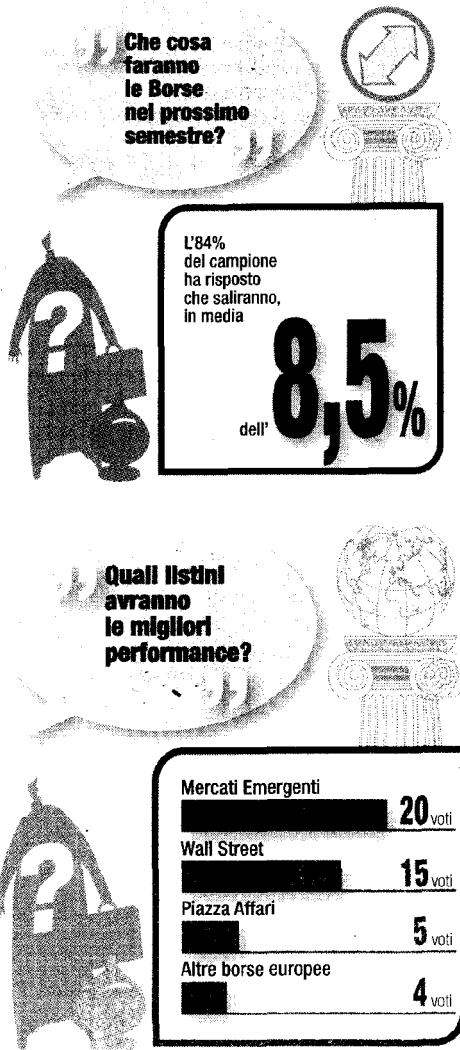


Borse La maggioranza è ottimista Andrà in onda il riscatto dei listini

Un ottimismo che sorprende, viste le tensioni del momento. E' vero però che in Borsa bisognerebbe sempre avere il coraggio di farsi avanti quando le cose non vanno troppo bene. Una percentuale «bulgara» (84%) dei *fund manager* è convinta che i mercati azionari nel prossimo semestre possano recuperare buona parte del terreno perduto e a riportarsi in territorio positivo rispetto ai valori di gennaio. Da adesso in avanti il rialzo medio stimato dal panel è dell'8,5%. Ma sono numerose e di rilievo le case di investimento che prevedono una performance positiva delle borse nell'ordine del 10%. Tra i big internazionali qualcuno, come il direttore generale di Ubs Italia sim Fabrizio Pasta, si spinge a ipotizzare una volata del 15% con l'indice S&P500 oltre la soglia dei 1400 punti (contro i 1.290 di oggi) e lo Stoxx 600 delle grandi capitalizzazioni europee a 310 punti (oggi 266). Poche le voci fuori del coro, o dissonanti. Solo il 9% dei *fund manager* interpellati prevede un calo dei listini nel secondo semestre del 2011 e un riscatto 7% intravede un orizzonte, o si farebbe meglio a dire una palude, di stabilità. Tra le voci *contrarian* si leva quella di un colosso globale come JPMorgan Am, che prevede un calo dei listini di circa il 5%. Secondo la strategist Paola Toschi «la recente fase di correzione è stata ampia e ha scontato buona parte dei rischi, ma restano i fattori di incertezza legati alla politica super-espansiva varata dalla Fed e ai rischi di stabilità del settore finanziario». Ma proprio su questi aspetti, oltre che su elementi cruciali come la forza della ripresa economica, la crescita degli utili aziendali e la soluzione del problema greco, le valutazioni degli «ottimisti» sono opposte. «Siamo convinti che il calo delle borse di questi ultimi due mesi non sia altro, in termini macroeconomici, che una correzione di metà ciclo. Gli utili aziendali nel 2011 cresceranno grosso modo del 10-15% e di altrettanto saliranno le valutazioni delle aziende», afferma il responsabile delle strategie di investimento di Axa Im Franz Wenzel. «Il rientro dei timori sul rallentamento economico e le minori tensioni sul rischio del debito sovrano, accoppiati all'attuale conveniente valutazione dei mercati spingeranno le borse al rialzo», commenta Armando Carcaterra, direttore investimenti di Anima sgr. Anche secondo la casa di investimento elvetica Swiss & Global fattori come le basse valutazioni

dei titoli (il p/e medio è di 12,8 volte negli Usa e di appena 10 in Europa), insieme ai tassi di interesse ridottissimi favoriranno le performance. Che saranno tuttavia ancora moderate a causa del perdurare della crisi greca e delle difficoltà del presidente americano Barack Obama nel definire un accordo sul tetto del debito pubblico statunitense.

F. PROCOLAZI/REUTERS



2

Mercati Emergenti sugli scudi, Wall Street meglio dell'Europa

Pochi dubbi. Nel prossimo semestre i rialzi dei listini (se ci saranno) avranno come epicentro i mercati emergenti, secondo il 45% delle risposte dei *fund manager*, e Wall Street, per il 35%.

All'Europa (9%) e a Piazza Affari (11%) vanno soltanto le briciole dei consensi. «I Paesi emergenti hanno prospettive di crescita migliori, valutazioni interessanti e dinamiche di sviluppo interne, ad esempio i tassi di urbanizzazione, tali da supportare la divergenza dalle economie più sviluppate», sostiene Fabrizio Pasta, direttore generale di Ubs Italia sim. «Le performance più interessanti verranno dai mercati emergenti e in particolare dalla Cina», afferma Antonio Mauceri, amministratore delegato di Augustum Opus Sim. Al di là del miglioramento dei principali indicatori macroeconomici cinesi, secondo Mauceri la Cina è a una svolta per quanto riguarda la creazione di un sistema sanitario e pensionistico, «che permetterà alle famiglie di

ridurre i risparmi discrezionali e di ampliare le spese per i beni di consumo».

Wall Street, al secondo posto delle preferenze, per Salvatore Bruno di Generali Investments, «continua a trarre beneficio da politiche monetarie accomodanti e alcuni settori potranno ancora contare sulla crescita del Far East». Inoltre le società quotate a New York potrebbero avvantaggiarsi di fattori tecnici come «il rimpatrio dei profitti esteri in condizioni agevolate di imposta, che darebbe il via a una nuova ondata di investimenti, di operazioni di buy-back o a un aumento dei dividendi». In Europa il listino che riscuote più interesse è invece Francoforte. Per Massimo Fuggetta, presidente di Horatius Sim «la Germania è il Paese meglio posizionato in Europa sia dal punto di vista dei fondamentali economici che sotto il profilo della competitività dell'industria». Infine in Piazza Affari — promossa da Marcello Esposito, direttore investimenti di Banca Patrimoni Sella & C. — «le banche, eccessivamente penalizzate dalla crisi greca, dopo gli aumenti di capitale potranno affrontare il mercato da una posizione più solida».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

3

Asset Piacciono le azioni il 60% ne comprerebbe di più

Sono ottimisti sul riscatto dei listini e quindi votano in massa per le azioni. Se le Borse saliranno, come quasi tutti i money manager interpellati dal sondaggio si aspettano, non sorprende che oltre il 60% del campione punti prima di tutto sulle borse per costruire (o ricostruire) le performance di portafoglio del 2011. «Le imprese — nota il direttore di M&G Italia Matteo Astolfi — a differenza degli Stati hanno i bilanci sotto controllo e godono di buona salute, avendo tagliato nettamente i costi e aumentato i loro utili durante la crisi. Di conseguenza le società quotate, in molti settori, si trovano oggi in condizioni migliori rispetto a prima della recessione». Anche la

diversificazione geografica dei ricavi delle aziende è un ulteriore fattore positivo. «Perché in questo modo le società sono in grado di fronteggiare la debolezza della propria economia attingendo alla forza economica dei paesi in via di sviluppo, aumentando di conseguenza i profitti e la liquidità», conclude Astolfi.

Mark Burgess, responsabile investimenti del gruppo britannico Threadneedle, sottolinea: «I modelli decisionali che utilizziamo continuano a privilegiare le azioni rispetto alle obbligazioni. E per quanto riguarda i settori siamo sovrappesati sui comparti della salute, sull'hi tech e il software, sul comparto automobilistico, sugli assicurativi e gli industriali».

Tra i grandi investitori c'è anche chi tiene d'occhio i titoli di Stato italiani (i Btp piacciono tuttavia soltanto al 5% del *panel*). Andrea Guitta, gestore di Banca Ifigest nota che «in caso di avvio del processo di salvataggio greco i Btp, che hanno raggiunto un differenziale di rendimento record contro il bund, tornano ad essere interessanti». La strategist di JPMorgan, Paola Toschi, è invece convinta, insieme ad altri sei *panelist* (15%), che «nell'attuale contesto di inflazione in aumento siano da preferire le obbligazioni societarie, visti i buoni fondamentali delle società, rispetto alla liquidità (che offre tassi troppo bassi) e alle emissioni governative, i cui rischi sono troppo elevati». Il *cash* è invece la scelta di elezione per la minoranza (6%) che nutre più di un timore sul futuro. Come Gabriele Rigo (Lemanik) che si aspetta un ulteriore calo del 10% delle borse internazionali.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



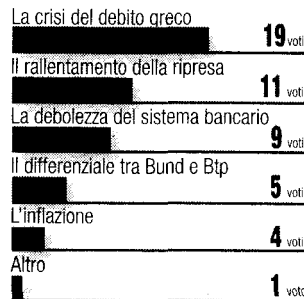
Timori La Grecia e la ripresa in cima alla classifica dei rischi

Sono tante le preoccupazioni che agitano i sonni dei grandi investitori. E se il timore di un *default* del debito greco viene al primo posto (38,7%), desta allarme anche la debolezza della ripresa economica (22,4%), la situazione di sottocapitalizzazione e di fragilità del sistema bancario (18,3%), l'ampliarsi del differenziale di rendimento fra il bund e il Btp (10,2%). Si allontana invece lo spauracchio di una ripresa della corsa dei prezzi (8%), sebbene proprio la settimana scorsa sia arrivata la notizia di un aumento dei prezzi al consumo nel mese di giugno al 2,7%, il massimo dal 2008. Ma l'inflazione, ne sono convinti quasi tutti i centri di ricerca economica, nei prossimi mesi rientrerà, grazie fra l'altro al calo dei prezzi delle materie prime. E dunque la crisi ellenica il tema su cui si concentra l'attenzione dei grandi investitori. «Se non si risolve il caso Grecia in modo ordinato si rischia una nuova crisi sistemica», afferma lapidario Armando Carcaterra, direttore investimenti di Anima sgr. «Il rischio contagio è troppo elevato perché si possa immaginare di non arrivare a una soluzione di stabilità dell'area euro, così come del sistema bancario», afferma Monica Defend, responsabile della ricerca nell'area dell'asset allocation di Pioneer Investments. Tuttavia sono proprio le banche uno dei principali fattori di instabilità del sistema economico secondo la strategist. «Il risultato degli stress test sugli istituti di credito europei è una scadenza importante perché i mercati sono estremamente sensibili alle notizie relative a questo settore e le borse hanno quasi sempre reazioni violente al ribasso di fronte alle novità negative. Inoltre ulteriori debolezze del comparto creditizio potrebbero portare a una significativa crisi di liquidità», conclude. «La debolezza del sistema bancario è il rischio più importante nel breve termine», concorda Claudio Foschi, responsabile del team Global strategies e total return di Eurizon Capital sgr. «Molte banche dovranno rafforzare il patrimonio senza penalizzare i prestiti e il supporto all'economia produttiva», aggiunge Foschi. Tra le preoccupazioni più diffuse, come abbiamo visto; c'è il rischio di un indebolimento della crescita. «Senza dubbio il rallentamento della ripresa rappresenta uno dei principali fattori di incertezza da oggi a fine anno», sostiene Umberto Urso, di Saxo Bank Italia. «Il fenomeno del resto è ben visibile già adesso considerando le ultime revisioni delle aspettative di crescita delle principali economie, prima fra tutte quella statunitense. Non a caso la Fed ha appena

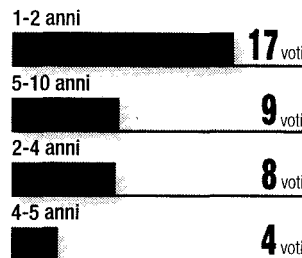
abbassato le stime di aumento del Pil a una forchetta 2,7-2,9% rispetto a un range precedente di 3,1-3,3%», conclude.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Quali saranno le principali incognite nella seconda metà dell'anno?



Quali sono le scadenze più appropriate per il reddito fisso nei prossimi sei mesi?



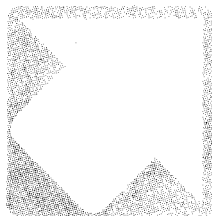
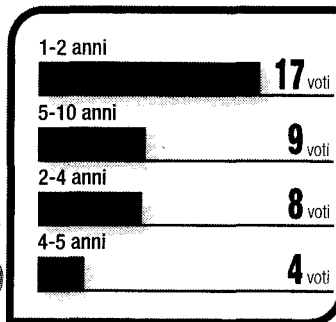
5

Btp Un mix di corti e decennali Vince la strategia degli estremi

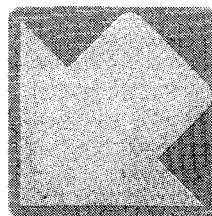
Titoli di Stato sì, ma a quale scadenza? È su questo interrogativo, che normalmente trova gli operatori abbastanza concordi tra loro, che le valutazioni dei fund manager divergono profondamente (vedi altro servizio a pagina 19). In un certo senso il panel interpellato da *CorriereEconomia* si spacca a metà. Una forte componente dei gestori (44%) opta per le scadenze più brevi, 1-2 anni. Ma al secondo posto per numero di risposte si colloca il gruppo (24% del totale) che dichiara di preferire le durate medio-lunghe, a 5-10 anni. A favore delle scadenze a 2-4 anni, ancora brevi, si dichiara il 21% del panel, mentre scende all'11% la percentuale di chi trova maggiore convenienza sul tratto 4-5 anni della curva dei rendimenti. Le risposte sono state sicuramente influenzate dalla forte turbolenza che proprio la settimana scorsa ha colpito il mercato del reddito fisso. Martedì il differenziale di rendimento fra il bund e il Btp a dieci anni aveva toccato un picco a 220 centesimi di punto. Venerdì, la febbre era scesa di circa 35 centesimi e lo spread fra i due decennali era calato a un più fisiologico, ancorché non basso, valore di 186 centesimi. Un effetto dell'approvazione del piano di austerità votato dal Parlamento ellenico e della manovra finanziaria correttiva varata in Italia. Vediamo le ragioni con cui i fund manager motivano scelte tanto divergenti. «È opportuno che la componente obbligazionaria del portafoglio rimanga su scadenze brevi in modo da limitare le conseguenze negative dovute all'aumento dei tassi nei prossimi mesi e all'ampliamento dello spread fra il bund e il Btp», afferma Marco Vicentini, responsabile delle gestioni patrimoniali di Banca Cesare Ponti. «L'inflazione dovrebbe raggiungere il suo picco entro l'estate e il rallentamento ciclico accentuarsi anche in Europa con un effetto di stabilizzazione sui tassi di interesse di lungo termine. Per questo motivo nei prossimi mesi le durate più lunghe saranno quelle più interessanti», ribatte Valentijn van Nieuwenhuijzen, a capo delle strategie di investimento di Ing Investment Management. Tra coloro che difendono l'opzione delle durate intermedie si schiera Antonio Mauceri, amministratore delegato di Augustum Opus Sim. «In questo momento tra un Btp a dieci anni che offre una cedola del 4,84% e un titolo a cinque che paga il 4,07%, non ho dubbi nella scelta della seconda opzione», afferma. Secondo Mauceri, infatti, un premio di rendimento di appena 77 centesimi non remunera in modo sufficiente il maggior rischio di tasso e di volatilità che colpisce il Btp decennale rispetto al titolo con scadenza 5 anni.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Quali sono
le scadenze
più appropriate
per il reddito fisso
nei prossimi
sei mesi?

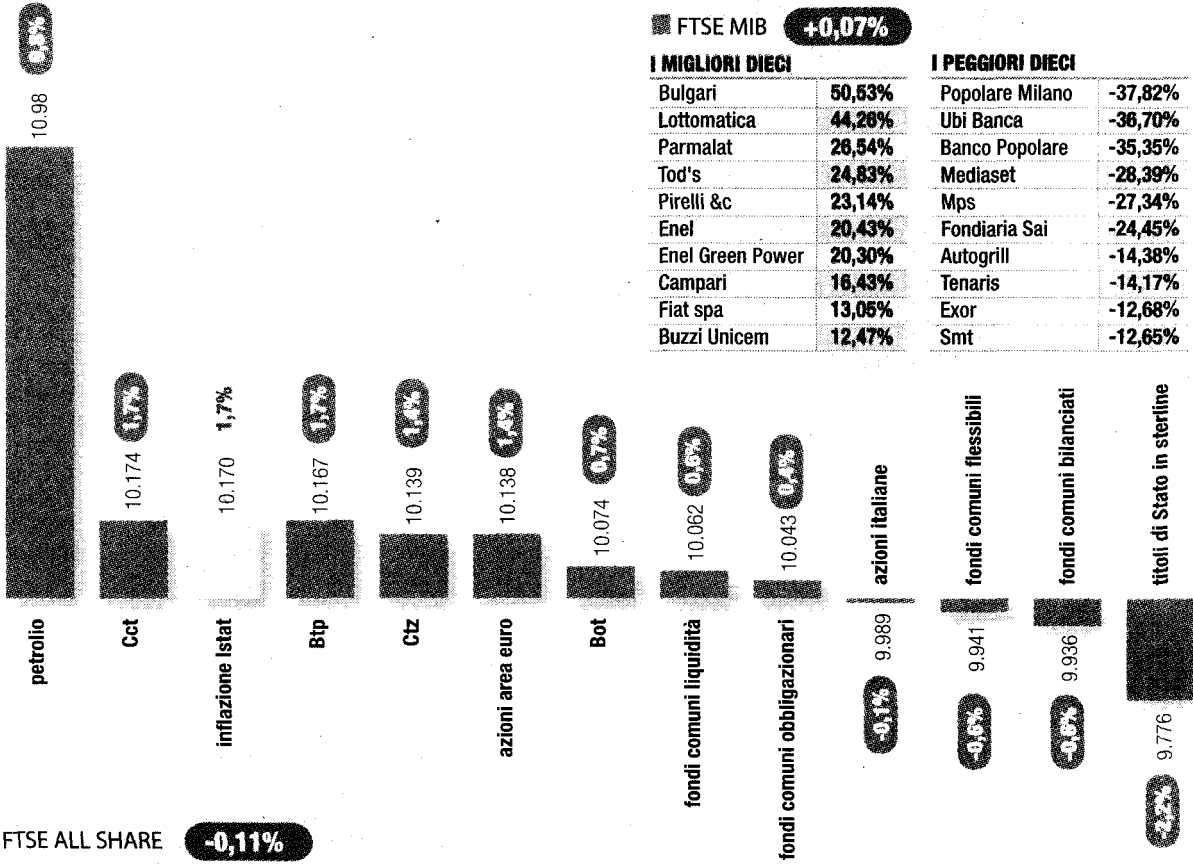


La soluzione greca fa bene all'euro
In una sola settimana, quella dove Atene ha approvato la manovra, la divisa unica europea si è rivalutata del 2,23% contro dollaro, passando da una parità di 1,4189 a un cambio di 1,4506 dello scorso venerdì. L'euro conferma dunque la sua forza nei confronti del biglietto verde e non smentisce il trend di rivalutazione di lungo periodo, che in 12 mesi ha determinato un apprezzamento di oltre il 18%.



Scende la febbre dell'oro
Il metallo giallo è passato da una quotazione di 1.521 dollari per oncia del 24 giugno a un prezzo di 1.485 del primo di luglio. È tuttavia probabile che la volatilità delle quotazioni del metallo giallo rimanga elevata ancora a lungo. Sfumano tuttavia (almeno per il momento) quei target di prezzo «catastrofisti» che puntavano a quotazioni di 2 mila dollari per oncia in tempi medio-brevi.

Quanti sono diventati 10.000 euro investiti a inizio 2011



■ FTSE MIB **+0,07%**

I MIGLIORI DIECI

Bulgari	50,53%
Lottomatica	44,26%
Parmalat	26,54%
Tod's	24,83%
Pirelli &c	23,14%
Enel	20,43%
Enel Green Power	20,30%
Campari	16,43%
Fiat spa	13,05%
Buzzi Unicem	12,47%

I PEGGIORI DIECI

Popolare Milano	-37,82%
Ubi Banca	-36,70%
Banco Popolare	-35,35%
Mediaset	-28,39%
Mps	-27,34%
Fondiaria Sai	-24,45%
Autogrill	-14,38%
Tenaris	-14,17%
Exor	-12,68%
Smt	-12,65%

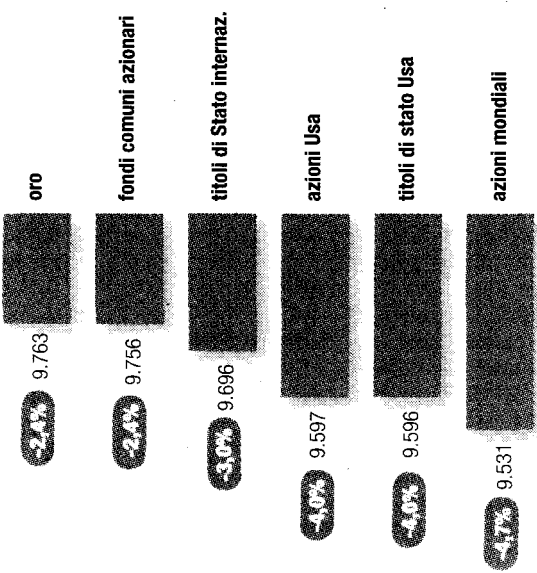
■ FTSE ALL SHARE **-0,11%**

I MIGLIORI DIECI

Mondo Home Entert.	260,06%
Zucchi	166,02%
Aeffe	138,29%
Txt e solutions	72,39%
Fullsix	62,25%
Bulgari	50,53%
MolMed	48,65%
Biancamano	48,12%
Meridiana Fly	45,01%
Lottomatica	44,26%

I PEGGIORI DIECI

Rdb	-65,88%
Maire Tecnimont	-61,64%
Monti ascensori	-56,95%
Gabetti property	-56,04%
Arkimedica	-54,65%
Yorkville Bhn	-49,07%
Milano assic.	-49,06%
Meridie	-48,11%
IT Way	-42,35%
Kerself	-42,28%



A CURA DI
GIUDITTA MARVELLI
E **MARCO SABELLA**

Per guadagnare un invidiabile 9% bisognava investire nel petrolio. Con le azioni farmaceutiche europee ci si sarebbe fermati al 4%. E poi giù giù, fino al -4,7% delle azioni mondiali. Il bilancio dei primi sei mesi del 2011 non è brillante. Dove andranno i mercati nei prossimi sei? La domanda è sempre difficilissima, ma all'inizio di quest'estate nebbiosa rischia di esserlo ancora di più. Trentasei case di gestione e di analisi hanno però accettato la sfida di mettersi in gioco e di rispondere, sulla base delle proprie convinzioni, a cinque domande fatte da CorriereEconomia. Il risultato è sintetizzato in queste due pagine. I money manager e gli operatori confidano in un secondo semestre di recupero per i mercati azionari. Nonostante gli avanti e indietro che fino ad oggi non li hanno portati da nessuna parte — le 40 blue chip italiane sono ferme a quota zero da gennaio ad oggi —, i listini restano quindi i grandi favoriti. Con molti distinguo, però. La maggioranza vota per una netta supremazia degli Emergenti, Wall Street resta seconda, l'Europa e Piazza Affari raccolgono molte meno preferenze. Che cosa fare allora nei portafogli? Coerentemente con questa apertura di fiducia alle Borse — che costano poco e sono sane perché le società hanno fatto pulizia dopo la crisi —, sono le azioni l'asset che, secondo i più, andrebbe fatto crescere nel patrimonio. In seconda battuta i corporate

bond, mentre pochi farebbero lievitare la quota di liquidità. Sullo sfondo però restano le grandi preoccupazioni che ci accompagnano da tempo e che in questi ultimi giorni hanno fatto fibrillare le Borse e gli spread fra titoli tedeschi e Btp. Quella distanza di rendimento che misura, a volte con sbalzi repentini, la fiducia globale verso l'Italia e gli altri paesi ad alto debito. Il rischio più grave? La Grecia. E in seconda battuta il rallentamento della ripresa. Mentre l'inflazione, che pure è alta e che sarà la causa del (quasi) scontato nuovo aumento del denaro in Europa tra qualche giorno, resta sullo sfondo.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

◉ Nomi

Ecco il panel del nostro sondaggio

Hanno partecipato al nostro sondaggio sulle possibili direzioni dei mercati nel secondo semestre dell'anno 36 intermediari internazionali e italiani. Le risposte sono state elaborate dalla redazione e hanno consentito di costruire un quadro degli orientamenti da qui a Natale dei principali operatori attivi sul nostro mercato.

Ecco, in ordine alfabetico per società, i loro nomi:

Armando Carcaterra (**Anima sgr**); Team di gestione (**Amundi sgr**); Antonio Mauceri (**Augustum Opus sim**); Angelo Lazzari (**Arc am**); Franz Wenzel (**Axa investment management**); Stefano Mach (**Azimut sgr**); Luca Simoncelli (**BlackRock**); Marco Vicentini (**Banca Cesare Ponti**); Gianluca La Calce (**Banca Fideuram**); Andrea Guitta (**Banca Ifigest**); Marcello Esposito (**Banca Patrimoni Sella & c.**); Giordano Beani (**Bnp Paribas Am**); Didier Saint George (**Carmignac gestion**); Marco Vailati (**Cassa Lombarda**); Francesco Citta (**Copernico sim**); Stefano Andreani (**Credit Suisse**); Claudio Foschi (**Eurizon capital sgr**); Paolo Federici (**Fidelity International**); Salvatore Bruno (**Generali investments**); Sara Cazzola (**Hedge fund invest**); Massimo Fuggetta (**Horatius sim**); Valentijn van Nieuwenhuijzen (**Ing investment management**); Andrea

Cordone (**Janus Capital group**); Maria Paola Toschi (**JP Morgan Am**); Gabriele Rigo (**Lemanik**); Matteo Astolfi (**M&G Italia**); Monica Defend (**Pioneer investments**); Umberto Urso (**Saxo Bank Italia**); Mario Spreafico (**Schroders Private banking**); Thomas Bichler (**Raiffeisen capital management**); Antonello Sanna (**Solution capital management sim**); Guido Rescia (**Sopaf capital management**); Massimo De Palma (**Swiss&Gloabl am**); Mark Burgess (**Threadneedle**); Fabrizio Pasta (**Ubs Italia sim**); Christophe Bernard (**Union Bancaire Privée**).

© RIPRODUZIONE RISERVATA