

Borsa Da marzo +93%. I titoli giusti

Piazza Affari dopo il raddoppio

DI GIUDITTA MARVELLI
E MARCO SABELLA

Dai minimi di marzo le Borse sono salite quasi senza sosta. I grandi investitori sono convinti che possano salire ancora, se la qualità degli utili migliorerà a suon di ricar-

vi e non solo di costi tagliati. I più amati sono i titoli ciclici, quelli più sensibili all'accelerazione del ciclo. Così in Piazza Affari, che è già risalita del 90%, raccolgono consensi nomi come Finmeccanica, Stm, Eni e Tod's.

ALLE PAGINE 18 E 19

Mercati Dietro la corsa sfrenata dai minimi di marzo (Milano +93%, New York +62%) le strategie degli operatori che ora comprano la ciclica Europa

Borse, le mosse dopo il grande rialzo

Il Toro può rallentare, ma se le previsioni sugli utili si avverano la marcia non è finita. Le incognite? Tassi e liquidità

DI GIUDITTA MARVELLI

Piazza Affari è quasi raddoppiata, con un +93%. Francoforte è salita del 58%. E l'Europa nel complesso con il +62% del paniere Eurostoxx fa pari con l'S&P 500, batte il Dow Jones (+54%) ma non il Nasdaq, che svetta a +68%. La tombola dei rialzi per i principali listini occidentali, se si considera il minimo del 9 marzo 2009 come punto di partenza, oggi ha dei numeri che intimidiscono.

Le domande

Ha senso investire ancora in questi mercati? E perché l'Europa, ben più paralizzata degli Usa dal punto di vista macro economico, alla fine è andata meglio di Wall Street?

Alla prima domanda è difficile trovare risposte del tutto negative. E anche per la seconda le spiegazioni sono concordi: l'Europa sta andando meglio perché viene considerata più ciclica e quindi più sensibile ad anticipare la fase due della ripresa (il consolidamento) di quanto non lo siano gli Stati Uniti.

Ma andiamo con ordine. In generale analisti e gestori non smettono di segnalare la possibilità di correzioni, pur affermando che con i tassi a zero, l'inflazione ghiac-

ciata e la liquidità al massimo, le Borse sono ancora un posto dove rimanere. Almeno per altri sei mesi. «Ci aspettiamo che i prezzi salgano ancora, ma ad un passo più lento», scrive Peter Oppenheimer, strategist europeo di Goldman Sachs.

Qualcuno, per esempio Credit Suisse, invita ad accrescere la quota di Borsa se i prezzi dovessero scendere un po', altri, come gli asset manager di Pictet, dicono che invece in un portafoglio bilanciato la riconquistata neutralità delle azioni «va mantenuta e non aumentata». Il fondamento di molti ottimismo, sebbene prudenti, sta nel paragone con quello che è accaduto negli ultimi vent'anni all'uscita dalle precedenti recessioni (*vedi articolo a fianco*). E' vero che i listini sono saliti molto, ma le quotazioni non scontano ancora la crescita degli utili che, per ora, esiste solo nelle stime e nelle speranze di tutti.

Quello dei profitti è il punto centrale della questione. La settimana scorsa si è aperta la stagione della reportistica a Wall Street. E il Dow Jones (l'indice storico della Borsa) è tornato sopra 10 mila — la soglia psicologica per

eccellenza — proprio lo stesso giorno in cui JP Morgan, una delle banche d'affari meno travolte dalla crisi, ha annunciato risultati trimestrali piuttosto buoni e il dato delle vendite al dettaglio ha rivelato che in settembre gli americani hanno consumato più del previsto.

«Siamo vicini alla fine del crepuscolo — scrivono gli analisti di Citi (la banca che invece ha deluso con profitti più bassi del previsto) — perché gli utili per azione presto ricominceranno a crescere». Ci stiamo lasciando alle spalle la fase in cui i listini salgono in modo violento, mentre i profitti crollano ancora, dicono gli analisti della casa americana.

Alba

«Quanto tornano i profitti le azioni in genere offrono ritorni decenti, non spettacolari: ci aspettiamo un altro 20% entro la fine del 2011», conclude lo studio di Citi.

Le stime attuali sul riaffacciarsi dei profitti sono più o meno condivise. E tutte a due cifre. «Noi prevediamo un miglioramento di almeno il 25% per i risultati operativi entro la fine del 2010 — spiega Monica Defend, a capo dell'asset allocation research di Pioneer investments —. Sia in Europa che negli Stati Uniti». E anche Teun Draaisma, alla guida del te-

Eurizon capital
Bruno Rovelli,
direttore degli
investimenti
dell'asset
management
del gruppo
Intesa Sanpaolo



Pioneer
Investments
Monica Defend,
a capo dell'asset
allocation
research

am di ricerca azionario europeo di Morgan Stanley, dice di aspettarsi entro 12 mesi una crescita degli utili del 20% per il Vecchio Continente. «Con più dividendi, più investimenti, più acquisizioni», precisa Draaisma. Quello che però gli investitori si attendono non è un miglioramento generico. La natura di quegli utili farà la differenza. «Fino ad oggi le sorprese positive sul lato dei profitti sono da ricondurre alle aggressive politiche di taglio dei costi delle aziende — spiega ancora Defend —. Adesso deve migliorare il lato dei ricavi. E questo può accadere solo se i consumi si riprendono».

Fase due

E qui si infila la risposta alla seconda domanda: perché l'Europa galoppa in Borsa, a volte più di Wall Street? Non perché il suo bollettino medico sia migliore, ma perché il Vecchio Continente viene considerato più ciclico dei listini americani, su cui tutti tendono a rifugiarsi quando le cose volgono al peggio. Il fatto che l'Europa stia andando di più, insomma, potrebbe essere un altro segnale indiretto di ottimismo.

Spiega Bruno Rovelli, direttore degli investimenti di Eurizon capital sgr (Intesa-SanPaolo): «Il Vecchio Continente è tipicamente il candidato ideale, più degli Usa, per giocare la ripresa mondiale». Quello che sorprende in positivo, secondo il gestore, è che si sia riusciti a mantenere alta questa bandiera con l'euro così forte. «La verità è che parecchi Paesi dell'Unione, come la Germania, sono esposti alla domanda dei Paesi Emergenti e questo controbilancia la perdita di competitività che deriva dall'apprezzamento valutario», dice ancora Rovelli.

Anche Monica Defend sottolinea, con altre sfumature, il diverso ruolo dell'Europa: «Nei nostri portafogli la scommessa sull'area euro potrebbe essere il tema del 2010 — precisa Defend —. Finora abbiamo preferito la difensiva Wall Street e la crescita dei Paesi Emergenti».

Tutti sanno, però, che non appena le cose miglioreranno davvero, i fiumi di liquidi-

tà che oggi trovano sbocco naturale in Borsa in assenza di inflazione (ma anche di costo del denaro) prenderanno diverse direzioni. L'uscita definitiva del sistema dalla fase di emergenza, insomma, presenterà il conto anche alle azioni. «Un problema che farà capolino nella seconda metà del 2010 — conclude Rovelli —. Ma è meglio non dimenticarlo fin da ora».

(Ha collaborato Adriano Barri)

L'Europa viene considerata più ciclica degli Stati Uniti che sono sempre l'area di sicurezza quando le cose sui mercati vanno molto male.

Se la ripresa si consolida, però, la liquidità cercherà anche altre strade

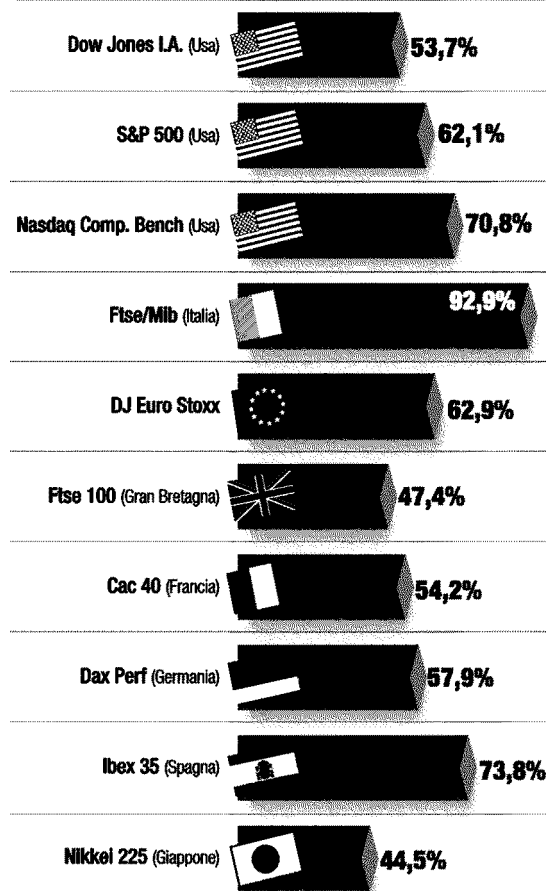
La qualità dei profitti d'ora in avanti farà la differenza.

Per il momento le politiche di taglio dei costi molto aggressive hanno tenuto a galla i risultati. Migliori ricavi ci possono essere solo se ripartono i consumi, vero motore del ciclo

Panoramica

IL RECUPERO

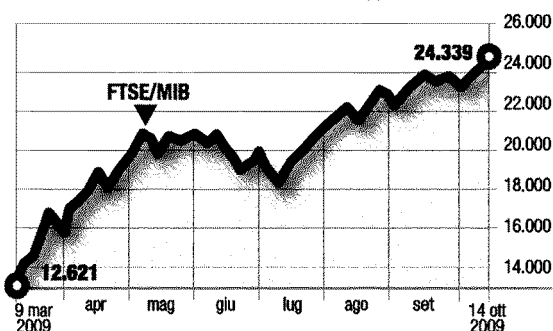
Performance dal 9/3/09*



* Dati in valuta locale

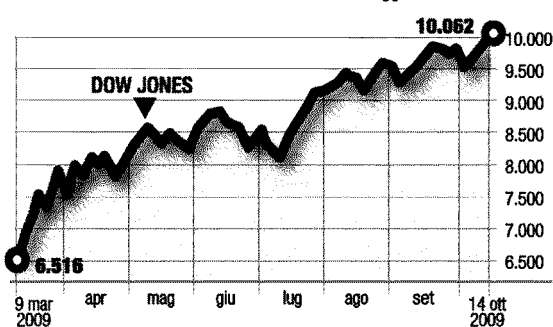
QUI MILANO

L'andamento dell'indice Ftse/Mib dal 9 marzo a oggi



QUI NEW YORK

L'andamento dell'indice Dow Jones dal 9 marzo a oggi



Fonte: elaborazione CorriereEconomia. Dati al 15/10/09

RP

Su & Giù

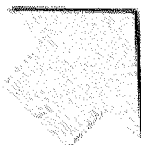
I tassi restano bassi, come mai nella storia, e continuano ad attirare sui titoli azionari gran parte della liquidità immessa sui mercati dalle autorità monetarie per aiutare il sistema. Un movimento che durerà ancora (sei mesi, se non un anno, dicono gli operatori) e che potrebbe arrestarsi bruscamente quando, avviata la ripresa, i tassi risaliranno e l'eccesso di liquidità andrà drenato.



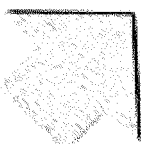
La disoccupazione — al 10% negli Stati Uniti e anche in Europa facendo la media delle varie realtà — è la gamba debole della ripresa. Per brindare ad un vero ritorno degli utili, infatti, bisogna che i margini delle imprese siano dovuti a maggiori ricavi indotti da una ripresa dei consumi, non solo dal draconiano taglio di costi che ha salvato i bilanci sacrificando posti di lavoro.



Lo spostamento di interesse verso il mercato azionario Europeo da parte degli investitori internazionali si può leggere come un'apertura di fiducia verso la ripresa. Tradizionalmente, infatti, i listini del Vecchio Continente vengono considerati più ciclici e meno difensivi di Wall Street. E dunque si mettono in portafoglio quando l'anticipo della ripresa sembra davvero a portata di mano.



Titoli ciclici a grande richiesta. I gestori di portafogli oggi preferiscono industria, tecnologia, consumi e petrolio per posizionarsi in anticipo sul ritorno di un miglior ciclo economico che oggi ha solo qualche araldo in migliori dati macro economici e in trimestrali meno brutte del previsto. Resta invece ampio il dibattito sui finanziari - ciclici per eccellenza - che suscitano ancora diffidenza.



Analisi Uno studio di Unicredit prova a individuare le blue chip e le taglie medie più adatte a sfidare la ripresa

Piazza Affari, i campioni in corsa

Da Fiat a Luxottica, da Ubi a Seat, da Eni a Terna: chi può marciare più forte dell'economia. Favoriti i ciclici e alcune utilities. Tra pause e scatti il listino potrebbe salire in due anni del 40%

DI MARCO SABELLA

Alla corsa di Piazza Affari è il momento dei grandi maratone, di chi sarà capace di sfruttare al meglio una ripresa economica che si annuncia lenta e misurata.

Roberto Odierna, responsabile della ricerca azionaria per l'Italia di **Unicredit**, crede nel potenziale dei settori più veloci dell'economia, come i consumi, l'industria, i media e l'hi tech. I loro atleti, **Fiat**, **Luxottica**, **L'Espresso** o **STM**, sono in grado di intercettare meglio la decisa crescita degli utili attesa per il prossimo biennio.

Ma anche i comparti più lenti delle utilities, dei finanziari e del risparmio gestito, in cui la ripresa dei profitti si annuncia meno esplicita rispetto al resto dell'economia, hanno una loro pattuglia di campioni. Come **Ubi** e **Intesa** nel settore creditizio, **Azimut** tra i gestori del risparmio, oppure **Terna** e **Snam** tra le utilities regolamentate.

Sono questi, in sintesi, i risultati di una ricerca condotta da Unicredit sulle grandi e medie capitalizzazioni di Piazza Affari, che devono essere osservate «con lenti differenti», come suggerisce il titolo dello studio.

«L'idea che il mercato sia sopravvalutato dopo un rialzo di quasi il 90% dai minimi di marzo scorso non regge all'analisi dei numeri», commenta Odierna.

Apparenze

Secondo gli analisti di Unicredit, se si va a scavare dietro le apparenze, infatti, si scopre che le società quotate in Piazza Affari trattano ad appena 12,5 e addirittura a 10,1 volte gli utili attesi del 2010 e del 2011. «Sono valori prospettici molto più bassi rispetto a quelli cui venivano scambiati i titoli durante la crisi del 2002-2003, con riferimento agli utili dei due anni successivi. Oggi il mercato risulta sottovalutato di poco meno del 40% rispetto agli utili attesi

del 2011», spiega Odierna. E questo perché i profitti societari aumenteranno del 27% il prossimo anno e del 23% il successivo, assorbendo così il calo di quasi il 40% registrato nel 2009.

Occasioni

Una correzione del listino, naturalmente, è sempre dietro l'angolo, ma secondo la ricerca questa circostanza potrà rappresentare «una buona occasione d'acquisto». Da perseguire preferendo i ciclici alle utilities. Ma anche questa, come tutte le regole, deve essere applicata con le dovute eccezioni.

L'analisi delle singole società mostra, ad esempio, che nel settore dei beni di consumo, aziende come **Luxottica**, **Tod's**, **Coin** e **Benetton** hanno un potenziale di upside rispetto alle valutazioni correnti compreso fra il 2 e il 40%. Altri gruppi del lusso o dei consumi di alta gamma come **Bulgari**, **Poltrona Frau** e **Safilo** sono invece giudicati degli *underweights*, all'interno di un confronto con prospettive favorevoli.

Anche il settore telecom e hi tech rientra tra i vincitori «per-

Milano tratta 12 volte gli utili del prossimo anno. Sono valori bassi rispetto alle precedenti recessioni



Analista Roberto Odierna (Unicredit)

ché la ricostituzione delle scorte favorirà la spesa tecnologica nel secondo semestre del 2009, mentre per quanto riguarda le telecom ci sarà un impatto positivo sugli utili dovuto alle misure di ristrutturazione». Titoli promossi: **Telecom Italia risparmio**, **STM** e **Reply**.

Il buon andamento congiunturale, favorirà naturalmente il più ciclico fra i settori, quello industriale. E tra i titoli in pole position lo studio segnala **Fiat**, **Finmeccanica**, **Ansaldo STS** e **Astaldi**.

La bocciatura del settore finanziario — a cominciare dalle banche — invece può sembrare sorprendente. «In realtà il rimbalzo dei titoli del credito da marzo ad oggi è stato imponente e forse eccessivo. Gli investitori stanno sottovalutando il rischio di una riduzione dei profitti dovuta all'aumento degli accantonamenti per perdite su crediti nel corso dei prossimi trimestri e una generale diminuzione della redditività delle banche», sottolinea Odierna. All'interno del comparto si salvano tuttavia i nomi di **Intesa** e di **Ubi Banca**. A quest'ultima la ricerca attribuisce una potenziale di rialzo di circa il 12% rispetto alle quotazioni correnti. Non sono migliori i chiari di luna nel segmento del risparmio gestito visto che «alcune società hanno addirittura triplicato il loro valore dai minimi di marzo». In questo comparto, molto specialistico, c'è ancora spazio di rialzo per **Azimut**, con un obiettivo di prezzo fino a 10 euro.

Per contro ci sono maggiori possibilità di ottenere buoni guadagni, sia in conto capitale che per dividendi, nel settore dell'energia e, in parte, in quello delle utilities.

Eccezioni

«Eni ha registrato una performance inferiore rispetto all'indice in questi mesi. Ma il dividendo atteso a un euro per azione è una specie di minimo, che potrebbe salire fino a 1,2 o 1,3», aggiunge Odierna. Mentre la stabilità degli utili e gli alti livelli di dividendo pagato continueranno a favorire il potenziale di apprezzamento di società come **Terna** e **Snam Retegas**, anche se hanno la magia di un settore di cui, in generale, converrà «stare leggeri».

Finmeccanica

Industriale

16,8%

Il rialzo da gennaio

Tod's

Consumi

53 euro

Il target di prezzo a 12 mesi

Eni

Energia

24%

Rialzo potenziale a un anno

Stm

Tecnologico

39,3%

La crescita da inizio 2009

Terna

Utility

3,10

Possibile traguardo a 12 mesi

Intesa Sanpaolo



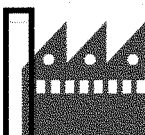
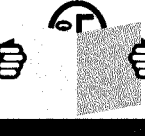
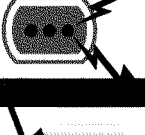
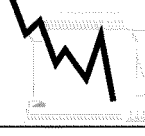

Finanziario

23,8%

La rivalutazione da gennaio

Le squadre e gli atleti

I settori e i titoli che possono comportarsi meglio se si consolida il ciclo economico

	Settori più interessanti	Prezzo attuale	Target di prezzo	Rialzo potenziale*	Performance 2009	
	Settori meno interessanti					
	TELECOM					
↑	Telecom Italia Risp.	0,82	n.d.	n.d.	4,4%	S. Franchino
	STM	6,66	6,50	n.d.	39,3%	
	Reply	15,60	20,00	28,2%	-4,5%	
	CONSUMI					
↑	Luxottica	18,13	n.d.	n.d.	43,1%	
	Tod's	49,81	53,00	6,4%	65,5%	
	Benetton	7,43	n.a.	n.m.	21,7%	
	Plaggio	1,62	1,70	4,7%	28,8%	
	INDUSTRIALI					
↑	Fiat	11,02	n.d.	n.d.	140,1%	
	Finmeccanica	12,72	n.d.	n.d.	16,8%	
	Ansaldo STS	13,29	13,80	3,8%	32,6%	
	Astaldi	6,35	7,40	16,6%	60,6%	
	MEDIA					
↑	Mediaset	4,76	n.d.	n.d.	17,5%	
	Espresso	2,07	2,40	16,1%	78,5%	
	Seat Pagine Gialle	0,23	n.d.	n.d.	-48,9%	
	ENERGIA					
↑	Eni	17,32	21,50	24,1%	3,5%	
	Erg	10,30	13,80	34,0%	26,6%	
	FINANZIARI					
↓	IntesaSanPaolo	3,14	n.d.	n.d.	23,8%	
	UBI Banca	10,74	11,60	8,0%	4,4%	
	Milano Assicurazioni	2,53	2,90	14,6%	14,9%	
	Azimut	9,32	10,00	7,4%	145,5%	
	UTILITIES					
↓	Terna	2,71	3,10	14,5%	16,0%	
	Snam Rete Gas	3,30	3,80	15,1%	2,5%	
	Atlantia	17,38	19,10	9,9%	32,7%	

Fonte: Unicredit

*del prezzo rispetto al target