

IL GESTORE DELLA SETTIMANA | Oliviero Lenci | Cellino Associati

«Ora Nokia ha multipli corretti»

«Tra le altre società che mi interessano indico UniCredit, Sanofi-Aventis, Total e Deutsche Telekom»

di Isabella Della Valle

Lei crede che i fondamentali delle economie oggi giustifichino i continui ribassi delle Borse?

Ci siamo posti questa domanda nel novembre dell'anno scorso, quando la possibilità di una recessione negli Usa cominciava a prendere corpo. Per rispondere ipotizzammo una riduzione degli utili societari simile a quella che si realizzò nel corso della recessione del 2000/2001: su tali basi il nostro modello di valutazione fondamentale sentenziò che il mercato americano e quello europeo avrebbero dovuto correggere di circa il 20%. Oggi l'indice americano S&P 500 si trova quasi sui livelli che individuammo allora, mentre quello europeo, il DJ Stoxx 600, si colloca su livelli addirittura inferiori: uno scenario recessivo, grazie agli ultimi ribassi, è quindi integralmente incorporato negli attuali prezzi. Ulteriori discese dei corsi azionari non potranno dunque trovare giustificazione nell'ipotesi recessiva da noi immaginata, ma dovranno trarre motivazione da eventualità assai più perniciose, quale quella stagflazionistica.

Ma qual è la sua chiave di lettura sull'andamento dei listini?

Pensiamo che nei prossimi mesi i mercati azionari saranno influenzati da due variabili correlate fra loro: il prezzo del petrolio e il tasso di cambio euro/dollaro.

Come?

La loro dinamica spiegherà i movimenti dei listini da qui alla fine dell'anno: un dollaro forte, accompagnato da quotazioni del barile in calo, potrebbe favorire un rimbalzo; la debolezza del dollaro, accompagnata da una tenuta dei prezzi del petrolio e delle altre materie prime, sarebbe invece causa di ulteriori ribassi per i listini.

E quindi come state impostando la strategia di investimento per i prossimi mesi e in che modo state pesando le varie aree geografiche?

Attraverso una ripartizione dei portafogli azionari in una componente strategica e una tattica: la prima è costituita da titoli selezionati sulla base di un modello di valutazione fondamentale, il Residual Income Model, che si è storicamente dimostrato in grado di individuare azioni sottovalutate. La componente tattica consiste invece in una replica passiva del benchmark: questo ci consente di aumentare o diminuire l'esposizione azionaria complessiva dei portafogli, attraverso acquisti e vendite, realizzati con l'ausilio di un sistema esperto che utilizziamo in esclusiva. L'elevata volatilità, indotta soprattutto da timori congiunturali e geopolitici, che in questi mesi sta caratterizzando i mercati, li rende poco sensibili ai fondamentali aziendali, ed esalta la componente tattica dei portafogli: essa diviene quindi strumento essenziale per ricercare rendimenti superiori ai benchmark. Di conseguenza questa componente è soggetta a una continua verifica, volta a misurarne la coerenza con uno scenario che, sotto il profilo tecnico, si presenta estremamente variabile. Le aree geografiche che privilegiamo so-

Chi è

Una formazione da matematico

■ Oliviero Lenci è presidente, amministratore delegato e socio fondatore di Cellino e Associati Sim. Dopo gli studi alla facoltà di Economia dell'Università di Torino, inizia la sua carriera nell'Ufficio Studi dell'Agente di Cambio Franco Cellino di Torino. Nel 1988, con altri soci di formazione matematico-informatica costituisce la Eos, società specializzata nello sviluppo di software per l'analisi previsionale di Borsa. Le sue competenze in campo economico-finanziario sono decisive nella creazione del sistema esperto Up-Down Forecast, che diventerà il prodotto di punta della Eos e il principale supporto alla gestione patrimoniale, impiegato - in esclusiva - prima dallo Studio Cellino e poi dalla Cellino e Associati Sim. Fin dagli anni 90 ha sviluppato tecniche d'investimento basate sull'integrazione dell'analisi tecnica con quella fondamentale e orientate allo sviluppo di servizi personalizzati d'investimento. Collabora spesso con istituzioni universitarie, televisioni, radio e giornali.



Disegno di Daniele Dickmann

no l'Europa e il Giappone, mentre siamo neutrali sui mercati emergenti e sottopesati sul Nord America.

Quali sono i mercati che reputa sottovalutati?

In Europa i più interessanti sono la Germania, la Gran Bretagna e l'Italia. Al di fuori del Vecchio Continente la nostra scelta ricade sul Giappone, sia in forza di un oggettivo stato di sottovalutazione, sia perché il Paese, reduce da una drammatica deflazione, è forse l'unico che può vedere nella temuta inflazione un'opportunità piuttosto che un rischio.

Ma l'inflazione fa molta paura an-

che se in Europa viaggia su livelli che possono ritenersi contenuti. Lei cosa ne pensa?

I mercati siano più impauriti dall'inflazione in quanto tale, piuttosto che dal suo livello: il ripresentarsi di questo fenomeno che molti davano per debellato, riporta alla memoria gli anni 70 e gli scenari piuttosto cupi che li caratterizzarono. La crescita del prezzo del petrolio e delle materie prime che osserviamo oggi, però, costituisce la necessaria conseguenza di un fenomeno nuovo e positivo: la comparsa sulla scena economica mondiale di nuovi importanti

«In Europa i mercati che hanno maggiori potenzialità sono Uk, Italia e Germania»

attori, quali la Cina, l'India e altre economie emergenti. Le crisi petrolifere degli anni 70 e l'iperinflazione che ne derivò furono invece causate dall'instabilità politica dei Paesi produttori, dalla guerra del Kippur del

1973 e dalla Rivoluzione Iraniana del 1979. Finché esisterà un nesso fra crescita globale e prezzo del petrolio, potremo considerare la situazione non particolarmente preoccupante, ma ciò che dobbiamo temere sono gli shock esogeni: a oggi potrebbe trattarsi di un attacco alle installazioni nucleari iraniane, che avrebbe l'effetto di far precipitare la congiuntura verso la tanto temuta stagflazione.

Dunque lei attribuisce un peso rilevante alla situazione geopolitica?

Certamente sì. Volendo sintetizzare direi che ormai i prezzi delle azioni incorporano pienamente una severa riduzione degli utili aziendali, ovvero, scontano appieno una fase recessiva; questo vale per il mercato americano e, in misura ancora maggiore, per quello europeo. Ciò che invece i prezzi delle azioni non incorporano è un'eventuale degenerazione della crisi mediorientale, da cui potrebbe derivare uno scenario stagflazionistico stile anni 70. La perdurante debolezza cui assistiamo in questi giorni è l'effetto di questi timori.

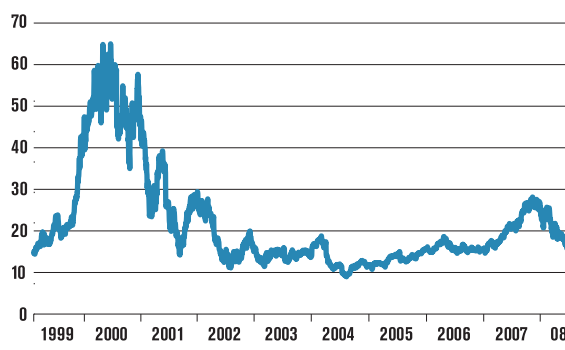
Ci sono dei settori nei quali ci possono essere delle opportunità ancora inesprese?

Siamo a un bivio: la situazione potrebbe evolvere verso un "normale" scenario recessivo oppure degenerare in una vera stagflazione. Nel primo caso, considerato che i prezzi incorporano già la recessione e tenuto conto della capacità che i listini hanno di anticipare le inversioni congiunturali, saranno favoriti i settori ciclici, o comunque quelli maggiormente penalizzati dai recenti ribassi quali l'auto, i media, il retail, la tecnologia e le banche. Queste ultime meritano considerazione in virtù del fatto che a oggi hanno già sacrificato, in termini di capitalizzazione, una cifra doppia rispetto alle perdite che recentemente l'Fmi ha stimato graveranno sul sistema bancario mondiale, in conseguenza dello scoppio della bolla speculativa legata ai mutui subprime. Nel secondo caso, nefasto per i mercati finanziari, si potrà cercare rifugio nei titoli petroliferi e delle materie prime. L'ago della bilancia fra i due differenti scenari è nelle mani della diplomazia internazionale, oggi impegnata nella ricerca di una soluzione alla crisi iraniana. È per questo motivo che formulare oggi previsioni o attribuire probabilità a una delle due alternative risulta piuttosto azzardato: ciò che va ribadito è che in assenza di gravi shock esogeni, l'ipotesi stagflazionistica è da ritenersi poco probabile. Un discorso a parte meritano il comparto telefonico e farmaceutico, entrambi sottovalutati e sufficientemente difensivi per potersi distinguere in ambedue gli scenari.

E tra le società, mi può indicare quelle che reputa più interessanti?

Partendo dagli ultimi due settori che ho nominato, citerai **Deutsche Telekom** e **Sanofi-Aventis**. Fra le banche, **UniCredit** costituisce un'interessante opportunità di investimento, mentre un petrolifero a cui guardo con interesse è **Total**. I recenti ribassi hanno normalizzato i multipli di molte società tecnologiche: fra queste spicca **Nokia**, che per la prima volta da oltre 12 anni quota meno di 10 volte gli utili attesi a un anno. Tra i titoli automobilistici, infine, merita una menzione Fiat, eccessivamente penalizzata dai recenti ribassi.

Nokia



■ Si sta indebolendo il quadro grafico di Nokia. Il ribasso partito dai massimi dello scorso anno in area 29,60 ha spazzato via molteplici supporti lasciandosi alle spalle nel recente passato anche quelli offerti sia dalla linea di tendenza che saliva dai bottom del 2004, sia dal 61,8% di ritracciamento del rialzo partito dagli stessi minimi. Il confronto ormai prossimo con i sostegni a 14,50 euro potrà fornire importanti chiarimenti sulle intenzioni future del titolo. Si tratta dei supporti che nel corso del 2006 avevano più volte sostenuto l'andamento del titolo agevolandone poi l'allungo culminato l'anno successivo a 29,64 euro. Perdere tale livello equivarrebbe ad una sorta di resa almeno nell'immediato per Nokia, preludio ad un ulteriore segmento di ribasso indirizzato verso i bottom assoluti a 8,80 circa. Obiettivi intermedi lungo questo percorso a 12,50 e 10,50 euro. Segnali convincenti di ripresa invece solo oltre quota 20. A cura di Financial Trend Analysis

I «comparables»

■ Nokia, il gruppo leader a livello mondiale nelle vendite dei telefoni cellulari viene trattato, sulla base degli utili attesi per la fine del 2008 e del 2009, con multipli che sono inferiori rispetto a quelli evidenziati dai competitor a livello internazionale. Diversamente, la casa finlandese presenta un multiplo superiore alla media dei competitor se il confronto viene effettuato con il rapporto P/Sales 2008, escludendo però dal campione la società statunitense Qualcomm il cui multiplo risulta essere decisamente più elevato. Il consensus espresso dal mercato è generalmente positivo per le maggior parte delle società del settore ed in particolare per la statunitense Qualcomm viene espresso un giudizio Buy.

Società	Capitalizz. al 2/07/08	Eps 2008	P/E 2008	P/E 2009	P/Sales 2008	Consensus di mercato
Nokia (1)	57.192	1,61	9,3	8,7	1,05	Sovrappesare
Alcatel-Lucent (1)	8.540	0,20	18,4	10,4	0,50	Tenere
Ericsson (4)	208.053	5,15	12,4	9,9	1,06	Sovrappesare
Motorola (2)	16.125	0,02	n.s.	18,8	0,50	Tenere
Qualcomm (2) (3)	63.637	1,96	23,0	20,3	6,96	Comprare

(1) Milioni di euro; (2) milioni di dollari; (3) chiusura esercizio: 30/09; (4) milioni di corone svedesi; Eps = utile per azione; P/E = rapporto prezzo su utile; P/Sales = rapporto prezzo su ricavi
Fonte: elab. di Analisi Mercati Finanziari su dati di consensus Factset