FORUM Pur consapevoli dei rischi legati a una politica monetaria che si farà più restrittiva e dei segnali ancora contraddittori della ripresa, i gestori puntano sulla borsa. Perché i conti aziendali hanno rivelato solidità e il dollaro è in forma

Wall St. ha il vento in poppa

di **Andrea Cabrini**
Class Cnbc

Da sinistra Giovanni Landi, Oliviero Lenci, il conduttore Andrea Cabrini, Armando Carcaterra, Bruno Rovelli e Giovanni Vietti. Nel video in secondo piano Fabrizio Capanna

Nel bel mezzo della tornata di diffusione dei bilanci aziendali del terribile 2009 e a un anno dai minimi di borsa toccati al culmine della crisi finanziaria dei subprime, *Class Cnbc* e *MF-Milano Finanza* hanno radunato un pool di qualificati gestori per fare il punto sulla situazione dei mercati. E gli ospiti del forum (**Bruno Rovelli**, direttore degli investimenti di Eurizon; **Oliviero Lenci**, presidente e ad di Cellino sim; **Giovanni Landi**, partner di Anthilia; **Armando Carcaterra**, direttore investimenti di Anima; **Giovanni Vietti**, gestore di Allianz Global Investors Italia; **Fabrizio Capanna**, responsabile del retail credit trading di Bnp), pur consapevoli delle difficoltà cui i mercati (e le aziende) andranno incontro prima di ritrovare un ciclo di crescita normale, vedono il futuro con un atteggiamento più sereno.

Domanda. I rischi sul debito sovrano di alcuni Paesi hanno riportato sui mercati vecchie preoccupazioni. Qual è il messaggio per i risparmiatori in questa fase? È giusto spargere un po' di ottimismo?

Rovelli. Siamo in un momento di incertezza virtuosa. Si dice che i mercati scalano il muro del dubbio proprio quando ci sono incertezza e mancanza di volontà da parte degli operatori di prendere atto di alcuni elementi virtuosi. Che in realtà si sono già manifestati. A partire dalla ripresa ciclica - guidata dal settore industriale globale - che sembra piuttosto solida, nonostante dati americani ballerini ma influenzati da fattori climatici. Certo, siamo consapevoli che le politiche monetarie e fiscali non sono in equilibrio e che quindi i mercati finanziari nei prossimi due anni dovranno fare fronte a tassi d'interesse un po' più alti e a un minor sostegno da parte delle politiche fiscali. Un processo che porterà volatilità e magari anche momenti di prevalenza delle vendite ma che non intaccherà il positivo sentiment dei mercati.

Parlano Rovelli e Landi
Secondo i due gestori la ripresa industriale è solida, ma manca ancora visibilità

Landi. È vero che la congiuntura sta ripartendo ma non dobbiamo dimenticare che siamo ancora in convalescenza dopo avere superato una malattia gravissima. Come staremo davvero quando avremo ripreso tutte le energie? Saremo abbastanza forti e in grado di sostenere successive politiche monetarie rigide? Questo è il tema forte sul quale non ho ancora piena visibilità.

Domanda. La chiave sta dunque nelle decisioni delle banche centrali.

Capanna. Il timore di un passaggio a una politica restrittiva, soprattutto negli Stati Uniti ma anche in Europa, per motivi diversi, mi sembra piuttosto remoto. L'utilizzo della capacità produttiva è basso, siamo intorno al 70%; la disoccupazione negli Usa è intorno al 10% ed è alta anche in Europa. Dunque è molto probabile che ci possa essere una crescita non inflazionistica che consenta alle autorità monetarie un rientro dalla politica espansiva più graduale di quanto ci si aspetti.

D. Un quadro che sembra favorevole all'equity.

Capanna. In teoria sì, perché non si parte da livelli di moltiplicatori troppo alti e i profitti realizzati sono stati o in linea o superiori alle attese.

Lenci. Noi siamo positivi da almeno 15 mesi, perché eravamo scesi a livelli di ipersottovalutazione. Addirittura, si potrebbe parlare di bolla speculativa a rovescio. Oggi non abbiamo cambiato posizione, sebbene non consideriamo questo decennio significativo perché in altri decenni il rendimento storico è stato del 5-6 % reale e questo decennio è stato il peggiore per l'asset class azionaria rispetto degli ultimi 40 anni.

Vietti. E c'è un altro elemento che va considerato. Se i segnali macro sono contrastanti, quelli che arrivano dalle aziende sono chiari. I risultati del 2009 sono stati superiori alle attese e questa capacità di reazione alla crisi è stata una grande sorpresa. Nel mondo corporate siamo già entrati nella fase due: nei primi tre trimestri dell'anno scorso i risultati sono arrivati grazie al taglio dei costi, mentre nell'ultimo trimestre si sono visti timidi segnali di ripresa sul fronte dei ricavi. Una tendenza che deve trovare conferma nei prossimi mesi. Anche se è vero che le aziende hanno tagliato talmente tanto che la cosiddetta leva operativa (la capacità di trasformare una bassa crescita di fatturato in una crescita a doppia cifra di utili, *ndr*) dovrebbe avvenire a prescindere dall'andamento del ciclo economico.

Carcaterra. Siamo nella fase finale della parte peggiore della crisi e questo può essere il nostro punto di partenza. Però sappiamo che i mercati si muovono in maniera diversa: hanno anticipato la ripresa che evidentemente non si è manifestata nel 2009 e l'hanno anticipata anche con veemenza per esorcizzare la crisi di fiducia. Anche noi siamo giudiziosamente ottimisti, nel senso che non ci aspettiamo ritorni dalle azioni forti come quelli dell'anno scorso, ma pensiamo che questi ritorni saranno comunque superiori a quelli garantiti dalle attività prive di rischio come le obbligazioni e i titoli di Stato.

D. Quale strategia di investimento state adottando?

Landi. In questo momento, noi siamo lontani mille chilometri dal settore bancario, non solo quello italiano, ma anche quello europeo. In generale siamo abbastanza lontani dall'Europa.

Rovelli. La nostra visione sui finanziari è un po' più positiva, specialmente sul mercato americano dove si comprano banche che scontano valutazioni del mercato immobiliare ai minimi degli ultimi 25 anni. In generale privilegiamo l'America all'Europa: al di là dell'Atlantico le aziende si sono ristrutturate molto bene. A livello settoriale, troviamo interessante la tecnologia, dove il turnaround in molti casi è stato già portato a termine è verificato negli ultimi sei-nove mesi, e il pharma americano, dove vediamo grandi spazi di miglioramento degli utili in questo caso attraverso il taglio dei costi. Ma più che parlare di settori occorre osservare con attenzione le singole aziende che sono state capaci di cambiare pelle più velocemente.

D. Dunque la bussola resta Wall Street?

Carcaterra. Direi di sì, specie ipotizzando un dollaro in ripresa. In questo contesto, è chiaro che l'Europa preoccupi perché prima o poi le azioni potrebbero scontare il differente ritmo di crescita della congiuntura rispetto agli Usa. Infine darei un occhio al Giappone, poco considerato ma da prendere in considerazione in un'ottica contrarian.

Lenci. Anche noi preferiamo l'America ma abbiamo una modesta esposizione sui mercati emergenti. Non temiamo un restringimento della politica monetaria, quello che ha fatto Bernanke è un segnale al mercato: l'innalzamento di mezzo punto del tasso di sconto non cambia la politica monetaria che rimarrà non restrittiva per almeno tutto il 2010.

D. E una scommessa sull'Europa?

Rovelli. La grande moderazione salariale da parte in Germania dovrebbe determinare una sovraperformance del Dax rispetto al resto d'Europa. E poi c'è l'Est Europa, in parte perché legato alla ripresa della Germania.

D. E gli emergenti?

Rovelli. Siamo cauti sul mondo asiatico e sull'America Latina dove i rischi di stretta monetaria e fiscale sono dietro l'angolo. Quello che temiamo per tutti i mercati asiatici è che si possa ripetere quanto successo nel mercato cinese, che da circa sette-otto mesi fa movimenti laterali. Nel momento in cui c'è un rialzo dei tassi imminente i mercati smettono di salire e iniziano a temporeggiare finché il ciclo di restringimento monetario non è sufficientemente avanzato e i mercati non sono sufficientemente rassicurati che quello che segue è il normale proseguimento del ciclo economico.

Landi. Condivido la posizione sulla Cina: della bolla immobiliare si parla più che altro sulla stampa. Nel concreto, l'utilizzo del sistema dell'indebitamento per l'acquisto di immobili in Cina è bassissimo: la gente compra casa se ha i soldi. Tra gli emergenti, guardiamo molto India, Cina e Brasile. Ed è proprio con il Brasile che lavoriamo molto perché, dopo l'acquisita autonomia energetica, è diventato un punto di riferimento e non solo in Sudamerica.

Carcaterra. In realtà l'Asia e alcuni Paesi emergenti continuano a registrare caratteristiche di mercati sempre meno emergenti e sempre più consolidati. Ma ormai vanno considerati in un'ottica di medio lungo-termine considerando i rally recenti.

D. E sul fronte obbligazionario?

Capanna. A me non piace la situazione economico-finanziaria della Gran Bretagna: il Regno Unito ha dovuto rifinanziare le banche in maniera massiccia e ha avuto un incremento del debito fortissimo. Una percentuale enorme del suo pil derivava dall'industria dei servizi finanziari colpita duramente. Quindi si deve riequilibrare uno shock pesante e anche dal punto di vista politico mi sembra che la guida sia meno forte che in altri Stati. L'Europa sta dimostrando una coesione insospettata, certo ci sono stati dei tentennamenti, ma almeno a livello di principio si è riaffermata l'importanza della moneta unica. Senza la moneta unica oggi Italia, Grecia, Spagna e Portogallo sarebbero in condizioni peggiori.

Rovelli. Eppure all'interno dell'eurozona, riteniamo che l'Italia sia un Paese relativamente tranquillo, nonostante l'elevato livello del debito e quindi la sovrappesiamo. Mentre sottopesiamo gli altri periferici soprattutto il Portogallo che non prezza in modo coerente i rischi di finanza pubblica. In generale il nostro suggerimento è di stare su duration piuttosto contenute.

Landi. Noi invece manteniamo posizioni ancora lunghe ma solo sui tassi americani. Per il resto siamo molto molto cauti.

Lenci. A nostro avviso i titoli corporate non esprimono un rendimento allettante rispetto a un corrispondente titolo di Stato di pari durata. Una categoria di obbligazioni che stiamo riscoprendo e che stiamo comprando sono le convertibili che potrebbero dare delle buone soddisfazioni se i mercati azionari esprimono un rendimento migliore rispetto ai titoli del debito.

(riproduzione riservata)