

BILANCI E PREVISIONI

Categorie che saltano. Regole che non valgono più. C'è la crisi, ma i ciclici tengono su il listino. Beni di consumo, lusso e automotive sono stati i settori trainanti degli ultimi 24 mesi e il trend è destinato a proseguire. «I mesi estivi saranno ancora caratterizzati da volatilità - dice a B&F Luigi Dompè, gestore del fondo Prima Geo Italia - Ci aspettiamo una fase bottom di mercato concomitante con un certo rallentamento macro che però si inserisce all'interno di una ripresa ciclica. Il quarto trimestre sarà invece decisamente positivo». E, secondo l'esperto a fare la parte del leone saranno le società legate all'export, soprattutto verso i mercati emergenti. «Questo ormai - prosegue Dompè - è un aspetto strutturale del listino italiano. E poiché le società legate all'universo emerging sono tradizionalmente quelle che operano in settori ciclici, beni di consumo, lusso, auto e industriali in genere, ecco spiegato il cortocircuito di cui parlavamo all'inizio: l'economia italiana va male? I ciclici corrono grazie al Sud del mondo».

IL PRIMO SEMESTRE. Ma andiamo con ordine. Com'è stato questo primo semestre 2011? «I primi due mesi dell'anno sono stati particolarmente positivi - continua Dompè - poi le rinnovate preoccupazioni su capacità di rifinanziamento della Grecia, unitamente agli aumenti di capitale che hanno fatto crollare a picco i finanziari hanno riportato il listino sulla parità: il primo semestre si è chiuso con un leggero segno positivo, ma grazie soprattutto ai dividendi».

In effetti, a guardare il grafico del Ftse Mib non si assiste a una fotografia particolarmente entusiasmante: l'indice è rimasto al palo (ha guadagnato poco più dell'1,70%) e sui singoli titoli gli spunti sono stati pochi. Se si eccettuano le società sostenute dall'appeal di offerte pubbliche d'acquisto (Bulgari e Parmalat, sul podio delle migliori con rialzi rispettivi del 50% e del 26%) qualche emozione è arrivata da Lottomatica, in rialzo del 44% sulla scia della rinnovata attenzione del mercato sul settore dei giochi. Bene anche titoli del lusso come Tod's (+22%) e dell'automotive come Pirelli (+22%) e Fiat (+10%), che hanno dalla loro l'atout di una forte esposizione ai mercati emergenti e l'appartenenza alle classi di titoli dotati di «pricing power» (vedere articolo in pagina), cioè della capacità di trasferire i rincari delle materie prime a valle, e di garantire così un buon andamento della redditività anche in fasi incerte dell'economia.

Mentre l'esito positivo del referendum contro il nucleare ha fatto bene a Enel Green Power e la controllante Enel, mentre non hanno brillato le utility come A2A, che si è apprezzata solo di qualche punto percentuale. Maglia nera alle banche, che hanno scontato le incertezze legate in generale alla situazione della Grecia e, in particolare, alla decisione da parte di Moody's di mettere sotto osservazione il rating sovrano dell'Italia (per un maggiore approfondimento sul tema, si legga il servizio di copertina).

Riscossa industriale

Nel primo semestre hanno brillato Pirelli, Lottomatica e Tod's. Nel secondo, attesi rialzi da lusso, beni di consumo, cementieri

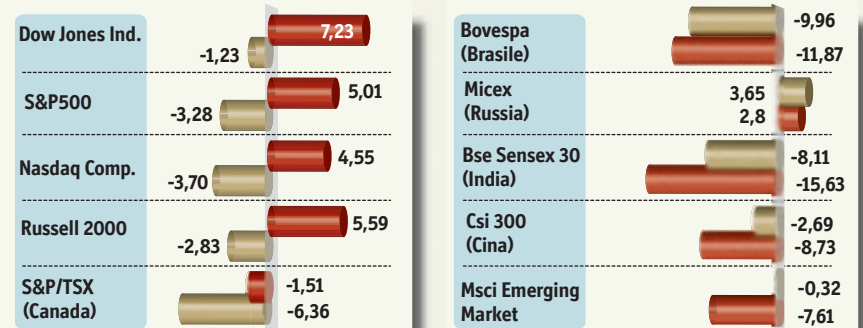
UNA PANORAMICA SETTORIALE. La specificità dell'impatto del rischio sovrano sul settore è testimoniata dal fatto che le sofferenze delle banche italiane trovano solo parzialmente riscontro nell'andamento del resto d'Europa: lo Stoxx bancario europeo ha infatti segnato un ribasso di appena mezzo punto percentuale, mentre gli assicurativi e i titoli dei servizi finanziari sono stati addirittura tra i settori migliori, con rialzi rispettivi del 9,16 e del 6,88 per cento.

In un mercato azionario che segue l'andamento dei fondamentali in una fase un po' incerta della ripresa economica, la maggiore sorpresa in Europa arriva dall'healthcare, settore tipicamente ciclico, che pure si è messo in evidenza come maglia rosa degli Stoxx settoriali (+16,66%), tallonato dall'automotive (altro comparto ciclico, salito del 9,56%). È andata bene anche la chimica, mentre l'indice settoriale peggiore è stato quello delle risorse di base, penalizzato dalla volatilità delle materie prime. In sofferenza i settori dei beni di consumo, le utility, i media, i tecnologici e le telecomunicazioni.



Andamento degli indici nordamericani ed emergenti

Rendimento del primo semestre in valuta locale e in euro - Fonte: Bloomberg



I migliori del Ftse Mib

Rendimento total return del primo semestre

| | QUOT. 30/06 | VAR.% 1 GEN. | TOT.RET. 1 GEN. |
|------------------|-------------|--------------|-----------------|
| Axa | 15,67 | 25,86 | 31,60 |
| Enel | 4,50 | 20,43 | 25,47 |
| Sanofi | 55,44 | 15,86 | 21,25 |
| Alstom | 42,52 | 18,74 | 20,47 |
| Deutsche Telekom | 10,82 | 12,01 | 19,49 |
| Saint Gobain | 44,66 | 15,99 | 19,20 |
| Bmw | 68,81 | 16,72 | 19,17 |
| Repsol | 23,94 | 14,82 | 17,49 |
| Basf | 67,57 | 13,15 | 16,94 |
| Ing Groep | 8,49 | 16,61 | 16,61 |

I migliori dello Star

Rendimento del primo semestre

| | QUOT. 30/06 | VAR.% 1 GEN. | TOT.RET. 1 GEN. |
|-----------------|-------------|--------------|-----------------|
| Aeffe | 1,17 | 138,29 | 138,29 |
| Txt E-Solutions | 9,24 | 72,39 | 72,39 |
| Biancamano | 1,97 | 48,12 | 48,12 |
| Irce | 2,20 | 41,48 | 45,33 |
| Dmt | 20,89 | 38,34 | 38,34 |
| Dea Capital | 1,57 | 37,61 | 37,61 |
| Damiani | 1,10 | 34,80 | 34,80 |
| Mondo Tv | 6,28 | 32,07 | 32,07 |
| Yoox | 12,70 | 32,02 | 32,02 |
| Brembo | 9,83 | 27,25 | 31,56 |

I peggiori del Ftse Mib

Rendimento total return del primo semestre

| | QUOT. 30/06 | VAR.% 1 GEN. | TOT.RET. 1 GEN. |
|----------------|-------------|--------------|-----------------|
| Nokia | 4,47 | -42,25 | -38,29 |
| Phillips | 17,71 | -22,73 | -20,14 |
| Rwe | 38,24 | -23,48 | -17,25 |
| Arcelormittal | 24,00 | -10,88 | -9,92 |
| E.On | 19,59 | -14,61 | -8,68 |
| Carrefour | 28,32 | -8,20 | -8,20 |
| Anheuser-Busch | 40,00 | -6,54 | -4,80 |
| Unicredit | 1,46 | -5,68 | -3,84 |
| Gdf Suez | 25,24 | -6,01 | -3,65 |
| Munich Re | 105,45 | -7,05 | -1,75 |

I peggiori dello Star

Rendimento del primo semestre

| | QUOT. 30/06 | VAR.% 1 GEN. | TOT.RET. 1 GEN. |
|--------------|-------------|--------------|-----------------|
| Rdb | 0,68 | -65,88 | -65,88 |
| It Way | 1,51 | -42,35 | -42,35 |
| Dada | 3,10 | -35,95 | -35,95 |
| Pop Etruria | 2,00 | -34,91 | -34,91 |
| Acotel | 31,22 | -29,54 | -29,54 |
| Landi Renzo | 2,15 | -27,97 | -26,12 |
| Digital Bros | 1,12 | -25,96 | -25,96 |
| Tesmec | 0,47 | -26,48 | -22,56 |
| D'Amico Int. | 0,77 | -21,04 | -21,00 |
| Sabaf | 19,83 | -22,20 | -19,35 |

Ordinamento per total return (dividendi reinvestiti) - Quotazioni in euro - Fonte: Bloomberg

Sfuma la dicotomia rischiosi/difensivi Ora viene valutato il pricing power

Raimondi (Allianz GI): «Nel contesto macro di ripresa ancora incerta, si punta sui settori in cui i rincari sulle materie prime possono essere trasferiti a valle»

Nel saggio «Sopravvivere alle crisi» l'economista Jacques Attali suggerisce che, quando una crisi mette in discussione lo status quo e le sue regole, è il momento giusto per inventarne di nuove. Un consiglio che vale ovviamente anche per gli investitori, ancora alle prese con le conseguenze dello tsunami economico e finanziario seguiti al crac Lehman, che ha messo in discussione molte certezze. Se, infatti, in precedenza l'abc dell'investitore prevedeva la suddivisione dei settori tra ciclici/non ciclici e difensivi/non difensivi, da qualche tempo si preferisce parlare di

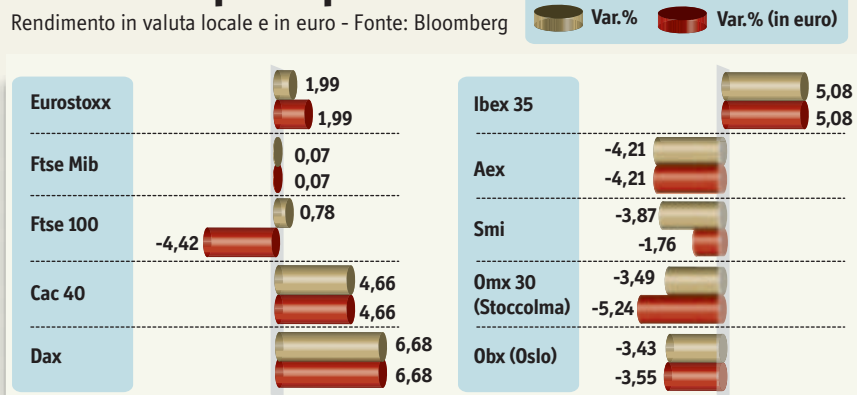
«pricing power», un concetto connesso all'elasticità della domanda e che riflette la capacità del settore di trasferire i rincari delle materie prime a valle. Questo spiega perché, in un contesto macro di ripresa economica ancora incerta, settori tipicamente ciclici e rischiosi - nonché assai diversi tra di loro - come la chimica e il lusso stiano dando risultati migliori rispetto a settori tradizionalmente considerati difensivi come le tlc e le utility, rimasti al palo. Livio Raimondi, deputy cio di AllianzGI Investments Europe, spiega a B&F che quello del pricing power «è un parametro di

analisi dei settori di cui ci serviamo da qualche tempo». Il motivo? «Stiamo attraversando una fase molto delicata dal punto di vista macro perché si tratta di un momento di svolta: stanno per concludersi le politiche fiscali e monetarie espansive, il quantitative easing americano è terminato e in Europa si stanno per innalzare i tassi: non ci sarà più il supporto all'economia che abbiamo visto in tempi recenti, ma gli ultimi dati hanno evidenziato i primi segnali di rallentamento». E in periodi di rallentamento, solitamente i mercati hanno rotazioni settoriali a favore dei comparti più difensivi. «Questo è in effetti avvenuto nelle scorse settimane, ma molto meno che in passato», osserva Raimondi. «Se una volta per difendere i portafogli si puntava su telecomunicazioni e utility, oggi questi

a PIAZZA AFFARI

Gli indici europei nel primo semestre

Rendimento in valuta locale e in euro - Fonte: Bloomberg



I migliori dell'EuroStoxx 50

Rendimento total return del primo semestre

| | QUOT. 30/06 | VAR.% 1 GEN | TOT.RET. 1 GEN |
|------------------|-------------|-------------|----------------|
| Bulgari | 12,17 | 50,53 | 52,01 |
| Lottomatica | 13,38 | 44,26 | 44,26 |
| Tod'S | 92,25 | 24,83 | 27,69 |
| Parmalat | 2,59 | 26,54 | 26,54 |
| Pirelli & C. | 7,45 | 23,14 | 26,21 |
| Enel | 4,50 | 20,43 | 25,47 |
| Enel Green Power | 1,90 | 20,30 | 22,10 |
| Campari | 5,67 | 16,43 | 17,78 |
| Fiat | 7,57 | 13,05 | 14,70 |
| Snam Rete Gas | 4,08 | 9,78 | 13,64 |

Gli indici settoriali Stoxx

La performance del primo semestre

| | |
|------------------------|-------|
| Healthcare | 16,66 |
| Auto e componentistica | 9,56 |
| Assicurativi | 9,16 |
| Servizi finanziari | 6,88 |
| Chimici | 6,12 |
| Real estate | 3,87 |
| Costruzioni | 3,41 |
| Industriali | 2,74 |
| EuroStoxx | 1,72 |
| Oil & gas | 1,51 |
| Alimentare | 1,38 |
| Bancari | -0,54 |
| Telecom | -0,89 |
| Consumi | -1,43 |
| Utility | -3,57 |
| Media | -4,38 |
| Tech | -4,42 |
| Retail | -4,47 |
| Viaggi e tempo libero | -5,81 |
| Risorse di base | -8,93 |

I peggiori dell'EuroStoxx50

Rendimento total return del primo semestre

| | QUOT. 30/06 | VAR.% 1 GEN | TOT.RET. 1 GEN |
|----------------|-------------|-------------|----------------|
| Ubi Banca | 3,88 | -36,70 | -34,88 |
| Bpm | 1,63 | -37,82 | -34,54 |
| Banco Popolare | 1,59 | -35,35 | -34,28 |
| Banca Mps | 0,52 | -27,34 | -25,27 |
| Fondiarria-Sai | 2,73 | -24,45 | -24,45 |
| Mediaset | 3,24 | -28,39 | -21,70 |
| Tenaris | 15,75 | -14,17 | -13,35 |
| Autogrill | 9,05 | -14,38 | -12,07 |
| Exor | 21,55 | -12,68 | -11,47 |
| StM | 6,87 | -12,65 | -11,38 |

Ancora incerte le sorti del settore finanziario La sorpresa dal buon andamento dei titoli ciclici. Positive le prospettive sui green

A SPASSO NEL FUTURO. Ci saranno cambiamenti, più o meno sostanziali, nei prossimi mesi? «Direi che gli industriali come Pirelli e Fiat avranno i migliori risultati - dice Patrizio Pazzaglia, direttore investimenti di Bank Insinger de Beaufort - La prima grazie ai nuovi prodotti in lancio che la sosterranno nonostante un settore generalmente debole. La seconda beneficerà dell'integrazione con Chrysler, che sta procedendo meglio delle attese. Inoltre, i player giapponesi hanno perso quote di mercato in Usa a causa dello tsunami».

Anche le utility continueranno a fare bene. «Soprattutto - spiega Pazzaglia - le società alternative come Enel Green Power, che continuerà a spingere sulle energie verdi oltre a sperimentare diverse tecnologie. In questo stesso ambito una piccola come Eems, prima attiva sui chip, ora sulla produzione di pannelli solari al silicio, potrà trarre vantaggio dal bando al nucleare. O Kerself e in generale tutte le piccole attive nelle energie alternative».

Un respiro di sollievo lo tirerà anche Telecom, le cui quote di mercato in Italia si sono stabilizzate e, a sorpresa, anche i vituperati cementieri potrebbero riservare qualche sorpresa, approfittando dei costi

energetici in calo. «Lo sprint impresso alle infrastrutture farà il resto - aggiunge Pazzaglia - consentendo di allargare i margini a Buzzi Unicem e Italcementi. E anche le costruzioni seguiranno il passo: su Impregilo in particolare c'è anche qualche elemento speculativo legato al cambio di governance della controllante Igl, con Ligresti che potrebbe vendere a Gavio e Benetton». Se tutti questi titoli e settori rappresentano un investimento stabile, su banche e assicurazioni i gestori restano scettici. Anche perché, seppure dopo le recenti perdite adesso il settore offre valutazioni decisamente a buon mercato, con i chiari di luna dei mercati si fatica ancora a trovare un chiaro driver che in futuro possa sostenere i rialzi. Inoltre «il fattore paese, che attualmente è al centro della gestione azionaria della zona euro, lo sarà ancora per molto tempo», sostiene Livio Raimondi, cio di Allianz Global Investors Investments Europe. E se dovesse perdurare la debolezza delle banche, ne risentirebbe anche il listino che è fortemente sbilanciato sul settore finanziario.

Le recenti operazioni di ricapitalizzazione delle banche non aiutano certo. «Gli aumenti di capitale potranno portare a una diluizione ulteriore dell'utile per azione nei prossimi mesi - continua Pazzaglia - Senza considerare che i portafogli sono pieni zeppi di titoli di Stato italiani che saranno impattati negativamente dal previsto allargamento degli spread: è vero che a bilancio è possibile imputare il prezzo storico ma l'analista lo sa e dunque potrebbe considerare comunque il reale prezzo di mercato nelle sue valutazioni. Il rapporto price/book value è su 0,40 rispetto a una media storia di 2, quindi molto basso: il che vuol dire che il mercato già incorpora queste svalutazioni sulle banche. Direi che ora è possibile investire sulle banche con un'ottica di trading».

Pagina a cura di Carla Di Marzo, Gaia Giorgio Fedi e Laura Magna

settori sono un po' in difficoltà rispetto al passato perché sono molto vicini al consumatore occidentale e operano in settori regolamentati, che rendono difficoltoso scaricare a valle eventuali incrementi di prezzo». Il risultato è che alla crescita dei ricavi spesso non corrisponde una identica crescita della redditività (come dimostra il grafico a fianco sulle tlc, mentre quello sulla chimica evidenzia un analogo andamento della linea di progressione dei ricavi e di quella dell'ebitda). «Invece c'è stato un re-rating di settori che erano percepiti come ciclici, quindi sensibili a patire le difficoltà dell'economia - quali chimica, pharma, healthcare, automobili, tecnologia e lusso - che si è tradotto in un allargamento dei multipli. Questi settori, che si collocano lontani dagli ambiti regolati e sono spesso bene esposti sui mercati emergenti, stanno sovraperformando il mercato». Il concetto di pricing power è strettamente legato alla



LIVIO RAIMONDI
cio AllianzGI Inv. Europe

solidità della domanda, per questo l'esposizione sui mercati emergenti è un elemento fondamentale di traino. Lo si è visto, per esempio, con il settore pneumatici, che forte di una domanda solida (per la ripresa dell'automotive in generale ma soprattutto grazie alla forte richiesta dai Paesi in via di sviluppo e sull'alto di gamma) ha potuto immediatamente neutralizzare i rincari di petrolio e gomma naturale rialzando i prezzi di listino.

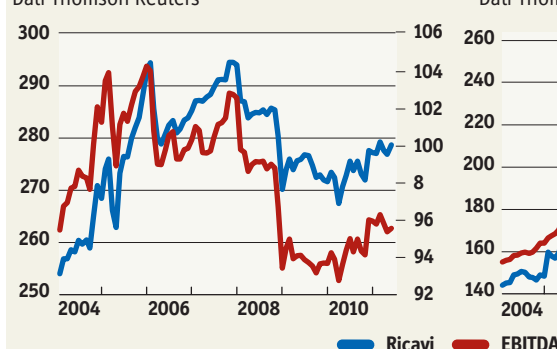
Il posizionamento del business sui mercati emergenti è un driver anche in momenti come quello attuale, in cui le economie in fase di sviluppo stanno prendendo una pausa: tanto che i titoli delle società esposte su queste aree sono molto meno volatili di altri. Questo perché, spiega Raimondi, in questo momento a essere sotto pressione è il coté finanziario di questi Paesi, mentre le prospettive dell'economia reale restano solide. E in futuro, secondo Raimondi, «a

trainare la crescita sui Paesi emergenti saranno i beni di consumo e non quelli di investimento (come infrastrutture e costruzioni), quindi potranno essere ulteriormente favoriti alcuni titoli italiani, come quelli legati al lusso e ai beni voluttuari». Titoli che già ultimamente hanno fatto bene. Ma poiché il nuovo metodo di valutazione è un fenomeno ancora all'inizio, in molti casi nonostante le recenti performance positive dei settori menzionati «mostrano an-

cora valutazioni tutt'altro che onerose», precisa l'esperto. Insomma, per costruirsi un buon portafoglio occorre concentrarsi sul pricing power: un fattore determinante anche per una vecchia volpe di Wall Street come Warren Buffett, che già lo scorso febbraio affermava che «la cosa più importante nella valutazione di un business è il pricing power», ancora di più della capacità del management. E se lo dice Buffett...

Trend ricavi/ebitda delle tlc

Dati Thomson Reuters



...e della chimica

Dati Thomson Reuters

