

# STRATEGIE PER NON FINIRE PARALIZZATI DALLA CRISI

## Focus

■ Sono tanti i motivi di incertezza in ambito finanziario cui gli investitori cercano di dare risposta in questa fase delicata dei mercati. Per non sbagliare le mosse, e soprattutto per effettuare scelte di portafoglio consapevoli, Investire ha chiesto un contributo a tre importanti società di gestione internazionali.

■ La ricetta di Fidelity per costruire un portafoglio a prova di recessione si fonda sull'importanza fondamentale della diversificazione, che sta alla base dei due portafogli bilanciati che vengono consigliati.

■ Invesco mette invece l'accento sulla cosiddetta asset allocation tattica: ritoccare, in funzione dell'andamento dei mercati, le scelte geografiche e le quote di investimento destinate ad azioni, obbligazioni, e così via.

■ Goldman Sachs am, infine, indica, anche con due portafogli-modello a reddito fisso, le tante opportunità venute a creare negli ultimi tempi in ambito obbligazionario.

**Più azioni o no? E le obbligazioni, sono davvero tornate convenienti? Quanto dobbiamo preoccuparci di inflazione e recessione? A questi e ad altri interrogativi rispondono, con i consigli, tre grandi case di investimento internazionali**

■ di Fabio Sansone

**M**eglio puntare sulle azioni o sul reddito fisso? Il dollaro riuscirà ad invertire la tendenza negativa rispetto all'euro? Cosa fare per contrastare l'inflazione? A questi e a tanti altri interrogativi cercano di rispondere tre tra i più prestigiosi asset manager mondiali che, nelle pagine che seguono, dettano le coordinate per affrontare al meglio i mercati finanziari nei prossimi 6-12 mesi. Spiegando l'importanza della diversificazione degli investimenti in portafoglio, delle strategie tattiche e delle opportunità che si sono venute a creare anche in ambito obbligazionario. Fornendo anche quattro portafogli pratici d'investimento per altrettanti profili di investitore.

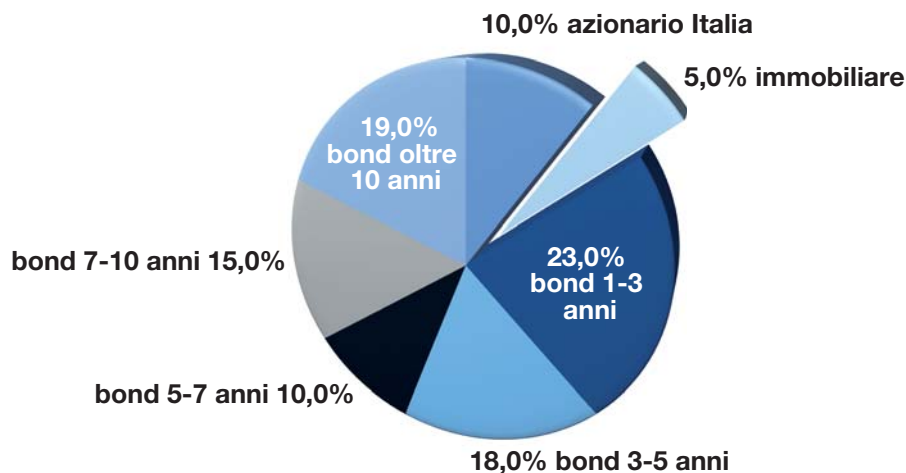
### FIDELITY INTERNATIONAL LA RICETTA PER COSTRUIRE UN PORTAFOGLIO A PROVA DI RECESSIONE

La maggior parte degli investitori è in grado di intuire che i portafogli saranno diversi in condizioni economiche favorevoli rispetto ai momenti di recessione. Quando le economie sono in rapida espansione, gli investitori puntano sui settori collegati ai consu-

mi. Investiranno quindi su edilizia abitativa, tempo libero, commercio al dettaglio e settore immobiliare, oltre che sulle banche che prosperano in periodi di fervida attività. Ma quando bisogna stringere la cinghia è logico adottare una tattica più difensiva. I consumatori saranno disposti a rinunciare a un paio di scarpe nuove, ma non cesseranno di ammalarsi, avranno ancora la necessità di riscaldare l'abitazione, e i fumatori probabilmente non rinunceranno alla sigaretta perché i soldi scarseggiano. In periodi di difficoltà tendono a prosperare (o almeno non vanno così male come i titoli più ciclici) i settori del tabacco, farmaceutico e dei servizi di pubblica utilità. È una questione di buon senso, sebbene talvolta gli investitori vengano colti di sorpresa dalla portata della sovraperformance. Chi avrebbe pensato all'inizio del 2000 che i titoli globali del tabacco sarebbero stati i più brillanti del decennio? Se all'epoca aveste investito 100 euro nel settore meno alla moda del momento, alla fine dello scorso anno vi sareste trovati tra le mani un investimento dal valore di ben 777 euro. Al contrario, lo stesso investimento nel settore tecnologico hardware (non occorre ricordare che si trattava di uno dei settori più interessanti all'epoca) oggi varrebbe solo 42 euro. Facendo la giusta per quanto illogica previsione nel 2000, un investitore sarebbe 18 volte più ricco di chi invece ha perso l'opportunità di costruirsi un portafoglio impermeabile alla recessione.

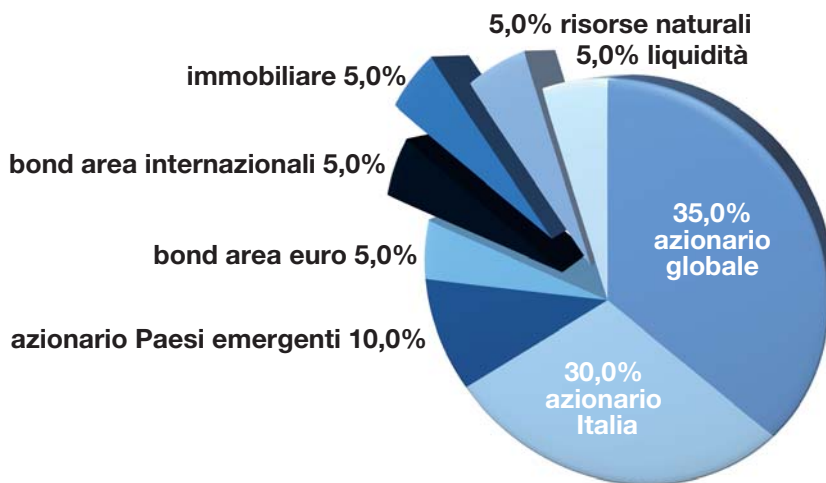
A distanza di otto anni sembra piuttosto semplice. Ma se tutte le decisioni di investimento si potessero prendere col senno di poi, saremmo tutti a goderci il sole su una spiaggia tropicale. In quel momento l'imminente inizio del rallentamento dell'economia e del mercato non appariva così

## Portafoglio bilanciato prudente



**Profilo di rischio prudente, la soluzione di Fidelity:** investitori con poca propensione al rischio, interessati alla stabilità e a una bassa volatilità. **ASSET ALLOCATION:** 85% euro bond, 10% azionario italiano, 5% global property.

## Portafoglio bilanciato aggressivo



**Profilo di rischio aggressivo, la soluzione di Fidelity:** investitore in cerca della remunerazione a lungo termine dell'investimento in azioni e disposto ad accettare il maggior rischio normalmente associato a questo tipo d'investimento. **ASSET ALLOCATION:** 30% azionario italiano, 35% azionario mercati sviluppati, 10% azionario mercati emergenti, 5% euro bond, 5% bond internazionali, 5% global property e il 5% in risorse naturali.

ovvio. Passando ai giorni nostri, gli investitori si trovano ad affrontare simili interrogativi sul fronte economico. Un anno fa la recessione nelle economie anglosassoni sembrava inverosimile, un mese fa circa era diventata quasi inevitabile, mentre gli ultimi dati sembrano indicare che la situazione non è poi così terribile. I mercati finanziari guardano al futuro, ma non hanno la sfera di cristallo. Quel che è certo è che non sappiamo ciò che ci attende veramente, il futuro è imprevedibile. Per peggiorare le cose a chi cerca di anticipare le sorti dell'economia, i dati economici sono storici. Non sapremo se gli Stati Uniti si trovano in una fase di recessione finché non avranno di fatto oltrepassato il segno. Allora, naturalmente, sarà troppo tardi per reagire. Ciò che rende ancor più difficile la sfida per l'investitore sta nel fatto che ogni fase di recessione presenta caratteristiche leggermente diverse. La storia non si ripete anche se fa rima, come disse una volta Mark Twain. I vincitori e i vinti cambiano di volta in volta in modo inafferrabile. Durante il mercato drasticamente al ribasso nel periodo tra il 2000 e il 2003, gli investitori azionari hanno subito perdite ingenti; l'indice MSCI World ha perso il 43% dall'inizio del decennio fino a febbraio 2003. Nello stesso periodo però l'oro è salito di un sorprendente 30% (Fonte: Datastream). L'oro è considerato un bene rifugio in fasi di mercato al ribasso, pertanto non sorprende che si sia rivelato un investimento migliore rispetto alle azioni dopo lo scoppio della bolla tecnologica. Ma l'incremento del metallo prezioso rifletteva in gran parte una ripresa dopo un declino durato quasi un ventennio, negli anni Ottanta e Novanta. Come nel caso del mercato del tabacco, quanti investitori avrebbero previsto il rimbalzo dell'oro? Non molti...

Quando le banche iniziarono a precipitare alla fine del 2007 e nei primi mesi del 2008, il settore immobiliare commerciale era già crollato. Anche se si indovina il tipo di investimento o il settore giusto, è pressoché impossibile cogliere il momento più opportuno. Lo dimostra chiaramente la performance di grandi e piccole

**“ Come può un investitore tutelarsi nei confronti della recessione? La risposta richiama il proverbio che consiglia di non puntare tutto su una carta sola. La miglior difesa nei momenti di incertezza è diversificare. ”**

imprese negli ultimi anni. Dal 2000 al 2007, i titoli delle società a bassa capitalizzazione hanno registrato una performance migliore rispetto a quelli delle società ad alta capitalizzazione. Questo fenomeno non è passato inosservato, e molti investitori avevano previsto un'inversione di tendenza entro il 2004. Di fatto l'inversione di tendenza c'è stata, ma non prima del 2007. Se un investitore avesse agito nel 2004, passando dalle società a bassa capitalizzazione a quelle ad alta capitalizzazione, non avrebbe sfruttato più di due anni e mezzo di sovraperformance delle small cap. Fu facile prevedere il cambiamento a livello del sentiment, ma dire quando sarebbe successo era tutta un'altra cosa. Gli investitori decidono in tempo reale, con le migliori informazioni a disposizione; la storia offre delle indicazioni, ma niente di più. Pertanto, in mancanza della sfera di cristallo per prevedere quali saranno le nuove tendenze e quando si realizzeranno, come può un investitore tutelarsi nei confronti della recessione? La risposta richiama alla mente il proverbio che consiglia di non puntare tutto su una carta sola. La miglior difesa nei momenti di incertezza è diversificare. La maggior parte degli investitori ha familiarità con il concetto della ripartizione del rischio. È il fulcro dell'attività dei fondi comuni evitare che una perdita disastrosa metta in pericolo la sicurezza finanziaria degli investitori, effettuando una serie di investimenti non correlati tra loro che producano performance diverse e che siano influenzati da forze diverse.

La diversificazione non deve essere confusa con la caccia all'investimento più in voga del momento, come spesso accade. Si tratta soprattutto di una strategia disciplinata. Senza un approccio disciplinato è facile cadere nella rete del market timing, per cercare di cavalcare l'onda del momento per poi abbandonarla quando s' infrange rovinosamente sulla spiaggia. Il fatto che le obbligazioni passino da momenti di grande favore a momenti di disgrazia dimostra come il market timing, ovvero il tentativo di operare in sincronia con il mercato, spesso si travesta da diversificazione. Dal

2003 sia i rendimenti azionari sia quelli obbligazionari sono stati positivi. Ora la correlazione si è spezzata dato che i rendimenti azionari sono meno certi e, visto che i tassi d'interesse sembrano orientati a scendere, il sentiment privilegia le obbligazioni. La strategia degli investitori che puntano sui mercati obbligazionari ora che la volatilità è tornata sui mercati azionari sembra un approccio di diversificazione, ma spesso non si fonda su un processo disciplinato. In molti casi si tratta solamente di market timing. In questo momento gli investitori hanno una fantastica opportunità di costruire un portafoglio eterogeneo. L'universo dei fondi e delle categorie d'investimento disponibili per gli investitori tradizionali è più vasto che mai. È possibile accedere in modo semplice e conveniente a quasi tutte le tipologie di investimento a livello globale. Tuttavia, una cosa è avere accesso a un'ampia gamma di investimenti e tutta un'altra cosa è sapere come metterli insieme per costruire un portafoglio di investimento adeguato. Ecco perché sul mercato c'è posto per fondi d'investimento adatti ad ogni situazione, fondi che abbinano categorie di investimento diverse al fine di offrire un portafoglio diversificato e disciplinato. Si possono adottare diversi approcci per conseguire il giusto equilibrio in portafoglio, ma tutti questi approcci si fonderanno su un processo. Tutti offrono agli investitori la possibilità di evitare gli effetti peggiori di un rallentamento dell'economia o del mercato, senza il senno di poi. Un portafoglio multi-asset non prevederà i vincitori né eviterà le perdite, ma è ciò che più si avvicina veramente a una strategia a prova di recessione, che è quanto auspica la maggior parte degli investitori.

### INVESCO

#### L'ASSET ALLOCATION TATTICA RIACQUISTA IMPORTANZA

Quando i mercati azionari sono positivi per un periodo prolungato, come è accaduto nella seconda metà degli anni Novanta o tra il 2003 e il 2007, le strategie di buy-and-hold sono una soluzione comoda per gli investitori, e approcci di investimento più attivi

## Da sapere

sono considerati superflui. Ma quando aumentano le incertezze, come è avvenuto dall'inizio del 2008, e i mercati precipitano, i rischi degli investimenti azionari tornano subito in primo piano. Di conseguenza, le richieste di asset allocation tattica si fanno più insistenti "quando le azioni improvvisamente generano rendimenti nettamente inferiori alle obbligazioni o addirittura perdite reali", scrivono gli analisti Invesco nell'ultimo numero della pubblicazione *Market Update*. L'asset allocation è un importante fattore di successo nelle strategie di investimento e quindi una delle componenti chiave del processo di investimento. «A integrazione dell'asset allocation strategica, che definisce la politica di investimento a medio - lungo termine, l'asset allocation tattica costituisce la base per scostarsi dalla strategia di investimento concordata, per esempio scegliendo di sovrappesare o sottopesare a breve termine azioni o obbligazioni in un portafoglio misto» sottolinea Martin Kolrep, gestore di portafoglio in Invesco. A differenza dell'asset allocation strategica, l'asset allocation tattica offre la flessibilità per reagire alle tendenze o alle aspettative di mercato nel breve periodo. Consente ai gestori di investimento di posizionare un portafoglio in modo da avvantaggiarsi delle inefficienze di mercato, per esempio quando i mercati reagiscono in modo asimmetrico alle notizie in fasi di mercato estremamente influenzate dal sentiment, come quella degli ultimi mesi. Gli esperti di investimento illustrano le loro tesi con un portafoglio globale di riferimento composto al 50% di azioni e al 50% di obbligazioni, con la componente azionaria costantemente sovrappesata a causa del maggior premio di rischio previsto a lungo termine su questa asset class. Dalla prospettiva del 30 aprile 2008, questa strategia non avrebbe prodotto guadagni su un periodo di 18 anni, malgrado il temporaneo rendimento elevato. Tuttavia, con una componente azionaria sovrappesata di soli 5 punti percentuali rispetto a quella obbligazionaria, avrebbe prodotto un consistente tracking error annuo, pari all'1% circa. Secondo gli analisti, nel lungo pe-

riodo sembra essere molto più efficiente un diverso meccanismo, "che gestisca in modo attivo e dinamico le varie classi di asset" senza scostarsi nettamente dall'asset allocation strategica media a lungo termine. Malgrado scostamenti potenzialmente significativi nel breve periodo, gli investitori a lungo termine non si troverebbero di fronte a "un azionario sistemáticamente sovrappesato o sottopesato, e il maggior rendimento deriverebbe esclusivamente dall'asset allocation tattica." Gli analisti definiscono "la valutazione integrata dell'asset allocation e della gestione del rischio" un "fondamentale fattore di successo" delle strategie di asset allocation tattica e identificano tre categorie di indicatori che secondo loro si sono dimostrati essere una base ragionevole per le decisioni di asset management: valutazione, contesto economico e contesto tecnico. A parte la selezione di indicatori basata su una ricerca disciplinata, tuttavia, gli analisti sottolineano che anche l'implementazione sistematica e obiettiva riveste un ruolo basilare - "perché l'asset allocation tattica può risultare vincente nel lungo termine soltanto se viene garantito un processo coerente, con controllo del rischio, anche nelle difficili fasi di mercato." Gli esperti di investimenti Invesco ritengono che l'asset allocation tattica, come approccio integrato e dinamico, sia particolarmente adatta alle fasi di mercato difficili, per esempio il periodo dall'inizio dell'anno. Focalizzandosi "sulla rivalutazione del capitale nel lungo periodo contenendo i rischi correlati", questo approccio consente un allineamento ottimale degli investimenti in portafoglio con i rischi ciclici e le opportunità sui mercati finanziari.

### **GOLDMAN SACHS AM** TRARRE IL MASSIMO DAL PROPRIO PORTAFOGLIO OBBLIGAZIONARIO

È in periodi come questi che si torna a parlare con maggiore frequenza di diversificazione di portafoglio, in particolare fra gli investitori istituzionali a lungo termine. Nelle fasi di rialzo dei mercati azionari globali, gli argomenti a fa-

#### ■ **Market timing**

È il termine con il quale si indica il momento ideale (e per questo quasi impossibile da praticare con successo anche per gli stessi gestori professionisti) per entrare, o per uscire, in una specifica fase del mercato: per esempio investire alla vigilia di un prolungato rialzo o riscattare le posizioni poco prima di un trend discendente delle Borse.

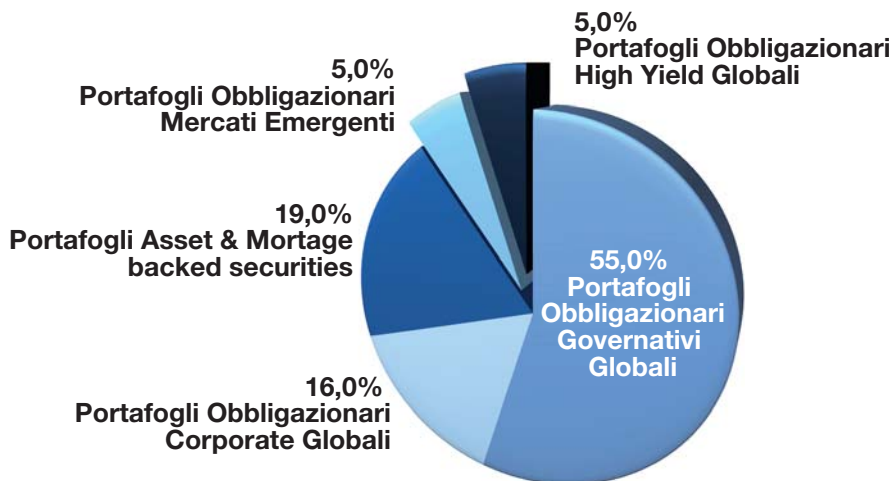
#### ■ **Buy and hold**

Letteralmente, dall'inglese, compra e mantieni (in portafoglio). È la tecnica praticata dai cosiddetti cassetisti ovvero coloro che non amano fare trading ma, al contrario, scegliere uno o più titoli in base a precise caratteristiche (solidità, dividendi, crescita utili, management ecc) per tenerli in portafoglio per un prolungato periodo di tempo.

#### ■ **Fly to quality**

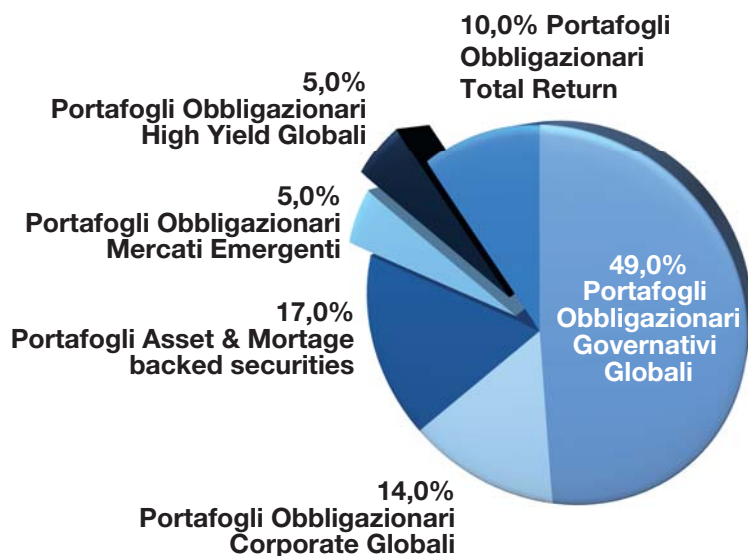
Volo verso la qualità. È la definizione inglese del fenomeno sempre più frequente che si manifesta nei mercati finanziari ogni qual volta si registrano brusche correzioni di Borsa e gli investitori, spaventati, liquidano le posizioni più esposte al rischio (azioni e obbligazioni di medio bassa qualità) per rifugiarsi in quelle di alta qualità e nei titoli governativi degli Stati più virtuosi.

**Portafoglio obbligazionario moderato**



La soluzione di Goldman Sachs am per un portafoglio tutto a reddito fisso consigliato ad investitori prudenti che hanno come primario obiettivo la preservazione del capitale e una redditività in linea con i titoli di Stato di medio termine.

**Portafoglio obbligazionario a più alto rendimento**



La soluzione di Goldman Sachs am per un portafoglio tutto a reddito fisso consigliato ad investitori dinamici che hanno come obiettivo sia la difesa del capitale sia un rendimento superiore a quello dei titoli di Stato, per il quale sono disposti a supportare un livello di rischio maggiore.

vore di un'allocazione fortemente orientata alle azioni non mancano. Tuttavia, sappiamo tutti che i portafogli in cui la componente azionaria è preponderante implicano un prezzo da pagare in termini di volatilità. Proprio come avviene in questo periodo. Dall'estate del 2007 il mercato azionario registra un andamento nettamente più volatile, dopo tre anni di volatilità contenuta. Parallelamente, la preferenza degli investitori per le attività più rischiose è diminuita, alimentando una fuga verso le asset class di qualità (fly to quality), come le obbligazioni tradizionali. In risposta ai tagli dei tassi di interesse, le curve dei rendimenti hanno evidenziato un irripidimento e, nonostante la generale prudenza nei confronti del rischio di credito, alcuni osservatori ritengono che il reddito fisso offra prospettive positive nel breve periodo.

**UN PIÙ AMPIO  
UNIVERSO  
DI INVESTIMENTO**

Considerato tradizionalmente come l'asset class più solida e sicura su cui costruire un portafoglio, per poi ricercare altrove rendimenti più interessanti, il reddito fisso ha registrato cambiamenti sostanziali negli ultimi anni. Venti anni fa, le decisioni di investimento dei gestori di portafogli obbligazionari si limitavano a tre aspetti: la direzione del mercato (duration/curva dei rendimenti), l'esposizione sulle obbligazioni corporate e la selezione dei singoli titoli. La scelta era in genere limitata al mercato locale e le tecniche di gestione e controllo del rischio erano meno sofisticate rispetto alle attuali soluzioni. Da allora, le strategie di cui possono avvalersi gli investitori sono decuplicate fino ad includere, fra l'altro, i titoli di debito dei mercati emergenti, i titoli legati alla securitizzazione (ABS/MBS) e la gestione attiva delle valute. Questo universo molto più vasto e complesso offre molteplici opportunità che un gestore esperto alla ricerca di rendimenti interessanti è in grado di individuare e sfruttare al meglio.

**BASSA CORRELAZIONE**

Le diverse strategie obbligazionarie non implicano i medesimi rischi e sono in genere poco correlate fra loro,

poiché solitamente influenzate da fattori macro-economici differenti: da un lato le politiche monetarie delle banche centrali da cui dipende l'andamento dei tassi di interesse, dall'altro lato le decisioni delle imprese che influiscono sui rendimenti delle obbligazioni corporate. Nel momento in cui si decide di investire oltre i confini dei mercati obbligazionari locali tradizionali e di avvalersi delle molteplici strategie scarsamente correlate fra loro offerte dal panorama obbligazionario globale, il rischio complessivo del portafoglio totale può rivelarsi inferiore alla somma delle sue componenti individuali. I vantaggi in termini di diversificazione offerti da una corretta combinazione di differenti fonti di rischio e di rendimento rappresentano un elemento cruciale per il successo dell'investimento.

#### NUOVI STRUMENTI A DISPOSIZIONE DEI GESTORI

Le sofisticate tecniche di investimento e gli strumenti finanziari oggi disponibili facilitano notevolmente il lavoro dei gestori di portafogli a reddito fisso. I prodotti derivati, come i contratti di cambio a termine, i future sui titoli di Stato e gli swap su tassi di interesse, si rivelano molto utili per i gestori, che possono avvalersene sia per gestire con precisione il rischio che per implementare le decisioni d'investimento. Il potenziale per generare rendimenti più elevati offerto dal reddito fisso migliora considerevolmente quando la gestione non è legata ad un indice di riferimento tradizionale, poiché il gestore è libero di cercare attivamente opportunità per generare extra-rendimenti avvalendosi della più vasta gamma possibile di strategie e di strumenti quali i derivati. Tale libertà può consentire al gestore di aumentare in misura significativa gli obiettivi di extra-rendimento del portafoglio senza incrementare il livello di rischio.

#### COMPETENZE SPECIALISTICHE

Per gli operatori qualificati, il segreto del successo consiste nell'affidarsi a un gestore competente, che sia in grado di combinare le diverse strategie nella maniera più efficace

massimizzandone il rendimento e sfruttandone gli intrinseci vantaggi di diversificazione, ma anche di attuare un'allocazione tattica che rifletta l'evoluzione del contesto di mercato. In tale ottica, un processo di gestione del rischio solido e ben strutturato costituisce un elemento cruciale.

#### MISURARE I RISULTATI IN BASE A BENCHMARK TRADIZIONALI

Anche il rendimento di un portafoglio obbligazionario con Alpha elevato può essere misurato verso un benchmark tradizionale. Tuttavia, la natura meno correlata della gestione richiede che la scelta dell'indice di riferimento non limiti in alcun modo le scelte di investimento del gestore. Attraverso un uso efficiente del budget di rischio, quest'ultimo deve essere libero di ricercare opportunità per generare alpha nell'ambito del più vasto universo possibile, inclusi i titoli di debito dei mercati emergenti, le obbligazioni High Yield, la gestione attiva delle valute, ecc.

#### L'APPROCCIO A RENDIMENTO ASSOLUTO

Sebbene alcuni investitori trovino confortante correlare la gestione del portafoglio ad un benchmark, l'uso degli indici di riferimento è una pratica relativamente recente. In circa 200 anni di asset management fiduciario in Europa, la gestione di portafoglio in ottica relativa (in contrapposizione a un approccio "assoluto"), si è diffusa solamente nell'ultima parte del ventesimo secolo. Un portafoglio a reddito fisso può essere gestito in ottica assoluta, cioè facendo riferimento ad un benchmark monetario. Per ottenere i migliori risultati, valgono gli stessi principi descritti per gli investimenti obbligazionari con Alpha elevato: i gestori dovrebbero essere liberi di prendere in considerazione l'intero universo del reddito fisso, alla ricerca delle migliori idee di investimento nelle diverse regioni, settori, economie mondiali e singoli titoli obbligazionari. In tal modo, l'investitore beneficia anche di sostanziali vantaggi

**“  
Le  
sofisticate  
tecniche di  
investimento  
e gli  
strumenti  
finanziari  
oggi  
disponibili  
facilitano  
notevolmente  
il lavoro  
dei gestori  
di portafogli.  
I prodotti  
derivati, come  
i contratti  
di cambio  
a termine,  
i future sui  
titoli di Stato  
e gli swap  
sui tassi  
di interesse  
si rivelano  
molto utili  
”**

di diversificazione. Attraverso l'uso di strumenti derivati, il gestore può implementare idee di investimento positive e negative sui mercati e sui titoli. Il principio alla base di questo approccio è consentire agli investitori di accedere alle competenze del gestore senza esporre continuativa-

mente il portafoglio ai rischi di mercato.

Nell'attuale clima di incertezza dei mercati, riteniamo che il reddito fisso svolga un ruolo cruciale nei portafogli dei clienti. Non solo un approccio a gestione attiva garantisce una minore esposizione ai rischi le-

gati all'andamento dei tassi di interesse, ma l'attuale universo del reddito fisso può consentire agli investitori di usare questa classe di attivo come fonte di opportunità per generare un rendimento, senza dover riporre ogni speranza in un rialzo dei mercati azionari. ■

**Cirenei (Bipiemme Gestioni): Piazza Affari può fare +10%**

**«SÌ, SE LE BANCHE TENGONO SI PUÒ TORNARE IN BORSA»**



**Pietro Cirenei**  
**BIPIEMME GESTIONI**  
DIRETTORE GENERALE

**F**ar leva sulla produttività per contrastare le insidiose tensioni sui prezzi al consumo.

Sperare che le economie emergenti rallentino un po' il loro passo mentre, in parallelo, lo incrementino quelle più industrializzate in modo da ribilanciare il quadro della domanda internazionale delle materie prime.

A livello di investimenti, invece, la convinzione che Piazza Affari possa crescere di un 10% circa entro fine anno. Sono queste, in estrema sintesi, le opinioni espresse a Investire da Pietro Cirenei, direttore generale di Bipiemme Gestioni, la società di gestione del risparmio del gruppo Banca Popolare di Milano.

**C'È DA TEMERE QUESTO INCREMENTO DELL'INFLAZIONE?**

«Dopo cinque anni di rialzo delle economie di tutto il mondo, dal 2002 al 2006, era inevitabile che le materie prime, sia le hard commodities (petrolio, risorse naturali e metalli) che le cosiddette soft commodities (cereali e altri prodotti agricoli), rinca-

ssero. Certo ha contato molto e continua a contare la debolezza del dollaro in quanto molte di queste commodities sono denominate ancora nel biglietto verde ma si è allargata la platea dei consumatori sia di materie di prima necessità che industriali.

Il costo del lavoro, invece, finora sta mantenendosi entro limiti accettabili, almeno per quanto riguarda i Paesi più industrializzati. Se si riuscirà a tenere il baricentro sulla produttività (legando il più possibile gli aumenti salariali all'efficienza e alle unità di prodotto) si riuscirà a contrastare l'ascesa dei prezzi al consumo. Ma credo che ci si debba anche augurare un rallentamento delle economie emergenti e un recupero di quelle più industrializzate» afferma Cirenei.

Perché le economie dei Paesi in via di sviluppo, che peraltro stanno sostenendo la crescita mondiale in questa fase di rallentamento degli Usa, del Giappone e dell'Europa, dovrebbero rallentare per raffreddare i prezzi delle commodities?

«Per il semplice fatto» sotto-

linea Cirenei «che per ogni dollaro di pil dei Paesi emergenti si consuma molto più petrolio di quanto non accada per un dollaro di pil dei Paesi avanzati».

In ogni caso, secondo Cirenei, il mercato percepisce l'aumento come un fenomeno passeggero che tra fine anno e inizio del 2009 dovrebbe rientrare. Anche se non mancheranno gli impatti sulle azioni e sui bond. Per questo Cirenei suggerisce di puntare sugli industriali e su alcuni titoli moderatamente ciclici.

«Se il secondo trimestre confermerà la tenuta dei conti delle banche, che fungono da indicatori indiretti del ciclo economico, si potrà cominciare a guardare con maggiore interesse verso le prospettive del mercato azionario a medio termine privilegiando le società che partecipano alla prima fase del recupero del ciclo».

E tra questi Cirenei, mette anche le Telecom che, dopo molti anni, dovrebbero cominciare a incassare i frutti di un prolungato periodo di investimenti.

Anche i bancari potrebbero

essere interessanti (in particolare Unicredit e Intesa Sanpaolo) visto che quotano ormai meno dei mezzi propri mentre per gli assicurativi le prime scelte sono i titoli guida del listino (Generali, Alleanza e Fondiaria Sai). Inoltre, meglio evitare gli editoriali e i media e puntare selettivamente sui titoli italiani del lusso.

Infine, affiora un no per Eni e un ni per Enel: «Mi risulta difficile decidere di comperare un petrolifero con il prezzo del petrolio a 130\$: ci sono più rischi di una caduta del prezzo che non di un ulteriore rialzo del titolo. Enel invece ha una valutazione sostanzialmente corretta ma garantisce un ottimo dividendo, anche in prospettiva futura» conclude Cirenei.