

## Focus

■ Secondo i grandi gestori internazionali cui Investire ha chiesto una visione per il 2006 la Borsa americana, dopo due anni quasi senza vero progresso, potrebbe tornare a dare soddisfazioni agli investitori.

■ Le azioni americane non sembrano sopravvalutate, l'economia Usa continuerà a crescere e dovrebbe cessare l'effetto frenante esercitato sia dalla salita dei tassi d'interesse (rialzati più volte dalla Fed) sia dalle impennate del prezzo del petrolio: i tassi sembrano saliti abbastanza, mentre il greggio sta rallentando la sua corsa.

■ Ma non tutto il listino ha potenzialità di rialzo. Occorrerà selezionare bene settori e titoli. Nelle pagine che seguono i lettori trovano le indicazioni dei grandi gestori e i consigli degli esperti del giornale.

# I BUONI MOTIVI PER TORNARE A WALL STREET

Ecco perché, nell'opinione di alcune case di investimento internazionali specializzate nel mercato azionario americano, nel 2006 si può tornare a investire in azioni Usa.

Ma attenzione: occorre selezionare bene settori e titoli che hanno davvero prospettive di rialzi. Qui i gestori indicano le società che preferiscono per l'anno prossimo, e spiegano la scelta

■ di Fabio Sansone

**T**ornare ad investire in azioni americane. Non è ancora una vera e propria parola d'ordine, ma per molti tra i gestori più attenti al mercato azionario di Wall Street è questa una delle strategie di portafoglio su cui puntare per il nuovo anno. Se nel 2005 le azioni americane per il secondo anno consecutivo non hanno brillato, e hanno offerto interessanti guadagni agli investitori italiani principalmente per il forte recupero del dollaro, nel 2006 dovrebbero essere altri i fattori capaci di trainare la crescita degli indici azionari di New York. Tenendo conto che la crescita stimata degli utili delle società quotate americane nel 2005 dovrebbe attestarsi tra il 12% e il 15%, ci sono tutte le premesse per un buon 2006 per Wall Street. O perlomeno, come sottolineano i gestori delle grandi case di investimento internazionali cui *Investire* ha chiesto una visione per il 2006, per alcuni specifici temi d'investimento, settori e titoli. Ma perché tornare ad investire in azioni americane? Ecco le ragioni di alcuni grandi gestori.

## 1 ■ I TITOLI USA NON SONO CARI

«Non è assolutamente vero, come ripetono molti analisti e gestori, che l'Europa sia più attraente in termini di valutazioni» risponde senza mezzi termini Christophe Nagy che, insieme a Christophe Foliot, gestisce il comparto North America Value di **Edmond De Rothschild asset management**. «Se si analizza la composizione degli indici», spiega, «si può constatare che in Europa pesano molto i settori energia, utilities e telecom che hanno rapporti prezzo - utili (p/e) normalmente contenuti rispetto ad altri settori e che quindi sfalsano il dato aggregato. Basti pensare che il settore hi tech che negli Usa vanta un p/e stimato per il 2006 pari a 17,3, in Europa viaggia a un multiplo quasi doppio». Attualmente il mercato azionario Usa nel suo insieme allargato (indice S&P 500), mostra un rapporto p/e 13,9 in base alle aspettative degli analisti sugli utili 2006 si tratta di oltre tre punti in meno della

media statistica degli ultimi 50 anni per un tasso di inflazione compreso tra il 2,5 e il 3,5%, che è il range stimato da Edmond De Rothschild am per l'anno prossimo negli States.

### QUATTRO TEMI PER IL 2006

Ma i gestori di Edmond De Rothschild am mettono in guardia da un facile ottimismo generalizzato sulla Borsa americana. Ribadendo che sono sostanzialmente quattro i grandi temi d'investimento individuati per ricavare extra rendimento nel portafoglio azionario North America Value nel 2006.

**FARMACEUTICI.** Valutazioni contenute rispetto alle medie storiche di settore. Gran parte della perdita di brevetti internazionali che scadranno tra il 2006 e il 2007 da parte dei colossi del settore è già scontata nei prezzi correnti. Inoltre, statisticamente, quando la crescita degli utili del mercato Usa tende a diminuire, i farmaceutici tendono a sovraperformare l'S&P 500. Nei prossimi sei mesi sono poi previsti degli eventi che avranno impatti molto importanti e positivi sul settore healthcare; a

cominciare dai nuovi benefici governativi introdotti per ampliare le cure e i rimborsi medici. Molte corporation e rimpatrieranno i profitti generati all'estero sfruttando l'esenzione introdotta dall'amministrazione americana: si stima che 60-70 miliardi di dollari confluiranno nelle disponibilità delle società farmaceutiche Usa per il mercato americano. Infine sembrano meno critici del previsto i ricorsi legali per alcuni farmaci dannosi alla salute (Lipitor, Vioxx, Plavix). I titoli preferiti sono **Pfizer, Wyeth, Eli Lilly**

**SERVIZI DI TELEFONIA MOBILE.** La penetrazione della telefonia mobile negli States si attesta al 63,4% contro il 94% dell'Europa. Inoltre, mentre la capacità di spesa degli utenti è fortemente diminuita tra il 2000 e il 2005, i margini operativi si sono costantemente rafforzati passando dal 26,4% del 2000 al 33,7% del 2005 (e al 34,3% stimato per il 2006). I titoli preferiti sono **Alltel e Sprint-Nextel**

**OSPEDALI.** Esiste una forte correlazione positiva tra la domanda del settore ospedaliero Usa e il tasso di occupazione americano. Inoltre i fattori demografici giocano a favore del

## Da sapere

■ **Stile di gestione attivo** è la gestione di un portafoglio finanziario all'interno del quale le percentuali dei titoli si discostano in maniera più o meno sensibile da quelle che hanno nel benchmark di riferimento al fine di ottenere un extra rendimento rispetto al mercato.

■ **Growth** Letteralmente, dall'inglese, crescita. Indica i titoli di società innovative e ad alto potenziale di crescita. Lo stile di gestione growth, per esempio, è caratterizzato da scelte prevalente di titoli di questo tipo.



**Philippe de Nouel**  
E. DE ROTHSCHILD

AMMINISTRATORE DELEGATO  
E: DE ROTHSCHILD SIM



**Christophe Naqv**  
E. DE ROTHSCHILD

GESTORE SENIOR



**Christophe Foliot**  
E. DE ROTHSCHILD

GESTORE US EQUITY FUND



**Cristiano Busnardo**  
SGAM

AMMINISTRATORE DELEGATO

## In Edmond de Rothschild i titoli si scelgono così

«I gestori di Edmond de Rothschild asset management hanno una lunga esperienza in materia di selezione dei titoli da tenere in portafoglio che si basa su una ricerca qualitativa rigorosa e uno stile di gestione attivo», sottolinea Philippe de Nouel, amministratore delegato di Edmond de Rothschild Sim. «Durante il processo di gestione viene applicata una ferrea disciplina operativa: tutti i gestori, infatti, sono anche esperti analisti finanziari e questo permette loro di gestire i propri fondi con un alto grado di autonomia». Per quanto riguarda il fondo North America value, per esempio, l'universo d'investimento è costituito da circa un migliaio di società quotate mentre

l'approccio di gestione è basato su un mix composto da scelte di tipo "relative value" (valore relativo) e da selezioni dettate dal cosiddetto "absolute value" (valore assoluto). I titoli scelti con il criterio relative value, che nel loro insieme pesano per almeno il 70% del totale in portafoglio, sono quelli sottovalutati tra il 20 e il 30% rispetto al settore di appartenenza. I titoli individuati tramite l'absolute value, invece, sono quelli che evidenziano una sottovalutazione assoluta rispetto al loro valore intrinseco a prescindere dal settore di appartenenza. Punto determinante è, per entrambi gli approcci, il rapporto prezzo /valore patrimoniale che è

l'indicatore più efficace nel determinare la solidità patrimoniale della società: tanto più il mercato premia il titolo rispetto al suo valore patrimoniale a maggior ragione la società è esposta a valutazioni erratiche rispetto al suo valore intrinseco. I gestori di Edmond de Rothschild asset management sono stock pickers, ovvero hanno l'obiettivo di aggiungere valore alle gestioni puntando sulla accurata selezione dei titoli. E, inoltre, concentrano le scelte in 40-60 titoli per portafoglio. Ma prima di arrivare ai 40-60 titoli finali del portafoglio viene svolto un processo di analisi quantitativa molto accurato che incrocia non solo le componenti di valore

(value) del titolo (che pesano per il 50% nella scelta finale), ma anche quelle di crescita (il cui peso è pari al 10%), quelle legate squisitamente alla capacità di generare e migliorare i profitti (peso al 10%), quelle legate al rischio (esposizione debitoria, pressioni sui margini operativi, rating) che pesano per un altro 10% mentre il restante 20% è assegnato al momentum di Borsa, ovvero all'analisi tecnica finalizzata a calcolare la forza relativa del titolo rispetto al trend del mercato. In pratica, per ciascuna di queste componenti viene redatta una graduatoria per poi ricavare quella finale che riassume i punteggi che ogni società ha ottenuto (vedi tabella pagina 45: Screening settore energia).

settore che, peraltro, evidenzia multipli di Borsa molto attraenti (il p/e 2005 stimato si attesta a quota 16 mentre il rapporto prezzo / patrimonio netto è a 2,2). I titoli preferiti sono HCA e Universal Health.

**GAS NATURA-LE.** E' un settore dove la domanda è in crescita costante e dove, al contrario, da 11 anni la produzione nordamericana diminuisce. A differenza del petrolio, l'approvvigionamento di gas naturale dall'estero non è molto sfruttato in quanto richiede un processo di trasformazione molto complesso. Ne deriva che esiste una forte pressione sui prezzi mentre i margini crescono grazie alla migliorata efficienza produttiva. I titoli preferiti sono Canadian Natural Resources, PetroCanada, Cooper Cameron.

“**No all'ottimismo generalizzato sulla Borsa americana**”

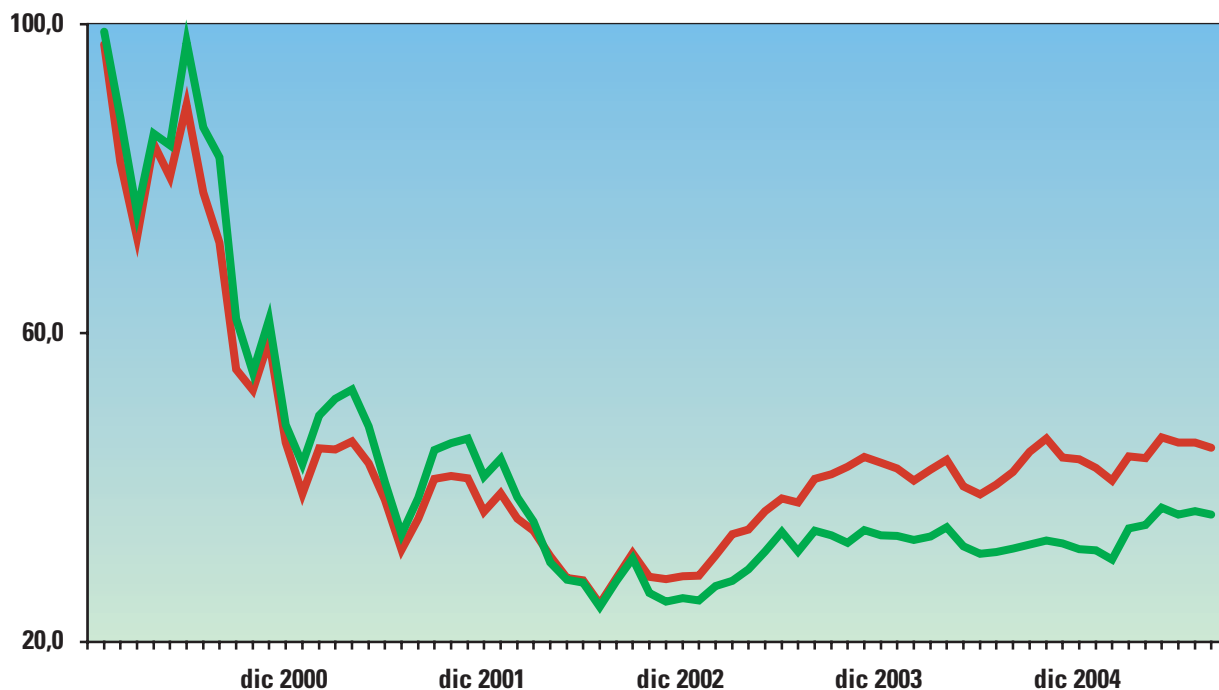


**Alex Ricchebuono**  
JANUS INTERNATIONAL  
DIRETTORE SUD EUROPA



**Edwin Walczak**  
VONTOBEL  
GESTORE DEL FONDO  
VONTOBEL US VALUE EQUITY

## Alta tecnologia ancora distante dai massimi del 2000



— Nasdaq comp.  
— Nasdaq in euro

L'andamento in dollari e in euro del Nasdaq, l'indice della Borsa delle società dell'alta tecnologia. I massimi del 2000, come si vede, sono ancora molto lontani.

## 2 ■ TASSI USA A FINE CORSA

«Dopo la lunga fase di rialzo dei tassi di interesse USA, gli investitori torneranno a premiare la qualità dei titoli azionari americani» è invece il convincimento di Edwin Walczak gestore del fondo **Vontobel fund Us value equity**. «Riteniamo che nel 2006 si possa concludere la lunga stagione di rialzo dei tassi americani che, normalmente, agevola una fase positiva del mercato azionario. Anche perché coincide con l'inizio della fase restrittiva delle banche centrali europee e giapponesi: una combinazione che renderà Wall Street più attraente rispetto a Tokyo e al Vecchio Continente. Quando finisce il ciclo al rialzo dei tassi di interesse, si verifica una certa discontinuità nel mercato azionario tra i titoli e i settori guida che avevano trainato il listino e i nuovi leader. Una anticipazione di tutto questo si è potuta constatare già nella correzione dello scorso mese di ottobre quando i settori che meglio avevano fatto negli ultimi mesi, vale

a dire il petrolifero, l'immobiliare e quello delle materie prime, sono stati i più colpiti dalle vendite. La nuova leadership, di solito, è composta dai settori e dai titoli che hanno registrato le performance meno brillanti nel recente passato e che mostrino valutazioni attrattive. Riteniamo che possano essere la società a più larga capitalizzazione, soprattutto quelle più distanti dai massimi del 2000».

Tra i titoli preferiti da Walczak figura **Wal Mart** che sconta risultati 2005 inferiori alle attese. «Siamo tuttavia convinti che Wal Mart possa continuare a crescere nei prossimi anni a due cifre in virtù della combinazione di nuove aperture di grandi magazzini, incremento delle vendite in quelli esistenti e nel proseguimento della razionalizzazione dei costi di struttura. Eravamo contrari all'acquisto quando il titolo mostrava un rapporto prezzo-utili (p/e) di 30-40, ma ora che viaggia intorno a quota 17 pensiamo sia da acquistare». Piace pure Johnson & Johnson che sta diversificando anche con crescente successo nelle apparecchiature medicali e nel segmento della diagnostica: una strategia che dovrebbe consentire al

gruppo di continuare il suo straordinario record di 71 anni consecutivi di crescita.

«Consideriamo inoltre **Freddie Mac** sottovalutata», osserva ancora il gestore di Vontobel, «mentre il colosso assicurativo **AIG** è il più classico caso di titolo a larga capitalizzazione di Borsa che sta recuperando dopo il recente scandalo finanziario che lo ha travolto e dal quale il management ha mostrato di voler tenacemente uscire con convincenti strategie sia di breve periodo che di medio lungo termine». Mentre, restando nell'ambito delle assicurazioni, Walczak non ha dubbi ad indicare pure **Berkshire Hathaway** come «la più solida compagnia assicurativa del mondo» con molte importanti partecipazioni e ingenti disponibilità liquide pronte ad essere utilizzate dal suo vulcanico presidente Warren Buffett. Chiudono la lista dei titoli Usa preferiti **Cadbury Schweppes** e **Gannett**. La prima, che continua a crescere in un mercato difficile come quello delle bevande al ritmo del 7-8% all'anno, secondo Walczak è sottovalutata del 20-25% rispetto al suo valore intrinseco, mentre Gannett è un ottimo esempio di società editrice (pubblica, tra gli altri i giornali *USA Today* e *USA weekend*) molto efficiente.

### 3 ■ LE AZIENDE STANNO MEGLIO

«I risultati aziendali USA del terzo trimestre sono stati molto soddisfacenti, la crescita del Pil annualizzato ha raggiunto il 3.8%, e l'eccesso di capacità produttiva dell'economia Usa è stata assorbita per la prima volta dal 2000», puntualizza Cristiano Busnardo, amministratore delegato di **SG Asset Management**. «I danni provocati dagli uragani non hanno intaccato i consumi», sottolinea, «ed i margini di profitto delle aziende hanno continuato ad espandersi in molti settori, sostenuti dal ritorno a livelli di produttività estremamente elevati (oltre il 4%). L'eccesso di capacità produttiva dell'economia Usa è stata assorbita per la prima volta dal 2000. Nel corso dei mesi a venire, l'accumulazione delle

scorte e la ricostruzione nelle aree danneggiate dagli uragani stimolerà la crescita. Alcune aziende stanno anche cercando di superare le difficoltà legate all'aumento dei costi dell'energia, ma riteniamo improbabile che tali aumenti e quelli dei salari venga trasferito del tutto sul consumatore: è più probabile quindi che andrà ad impattare sui margini. Come risultato delle preoccupazioni riguardo alla pressione inflazionistica, la Fed sta tenendo salde le redini della politica monetaria, pesando sulla fiducia del mercato. Dalla seconda metà del 2006, tuttavia, i tassi d'interesse più elevati rallenteranno le dinamiche del mercato interno e i consumatori saranno indotti ad incrementare i propri risparmi, con conseguenti ripercussioni sulla crescita. Inoltre, la liquidità a livello internazionale sta iniziando a diminuire e ciò avrà implicazioni negative per tutte le asset class rischiose. D'altra parte, le valutazioni sul mercato azionario Usa rimangono interessanti. I prezzi delle azioni non sono saliti in linea con i dati sulla crescita dei profitti registrati negli ultimi trimestri. Riteniamo di conseguenza che i mercati azionari abbiano un'ulteriore spazio di crescita nonostante tassi reali più alti.

Preferiamo in particolare i titoli ciclici e TMT (telecom multi media). I titoli ciclici stanno beneficiando della crescita degli investimenti e della stabilità della spesa destinata ai consumi. I titoli TMT si sono ripresi rapidamente sulla scia dei risultati di terzo trimestre ed il ricambio delle scorte dovrebbe rimanere vivace nel corso dei mesi a venire. La domanda di prodotti tecnologici dovrebbe mostrare la propria capacità di recupero».

I cinque titoli Usa preferiti sono:

**ConocoPhillips**. Nato dalla fusione di Conoco e Phillips Petroleum, il gruppo ha continuato a trarre vantaggio dalle sinergie. Nell'attuale contesto in cui la disponibilità di incremento di greggio è più difficile e costosa da reperire, ConocoPhillips è avvantaggiato poiché ha la capacità di migliorare ulteriormente i margini di raffinazione a causa della complessa natura del suo portafoglio di

## Da sapere

### ■ Value

Letteralmente, dall'inglese, valore. Indica i titoli di società caratterizzate da alta solidità patrimoniale, buoni dividendi e larga capitalizzazione di Borsa. Lo stile di gestione value, per esempio, è caratterizzato da scelte prevalente di titoli di questo tipo.

### ■ Stock picking

Selezione dei titoli azionari. E' la tecnica adottata da quei gestori che ci concentrano sui dati di bilancio e patrimoniali delle aziende quotate al fine di individuare i titoli delle società più promettenti e con maggiori potenzialità di crescita nel medio lungo termine.

### ■ Forza relativa

E' il rapporto tra l'andamento del titolo e quello dell'indice di mercato. Se il valore derivante dal rapporto tende a crescere nel tempo, significa che il titolo sta sovraperformando l'indice, quindi si può praticamente ricreare una serie storica che rappresenta questo rapporto e verificare se esista un trend di forza relativa.

raffinazione.

**Hewlett Packard.** I margini generati dallo sviluppo dei servizi sono superiori a quelli generati dalla vendita dei pc.

**CSX Corp.** Negli Stati Uniti è l'azienda trasporti ferroviari più importante dell'Est. Nuovo management; attività di ristrutturazione (incorporazione della vecchia Conrail); estensione limitata della rete dovrebbero consentire alla società di aumentare i prezzi, sulla base del miglioramento della qualità del servizio.

**HCA Healthcare.** Cessione di 10 ospedali non strategici, rimborso del debito, rafforzamento dei centri dedicati alla chirurgia e alla radiologia.

**Wyeth.** Il management sta procedendo alla razionalizzazione delle vendite e della produzione per migliorare la capacità di generare profitti e nuovi lanci di prodotti nei prossimi 12-24 mesi dovrebbero sostenere la crescita degli utili.

“ **La crescita del petrolio rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente dovrebbe iniziare a ridursi. L'impennata dei prezzi non sarà più un ostacolo** ”

## 4 ■ IL PETROLIO RALLENTERA

«L'impennata dei prezzi petroliferi, dovrebbe iniziare a recedere», sottolinea Alex Ricchebuono, direttore Sud Europa Janus International. «La crescita registrata dal prezzo del petrolio rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente dovrebbe iniziare a ridursi; inoltre è probabile che nel 2006 la Federal Reserve, sotto la guida del nuovo presidente, assuma gradualmente un orientamento più neutro sui tassi: una combinazione che fornirebbe una spinta significativa all'andamento delle piazze azionarie, in particolare ai titoli ad alta crescita». Insomma,

per Ricchebuono le aspettative circa l'evoluzione dei mercati finanziari americani sono essenzialmente positive dal momento che i due maggiori problemi incontrati negli ultimi 18 mesi, ovvero l'incremento dei tassi d'interesse e l'impennata dei prezzi petroliferi, non dovrebbero più costituire un ostacolo.

Tra i titoli preferiti, Ricchebuono cita Apple Computer, Suncor Energy, una società canadese specializzata nell'estrazione del petrolio da sabbie bituminose, ConocoPhillips ed eBay.

**Apple Computer** ha continuato a brillare grazie all'offerta di nuovi prodotti e alla superba esecuzione a livello operativo. Verso la fine del terzo trimestre la società ha annunciato l'arrivo dell'ultimo componente della famiglia iPod di lettori musicali digitali, il 'nano', che ha immediatamente

riscosso un enorme successo presso il pubblico, tanto che numerosi negozi hanno esaurito le scorte in pochi giorni. Inoltre è stato registrato un notevole slancio alle vendite di desktop e laptop di marca Apple, scelti da un numero crescente di consumatori quale soluzione per le proprie esigenze a livello di personal computer.

**Suncor** si occupa di estrazione del petrolio da minerali. Nonostante l'apparente incongruenza della definizione, le attività dell'azienda consistono in effetti nell'estrazione e raffinazione di sabbie bituminose, presenti in grandi quantità nel Canada settentrionale, che vengono trasformate in petrolio sintetico. Suncor possiede inoltre una divisione di estrazione di gas



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

La visione dei mercati di Pietro Cirenei, direttore generale di Bipiemme gestioni che per il 21 gennaio ha organizzato il Forum Economia e Risparmio 2006. Il consiglio: ritornare ad un peso corretto della componente azionaria nei propri investimenti