IL FUTURO È TUTTO GIALLO

Puntare ancora sull'oro nel medio-lungo. Coperti dal rischio-cambio.

Un buon analista finanziario, prima di proporre una previsione sul futuro di un determinato mercato, dovrebbe considerare nel suo processo analitico non esclusivamente l'*asset class* a cui è interessato, ma dovrebbe prendere in esame allo stesso tempo tutte le quattro grandi categorie che costituiscono la totalità dei mercati finanziari, ovvero le **azioni**, le **obbligazioni**, le **valute** e le **materie prime** o ***commodities***.
In questo modo, facendo riferimento alle interrelazioni di natura macroeconomica e politica storicamente presenti tra le diverse *asset class*, avrà la possibilità di trovare una conferma circa la previsione inizialmente proposta sul mercato di effettivo interesse. Per esempio, sapendo della storica correlazione negativa presente tra oro e dollaro, un'eventuale aspettativa rialzista di lungo periodo sul metallo giallo sarebbe incompatibile in uno scenario che prevede anche un rialzo della valuta statunitense.
Osservando la **figura 1** è infatti facile notare come in passato ogni rialzo dell'oro sia stato corrisposto da un movimento al ribasso del Dollar Index. Il Dollar Index è un indice che tiene conto delle fluttuazioni della valuta statunitense nei confronti delle principali valute estere conferendo ovviamente maggior peso all'Eur/Usd e all'Usd/Yen che hanno una rilevanza maggiore nel panorama finanziario internazionale. Il processo analitico appena descritto viene comunemente definito **"analisi intermarket"**.

ANALISI DI LUNGO PERIODO

E' tuttavia importante sottolineare il fatto che si dovrebbe dare peso alle interrelazioni storicamente presenti tra le diverse *asset class* esclusivamente nelle **analisi dei movimenti di lungo periodo**. Non si dovrebbe dunque fare troppo affidamento su di loro se l'orizzonte temporale dell'analisi è ridotto perché le interrelazioni *intermarket* possono talvolta rompersi nei movimenti di breve e medio periodo. Per esempio, nonostante vi sia certamen-

te una **correlazione negativa di lungo periodo tra azioni e *commodities***, può capitare che questa relazione si rompa nei movimenti a minore scadenza.
Per completare un'analisi di lungo periodo sui mercati azionari, come per esempio quella proposta nell'articolo titolato "Orso in fuga? Fra sei anni" pubblicato sul numero di settembre di **INVESTIRE** *(a pag. 16)*, si potrebbe tentare di trovare ulteriori conferme alle conclusioni che erano state tratte prendendo in considerazione l'andamento delle materie prime che solitamente tendono ad avere un atteggiamento opposto a quello dei mercati azionari.
La correlazione negativa di lungo periodo tra azioni e *commodities* può trovare una spiegazione riflettendo sul fatto che un più alto costo delle materie prime comporta maggiori spese per le imprese, dunque minori utili aziendali e di conseguenza un andamento del mercato azionario non propriamente favorevole. Inoltre i prezzi al rialzo delle materie prime tendono a generare tensioni inflazionistiche che convincono molto spesso le autorità monetarie a ritoccare i tassi al rialzo, provocando in questo modo anche un ribasso nei mercati obbligazionari.

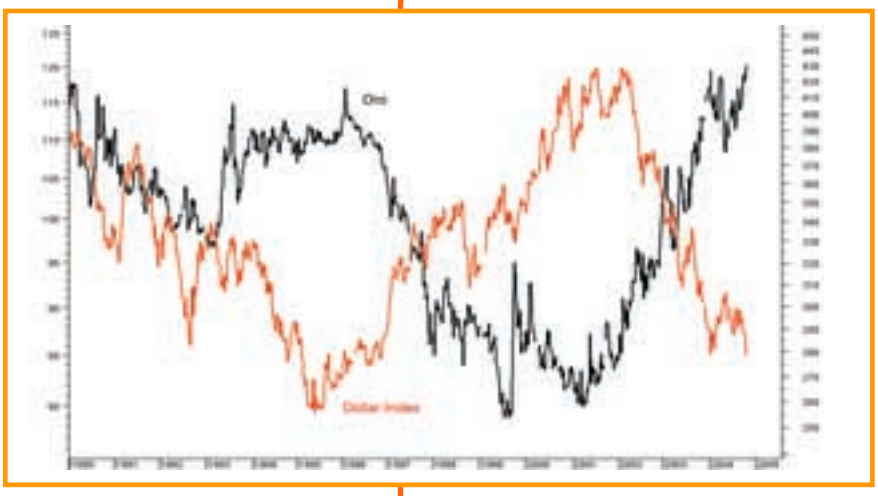

FIGURA 1 - ORO E DOLLAR INDEX 1990-2004, GRAFICO SETTIMANALE

La figura 2 mette in luce la scarsa correlazione che storicamente ha caratterizzato l'andamento della borsa americana (indice DowJones) e quello del CRB Futures Index e delle principali materie prime come l'**oro** e il **petrolio**.
Il CRB Futures Index rappresenta l'andamento di tutte le principali materie prime in cui metalli preziosi e energia pesano insieme per circa il 35%. Si può notare che negli anni '70, quando i prezzi delle *commodities* cominciarono a salire in modo sensibile, il mercato azionario fu relegato ad un movimento laterale che ebbe termine soltanto nei primi anni '80 (fase A). A partire dal 1982 i corsi azionari ripresero a salire in modo consistente mentre le quotazioni delle materie prime cominciarono una leggera tendenza ribassista che rimase in essere fino alla fine degli anni '90 (fase B). A partire dall'anno 2000 infine, quando fu segnato il massimo storico sui mercati azionari, le *commodities* rialzarono la testa e, in alcuni casi come il petrolio, sono riuscite a superare i precedenti massimi assoluti raggiunti negli anni '70.
Lo scopo di questo articolo non è solo quello di ricercare un ulteriore conferma a quanto esposto nell'articolo dello scorsos ettembre su **INVESTIRE**, ma anche quello di esaminare le prospettive che nei prossimi anni avranno le *commodities* e più in particolare loOro e i metalli preziosi. Da ultimo si darà uno sguardo anche alle **prospettive del dollaro**, perché la quasi totalità delle materie prime è quotata nella valuta statunitense e dunque un eventuale posizione su questi strumenti presa da un investitore europeo è soggetta ad un rischio di cambio.

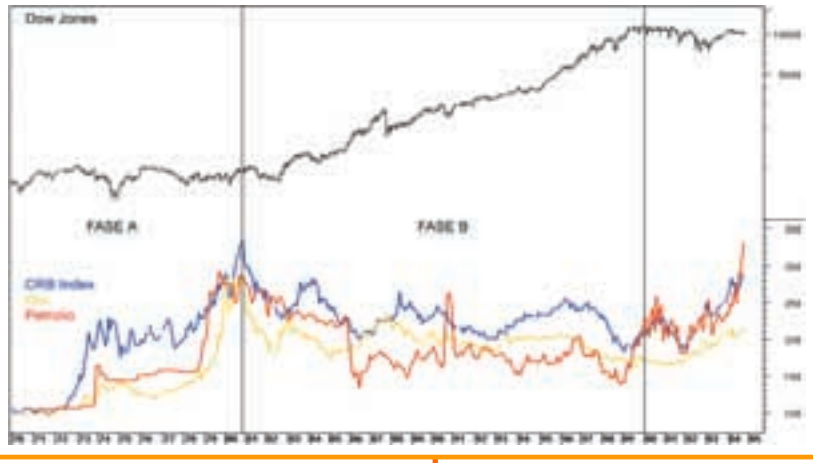

FIGURA 2 - DOWJONES, CRB FUTURES INDEX, PETROLIO E ORO 1970-2004, GRAFICI MENSILI

COMMODITIES IN CORSA

Tra il 1999 e il 2001, quando la maggior parte degli investitori e degli operatori finanziari era concentrata esclusivamente sui mercati azionari e obbligazionari, due importanti *commodities* di cui si parlava molto poco e che molti non sentivano nominare dagli ormai lontani anni '70 stavano in

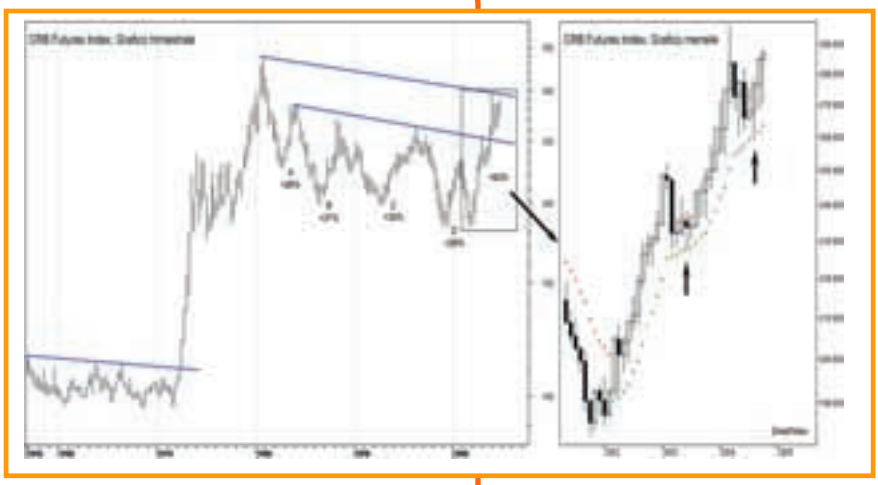

FIGURA 3 - CRB FUTURES INDEX 1956-2004, GRAFICO TRIMESTRALE E MENSILE

realtà mettendo le basi per un **successivo rialzo** che sarebbe poi giunto solo qualche anno più tardi agli onori della cronaca. Stiamo parlando del petrolio e dell'oro. Dal 1999 in poi le quotazioni del petrolio sono **aumentate quasi del 300%** passando dai circa 15 Usd di inizio 1999 ai 55 Usd delle ultime settimane. Anche l'oro, seppur in misura inferiore, ha visto notevolmente aumentare le proprie quotazioni passando da circa 260 Usd nel 2001 a oltre 400 Usd quest'anno.

A ben vedere tutto il settore delle materie prime ha beneficiato di un sostanziale rialzo negli ultimi anni. Il CRB Futures Index infatti è salito **da quota 185 circa del 2001 a quota 295 nel 2004**.

E tutto questo mentre le borse di tutto il mondo facevano segnare **perdite di grande entità**, almeno fino a marzo 2003. Infatti, a partire da quest'ultima data i mercati azionari si sono ripresi, recuperando parte delle perdite accumulate durante il pesante mercato ribassista iniziato nel 2000. Tuttavia, **contrariamente** a quanto solitamente è accaduto in passato, anche le *commodities* hanno proseguito nel loro movimento al rialzo nel 2003 e nel 2004. E' stata usata l'avverbio "contrariamente", perché generalmente rialzi dei mercati azionari e obbligazionari sono corrisposti da momenti di debolezza nelle quotazioni delle materie prime.

Tuttavia, come anticipato in precedenza, non bisogna stupirsi del fatto che in alcuni momenti tali relazioni vengano meno. Diventa tuttavia importante cercare di capire se l'attuale rialzo delle *commodities* abbia carattere **strutturale** o solamente **congiunturale**. In poche parole, nel prosieguo di questo articolo, si cercherà di comprendere se i recenti rialzi delle materie prime possano essere ancora considerati come parte del movimento di tendenza ribassista di lungo periodo che ha caratterizzato le quotazioni a partire dagli anni '80 (fase B della figura 2) oppure se si possa già parlare di una **nuova era nei prezzi delle *commodities***, più simile a quella degli anni'70 (fase A nella figura 2).

RIALZI PER ORO & C....

La figura 3 mostra nella parte più a sinistra il grafico trimestrale del CRB Futures Index a partire dagli anni '50 e più a destra il particolare su base mensile del rialzo cominciato nel periodo 1999-2001. Dall'osservazione del grafico trimestrale si nota che il recente rialzo ha condotto alla perforazione verso l'alto della *trendline* che in precedenza aveva frenato ogni tentativo di rialzo successivo al 1980 e che tale movimento si è spinto fino alla trendline più elevata.

A ciò si aggiunge il fatto che **il rialzo iniziato nel 2001 è stato il più forte tra quelli successivi al 1980** (identificati dalle lettere A, B, C e D) dal punto di vista della variazione percentuale, ovvero +62% contro +26% (A) +37% (B) +32% (C) +28% (D). Inoltre, osservando la parte più a destra della figura 3, si nota che questo movimento di rialzo appare ancora oggi **ben impostato dal punto di vista tecnico**. Infatti il modello proprietario SmartView segnala con punti verdi che sostengono i prezzi la presenza di una

FIGURA 4 - ORO 1969-2004, GRAFICO TRIMESTRALE E MENSILE

decisa tendenza rialzista. Tutto ciò fa pensare ad una effettiva interruzione nel *trend* generazionale delle *commodities* iniziato nel 1980 ed ad un serio cambiamento di tendenza atteso per i prossimi anni, sebbene una assoluta conferma si avrà solamente in seguito alla perforazione verso l'alto dei recenti massimi situati in area 300.

Analoghe conclusioni si possono trarre dallo studio delle **figure 4** e **5** che rappresentano, nella medesima modalità della figura 3, l'oro (figura 4) e il petrolio (figura 5). In particolare si nota sul grafico del petrolio la decisa fuoriuscita al rialzo dal *range* di oscillazione che ha caratterizzato gli ultimi 20 anni.

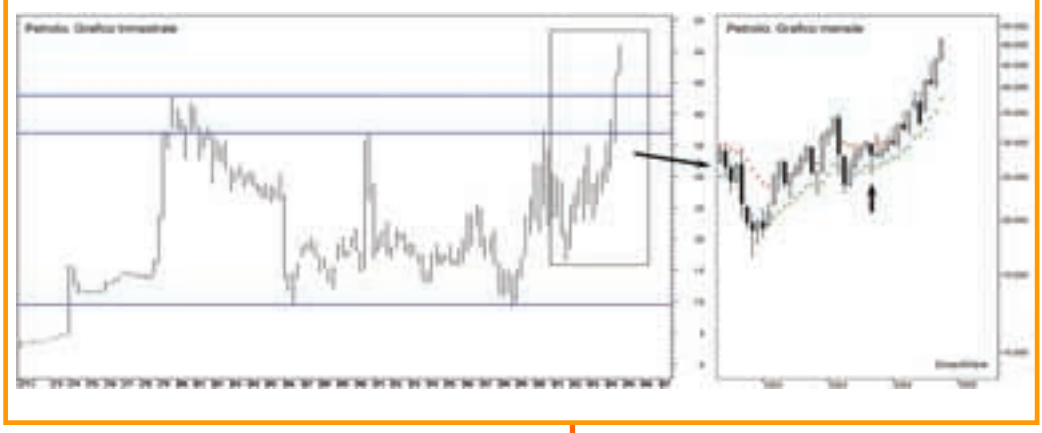

FIGURA 5 - PETROLIO 1971-2004, GRAFICO TRIMESTRALE E MENSILE

... RIBASSI PER LE BORSE

L'analisi di questi tre mercati non solo conferma, sulla base della ben nota correlazione negativa che nel lungo periodo ha sempre contraddistinto azioni e *commodities*, l'**effettiva possibilità che nei prossimi anni si possa assistere ad uno periodo poco promettente per i mercati azionari**, ma mette in luce anche il fatto che **in futuro sia l'oro sia tutte le materie prime in generale potrebbero vedere aumentare sensibilmente le proprie quotazioni.**

Tutto ciò dovrebbe tuttavia far quantomeno riflettere sull'impatto che il rialzo delle *commodities* potrebbe avere sull'inflazione. Per ora essa appare sotto controllo come verificabile dalla **figura 6** in cui è stato rappresentato il CPI (Consumer Price Index). Inoltre alcuni studi di fonti autorevoli dimostrano che un ulteriore aumento nel prezzo del Petrolio avrebbe scarsi effetti sia sulla crescita economica, sia sull'inflazione. A tal proposito è stata proposta la **figura 7** *(a pag. 24)* che mostra l'impatto in termini percentuali che avrebbe un aumento di 10 dollari nel prezzo del petrolio sulla crescita economica e sull'inflazione di alcuni paesi. Inoltre le Federal Reserve ha più volte segnalato che il rialzo del prezzo del petrolio non preoccuperà la crescita economica americana fino a quando esso si manterrà sotto i 75 dollari al barile. **Quindi in questo momento l'inflazione non sembra essere assolutamente oggetto di alcuna preoccupazione.**

FIGURA 6 - U.S. CONSUMER PRICE INDEX 1980-2004

A sostegno di questa ipotesi si aggiunge anche la pesante spinta deflattiva provocata nei paesi occidentali dalla notevole importazione di beni finiti, prodotti in paesi in cui la manodopera ha un costo estremamente ridotto. Tale effetto deflattivo potrebbe ritardare ancora per parecchio tempo le implicazioni inflattive dovute alla crescita dei prezzi delle materie prime e quindi potrebbe rendere le autorità politiche ed economiche non eccessivamente interessate al loro controllo e quindi ad esimersi dal cercare di mantenere i loro prezzi bassi.

Prima di trarre qualche conclusione su quanto finora esposto è opportuno fare anche qualche riflessione sul dollaro americano.

La moneta statunitense sta attraversando un **periodo particolarmente difficile** sia dal punto di vista tecnico sia macroeconomico. Per quanto riguarda la situazione tecnica si può fare riferimento alla **figura 8** *(a pag. 24)* ove il modello SmartView segnala sul grafico dell'Eur/Usd la presenza di un trend di medio-lungo periodo ancora decisamente al rialzo. Dal punto di vista macro invece si può affer-

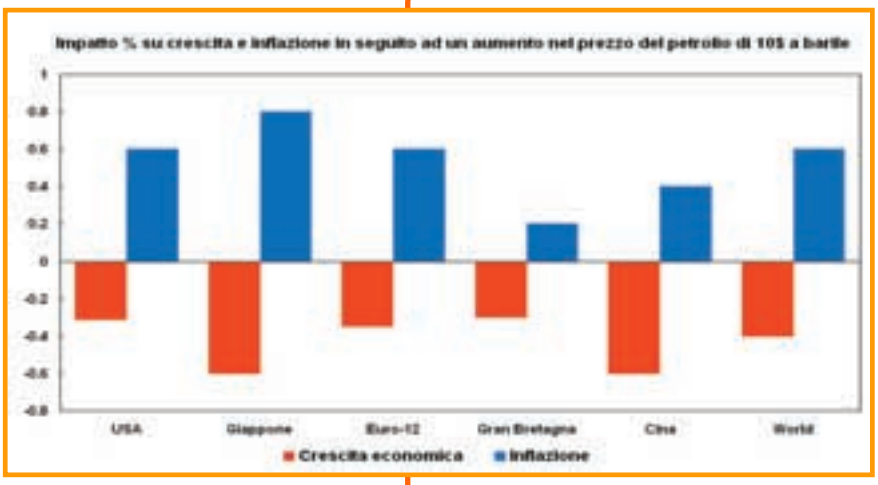

FIGURA 7

mare che la dimensione del **debito estero USA** ha ormai raggiunto livelli preoccupanti. Questo enorme squilibrio commerciale che rende gli Stati Uniti il più grande paese debitore del mondo non ha certo contribuito a rafforzare la sua moneta negli ultimi anni. Per questa ragione il dollaro ha cominciato ormai da tempo a perdere sempre maggior valore nei confronti di tutte le principali valute estere. Tuttavia nessuna delle maggiori economie a livello mondiale (Europa, Giappone e Cina in primis) sembra essere disposta a veder apprezzare eccessivamente la propria moneta in favore del dollaro, poiché questo comporterebbe una riduzione di competitività in un momento di difficoltà economica a livello globale.

Inoltre molti di questi paesi, tra cui soprattutto la **Cina**, possiedono una gran quantità di investimenti espressi in dollari (specialmente bonds) e quindi non hanno alcun interesse in un eccessivo deprezzamento del dollaro. Quindi, paradossalmente, nonostante il dollaro sia di fatto destinato a deprezzarsi nel tentativo di arginare un debito estero USA galoppante che preoccupa seriamente gli investitori, ci potrebbero essere allo stesso tempo interessi istituzionali a mantenerlo elevato.

Quale dunque potrebbe essere una soluzione per continuare a detenere dollari ma allo stesso tempo per proteggersi dal rischio di un suo effettivo crollo? Di fatto una sola. Quella di **comprare oro e altri metalli preziosi**, spesso correlati negativamente con la moneta statunitense, come dimostrato nella precedente figura 1.

Dunque, sulla base di quanto espresso in questo studio, lo scenario atteso nei prossimi 6-10 anni vede effettive potenzialità di apprezzamento delle materie prime fra cui l'oro, che potrebbe divenire il vero protagonista in positivo, soprattutto poiché valida alternativa di un dollaro che sembrerebbe aver perso tutto il suo passato smalto. A questo proposito è importante sottolineare che eventuali posizioni di investimento sul metallo giallo dovranno venire **opportunamente coperte dal rischio cambio contro Euro**, sebbene il deprezzamento della moneta statunitense potrebbe essere inferiore a quello che ci si dovrebbe ragionevolmente attendere.

Per quanto riguarda il prezzo del petrolio valgono considerazioni analoghe; esso si trova infatti in un'area di prezzi completamente nuova e non si può escludere che esso continui ad **apprezzarsi sensibilmente** nei prossimi anni, anche perché gli effetti sull'inflazione sembrano essere ancora ridotti. Tuttavia, la debolezza a cui si dovrebbe assistere sul dollaro, spiegata sia da motivazioni di natura tecnica che macroeconomica, potrebbe contribuire a limitare, almeno nell'area Euro, un eccessivo impatto inflazionistico dovuto alla crescita del prezzo del petrolio e quindi, in poche parole, a mantenere il prezzo della benzina sotto un certo controllo.

In conclusione quindi, sulla base della correlazione negativa che spesso caratterizza i movimenti di lungo periodo di azioni e *commodities*, si può dire che questo scenario conferma quello **poco promettente** atteso sul mercato azionario, ampiamente giustificato da quanto espresso sul numero di settembre scorso di **INVESTIRE**.

di Alessandro Angeli
Chief analyst in RCF SA e docente di Analisi Tecnica al Centro Studi Bancari di Lugano, alla SDA-Bocconi di Milano e correlatore all' Università di Parma.
alessandro.angeli@rcf.ch

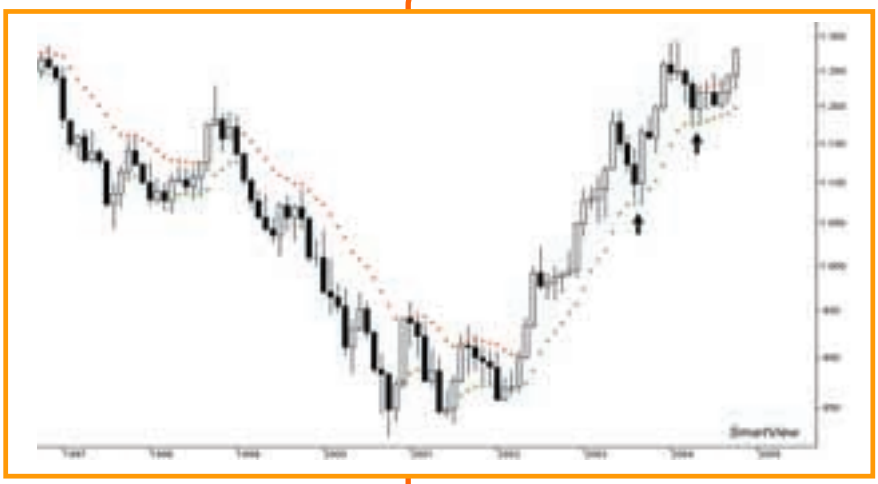

FIGURA 8 - EUR/USD 1997-2004, GRAFICO MENSILE

DA ACEA A WPP: 30 CAMPIONI DEL "DENARO CHE RIMANE"

Il parametro prezzo/cash flow indispensabile per scegliere buone azioni. Dall'Italia agli USA.

L'acronimo anglosassone **"cash flow"** tradotto nella versione italiana **"flussi di cassa"** rappresenta un indicatore di estrema importanza, alcune volte **purtroppo trascurato e sottovalutato**, nelle scelte di investimento sul mercato azionario. Rispetto al più "famoso" e più utilizzato rapporto **prezzo/utile**, il quoziente **prezzo/*cash flow*** presenta infatti alcuni innegabili vantaggi.
Il più importante è relativo al fatto che i flussi di cassa non sono "manipolabili" dalle cosiddette politiche di bilancio della società, non risentendo di criteri contabili più o meno soggettivi come, ad esempio, le scelte aziendali sull'ammortamento, la valutazione delle rimanenze, ecc.... La cassa, rappresentando invece un **valore numerario "certo"** nelle sue manifestazioni in entrata e uscita (se si eccettuano i casi di frode come Parmalat). Fornisce quindi una fotografia importante non soltanto dal punto di vista dell'"armonia" finanziaria dell'azienda, ma offre

degli elementi interessanti per valutare anche l'andamento economico del business societario. Il *cash flow* rappresenta il denaro che rimane disponibile per l'azienda dopo aver effettuato i cosiddetti **"pagamenti" operativi**, evitando quindi di considerare i costi e i ricavi imputati a bilancio solo per "competenza".

Quest'aspetto non è di poco conto se si considera che, nel recente passato, società quali le americane Enron, Adelphia Comunications e Lucent apparivano infatti caratterizzate da buoni fondamentali in termini di utile, ma, se si fossero analizzati da vicino i loro *cash flows*, si sarebbe potuto notare come gli stessi flussi di liquidità risultassero negativi ed evidenziassero invece un'attività tipica che stava **"bruciando" cassa** al di là degli artificiosi accorgimenti contabili posti in essere da un management rivelatosi poi compiacente. Un altro punto di forza dell'indicatore P/Cf risiede proprio nei diversi standard contabili che caratterizzano le regole di stesura dei bilanci nei paesi dove le società hanno la propria stabile organizzazione. Per ovviare a questa "diversità" che rende

USA

TITOLO	PREZZO 27/10/2004	MAX 52 SETT.	MIN 52 SETT.	EPS'04	CFPS'04	P/E 04	P/CF 04	BETA vs list. naz.
ALTRIA	48,03	58,44	44,95	4,712	5,378	10,28	8,93	0,52
DANAHER	54,30	54,99	40,215	2,277	4,270	23,97	12,70	0,96
FEDEX	89,79	89,79	64,92	4,593	10,630	19,71	8,44	1,02
GAP	6,08	9,33	5,20	-3,170	0,784		7,75	1,60
IBM	90,00	100,19	82,21	4,820	9,443	18,57	9,53	1,06
MASCO	34,52	34,99	26,02	2,302	3,691	15,09	9,35	0,73
RAYTHEON	36,66	37,98	26,48	1,410	5,554	26,56	6,60	0,82
ROHM & HAAS	41,27	43,50	36,16	2,109	4,895	19,61	8,43	1,22
SUNCOR ENERGY (Canada)	41,90	43,53	26,95	2,204	5,755	18,42	7,28	0,89
VERIZON COMM.	39,40	41,48	31,83	2,497	7,943	15,77	4,96	0,97

LEGENDA - P/E (price/earnings): rapporto prezzo/utile; eps (earnings per share): utile per azione - P/CF (price/cash flow): rapporto prezzo/cash flow; cfps (cash flow per share): cash flow per azione - Fonte elaborazione Bank Insinger de Beaufort su dati consensus IBES

Fondi: Lipper compra Fitzrovia

Lipper, società del gruppo Reuters specializzata nell'analisi di fondi comuni, ha acquisito Fitzrovia International Plc, la società inglese di ricerca specializzata nel quantificare il TER *(total expense ratio)*, cioé il costo totale dei fondi non americani. Attraverso quest'operazione Lipper potrà allargare il ventaglio della propria già ricca offerta di analisi. «Unire le nostre forze con un'altra società – ha detto Michael Peace, *Ceo* di Lipper – è un'eccellente integrazione con il nostro business». Lipper è partner di INVESTIRE nella fornitura dei dati sul mensile e sul trimestrale FONDI.

difficile effettuare confronti omogenei tra aziende si dello stesso settore, ma magari quotate e residenti in Europa piuttosto che in America, viene in soccorso degli analisti e degli investitori proprio l'analisi di un valore "universale" come il flusso di cassa. Proviamo ora ad individuare qualche esempio pratico di **30 titoli azionari** *(vedi tabelle alle pagg. 26, 28 e 29)* che possono vantare cash flows altamente visibili e "generosi".

STATI UNITI

Partendo dagli USA, in ordine rigorosamente alfabetico, **Altria** (ex Philip Morris) presenta aree di business decisamente anticicliche come il tabacco e l'alimentare, attraverso la controllata Kraft. L'alea da non trascurare è invece rappresentata dall'esito delle molteplici cause di risarcimento danni "antifumo" intentate nei suoi confronti dai consumatori americani. **Dahaner**, attiva nel manifatturiero, si segnala invece per la sua strategia di acquisizioni a basso costo di aziende momentaneamente in difficoltà di prodotto, ma pronte a reagire positivamente quando il ciclo economico si inverte. La caratteristica principale dell'azienda di Washington è quella di utilizzare e reinvestire i flussi di cassa per crescere dimensionalmente a costi contenuti, evitando quindi di erogare dividendi corposi agli azionisti e privilegiando la via dell'autofinanziamento.
Altri titoli che esprimono P/Cf interessanti sono **Fedex**, colosso della logistica, e **Gap**, marchio di tendenza nell'abbigliamento giovanile moderno, che potrebbe anche beneficiare del lancio di nuovi punti vendita rivolti ad un target femminile *over* 35 e che ha trovato un illustre estimatore nella persona dell "guru" degli investimenti **Warren Buffett**. Sempre rimanendo tra i colossi di Wall Street, "Big Blue" **IBM** si conferma società ricca di liquidità, come del resto la più piccola e meno blasonata **Masco**, attiva nella produzione e vendita di materiali per la casa, i cui flussi di cassa sono influenzati positivamente dalla capacità

Ma sapere cosa c'è davvero "in cassa" non è facile

L'insana tendenza della contabilità creativa denunciata da Fausto Tonna nel corso delle indagini del **caso Parmalat**, oltre a mettere a repentaglio il lavoro e la credibilità degli ***auditor*** interni, esterni e degli organi di vigilanza fa nascere in seno al risparmiatore una domanda semplice quanto "brutale" nella sua spietata e candida innocenza: **ma c'è da fidarsi sulla veridicità di quanto scritto in bilancio per esempio per quanto riguarda la consistenza reale della cassa?** La domanda è più che legittima considerando che spesso si sente dire dai più importanti manager di alcune società quotate (caso frequente, specialmente nel **Nuovo Mercato**) che la società da loro guidata è sottovalutata perché la capitalizzazione della stessa è addirittura inferiore delle disponibilità liquide. Ma alla luce di quanto emerso nella vicenda del gruppo di Collecchio qualche domanda dovremmo pur farcela. Come farsi un'idea, quindi, della veridicità dei valori della "cassa"?
Posto che non esiste un modo universalmente accettabile ed oggettivamente corretto si potrebbe partire analizzando attentamente la **Nota Integrativa** e la **Relazione degli Amministratori sulla Gestione**: se è menzionata un'operazione straordinaria (attiva o passiva) o una forte riduzione dell'indebitamento è lecito che tali fenomeni trovino conferme nella consistenza di cassa (che sarà più o meno corposa).
Un altro metodo utilizzabile, se non vi sono operazioni straordinarie che ci possono aiutare a valutarne l'esatta consistenza, è quello di **osservare i crediti verso clienti ed i debiti verso fornitori**, aggiungendo un piccolo calcolo: quello dei tempi medi di incasso e di pagamento (basta dividere per 365). Non esiste una situazione ideale, ma un'azienda con più crediti che debiti e con tempi medi di incasso minori dei tempi medi di pagamento, non dovrebbe avere particolari problemi nella gestione della liquidità e potrebbe permettersi, alla data di bilancio, di avere una bassa consistenza di cassa.
Un'altra via percorribile, anche se occorre qualche calcolo in più ed una maggiore applicazione, è quella della riclassificazione delle voci in questione secondo criteri finanziari per ottenere l'**aggregato Liquidità Immediate**. Il primo passo da compiere è individuare quali sono le grandezze in gioco, cioè ciò che il Codice Civile definisce **Disponibilità Liquide**. I più attenti ed affezionati lettori della rubrica "Il Bilancio" ricorderanno che è **preferibile riclassificare le poste di bilancio in funzione del loro ciclo di utilizzo**: pertanto definiremo Liquidità Immediate la somma di quelle grandezze

TITOLO	PREZZO 27/10/2004	MAX 52 SETT.	MIN 52 SETT.	EPS'04	CFPS'04	P/E 04	P/CF 04	BETA vs list. naz.
ACEA	8,189	8,391	4,601	0,315	1,329	25,65	6,16	0,68
AUTOGRILL	11,265	12,574	10,453	0,219	1,067	51,46	10,55	0,90
CIR	1,76	1,803	1,344	0,137	0,348	13,14	5,05	1,06
ENI	18,02	18,748	13,624	1,603	2,717	11,19	6,63	0,88
ITALCEMENTI	11,894	12,281	9,506	0,998	2,488	12,02	4,78	0,53
MEDIASET	8,931	10,018	8,22	0,455	1,389	19,78	6,43	1,13
SAIPEM	9,014	9,466	6,066	0,456	0,726	19,65	6,55	0,82
TELECOM ITALIA	2,59	2,706	2,233	0,119	0,644	22,06	4,02	0,91
TERNA	1,91	1,926	1,6607	0,111	0,215	17,21	8,88	
TIM	4,594	4,783	3,912	0,262	0,638	17,67	7,19	0,95

ITALIA

dell'azienda di ridurre la tempistica delle giacenze di magazzino.
Cambiando completamente settore, il comparto della difesa sta approfittando dell'instabilità geopolitica che tende ad alimentare le commesse del governo americano e dovrebbe anche beneficiare della conferma di **George W. Bush** alla Casa Bianca. All'interno di questo settore, la nostra scelta fondata sul quoziente P/Cf ricade su **Raytheon**. Anche in un comparto ciclico come quello chimico è possibile individuare società con buoni flussi di cassa come **Rohm & Haas** che presenta un *free cash* pari a circa il 76% del reddito netto e dividendi sempre crescenti, mentre, focalizzandoci sui titoli dell'energia, la canadese **Suncor** quotata anche sulla borsa americana, offre, al momento, una buona combinazione di elementi favorevoli come un *free cash* pari a circa il 70% del reddito netto e la correlazione positiva con l'andamento rialzista dei prezzi del petrolio. Per terminare la panoramica sui listini USA, **Verizon Communication** si distingue per essere presente in un business tradizionalmente "ricco" di flussi di liquidità come quello della telefonia.

PIAZZA AFFARI

Venendo a Piaza Affari le stessa peculiarità vantano le nostre **Telecom Italia** e **Telecom Italia Mobile**, vere e proprie *cash cows* (mucche da soldi) chiamate a riequilibrare l'indebitamento della holding Olimpia. Allo stesso modo, nei "generosi" comparti dell'energia e delle *utilities*, **Eni**, **Saipem**, **Acea** e **Terna** rappresentano le nostre pri-

MA SAPERE COSA C'È DAVVERO...

immediatamente utilizzabili per effettuare pagamenti e/o trasformabili in denaro contante in maniera pressoché immediata.
Riprendendo le voci enunciate dal codice civile all'articolo 2424 utilizzeremo, per definire tale grandezza, solo le voci "IV – 3) denaro e valori in cassa" cioè materialmente il contante (a cui accluderemo i valori bollati ed eventuale valuta estera detenuta) e la "IV – 2) assegni" limitatamente ad eventuali *traveller's cheque* ricevuti e non ancora cambiati ed agli assegni circolari richiesti ed ottenuti ma non ancora utilizzati per effettuare pagamenti. Appare sensato accludere anche la voce "IV – 1) depositi bancari e postali" soltanto per il saldo attivo (ovviamente) disponibile dei conti correnti bancari e postali.
In tale grandezza è preferibile non accludere gli assegni ricevuti (né quelli bancari, né quelli circolari) innanzitutto perché potrebbero essere falsi, contraffatti, rubati o scoperti e poi perché per averne la piena disponibilità sul conto corrente occorrono almeno 7 giorni lavorativi successivi alla data di versamento.
Un'altra categoria di voci che non rientrano in tale grandezza sono gli investimenti in strumenti finanziari molto liquidi e con scadenza molto breve, perché per avere il contante disponibile occorrono 3 o 4 giorni lavorativi successivi alla disposizione di disinvestimento (quindi niente Bot trimestrali in tale indicatore, né le quote di fondi comuni di investimento monetari o qualsiasi altra natura). Certo è che per costruire con esattezza tale aggregato occorre una profondità di informazioni che possiede soltanto l'Ufficio Contabilità dell'azienda e per quanto possa essere accurata e dettagliata la Nota Integrativa, difficilmente si trovano menzioni di tali voci.
Dopo aver definito cosa dovrebbe contenere tale aggregato, proviamo ora ad indicare cosa non si dovrebbe trovare all'interno dello stesso. Esistono infatti delle facili **pratiche contabili eventualmente giustificabili** da un punto di vista filosofico **ma assolutamente contrarie alla legge** e quindi, oltre che da condannare, perseguibili.
L'esempio classico è inserire in tale grandezza l'**affidamento** concesso dagli istituti di credito o da altre intermediari finanziari come le società di factoring, alla società. Ripetendo che tale *modus operandi* viola la legge, la *ratio* che muove il "disperato" direttore finanziario ad optare per tale soluzione è comprensibile: se l'a-

TITOLO-PAESE	PREZZO 27/10/2004	MAX 52 SETT.	MIN 52 SETT.	EPS'04	CFPS'04	P/E 04	P/CF 04	BETA vs list. naz.
ADIDAS-SALOMON (Germania)	113,45	117,08	78,55	7,017	16,980	15,86	6,68	0,55
ASML HOLDING (Olanda)	10,81	17,50	10,26	0,495	1,146	22,75	9,43	1,46
BMW (Germania)	33,35	37,85	32,45	3,289	13,780	10,25	2,42	1,04
EADS (Francia)	22,02	23,36	16,46	0,923	6,010	24,50	3,66	1,56
ENDESA (Spagna)	15,51	16,18	13,53	1,293	3,250	12,26	4,77	1,00
KPN (Olanda)	6,30	6,94	5,77	0,491	1,698	12,79	3,71	0,66
NESTLE' (Svizzera)	284,25	346	279,75	16,275	28,330	17,60	10,03	0,87
REPSOL (Spagna)	17,38	18,48	14,33	1,883	3,828	9,13	4,47	0,86
TESCO (Gran Bretagna)	290,5	290,75	236,25	0,179	0,353	16,20	8,21	0,79
WPP (Gran Bretagna)	547	643	469,5	0,280	0,712	19,76	7,68	1,39

EUROPA

me scelte sul mercato azionario domestico.
Anche una società finanziaria come la **Cir** di Carlo De Benedetti, oltre la presenza nel comparto media attraverso la controllata **Gruppo Editoriale L'Espresso**, può evidenziare anche una buona esposizione nel settore delle *utilities* attraverso la controllata **Energia Holding**. Per completare la nostra "classica" ed ipotetica lista di dieci titoli italiani che si possono fregiare della qualifica di "campioni" di liquidità, si segnalano inoltre **Autogrill**, leader nella ristorazione autostradale in Italia e negli Stati Uniti, **Italcementi** che nonostante l'incremento dei costi energetici, dovrebbe approfittare della crescente voglia di infrastrutture paneuropee e **Mediaset**, favorita dalla ripresa del mercato pubblicitario televisivo in atto e dagli ottimi risultati della controllata spagnola Telecinco.

EUROPA

A livello europeo, sempre pescando tra i settori più difensivi ed anticiclici rappresentati da "oil", servizi di pubblica utilità, alimentare, grande distribuzione e telecom, privilegeremmo rispettivamente le spagnole **Repsol** ed **Endesa**, la svizzera **Nestlè**, la britannica **Tesco** e l'olandese **Kpn**.
Tra i comparti più volatili e ciclici si segnalano invece società come le tedesche **Adidas** e **Bmw**, la produttrice olandese di macchinari per la fabbricazione di *microchips* **Asml**, la francese **Eads** e l'inglese **Wpp**, attive rispettivamente nel comparto difesa-aerospazio e in quello della pubblicità.

di Patrizio Pazzaglia

zienda presso la banca XY ha un saldo attivo, per esempio, di 100 Euro ed un affidamento per finanziare l'elasticità di cassa di 50 euro, è pacifico che in tale momento la società può disporre di mezzi di pagamento per 150 Euro e la "tentazione" di scrivere tale numero in bilancio è forte (specie se bisogna far quadrare i conti). Tale opzione è però sbagliata per due motivi: innanzitutto perché l'affidamento per elasticità di cassa è "a revoca", pertanto oggi c'è ma domani può non esserci. Inoltre perché l'utilizzo del fido, per l'azienda, rappresenta un debito verso la banca e quindi tale fenomeno dovrebbe trovare espressione tra le passività di bilancio.
Un'altra tra le pratiche illegali (e questa non èo neanche giustificabile filosoficamente) è quella di **inserire in cassa dei futuri incassi** ritenuti certi o attribuiti a future operazioni già concordate ma che avranno manifestazioni future: i primi oltre che ad essere incerti (perché il futuro è incerto per definizione) devono trovare posto tra i crediti, le seconde non devono trovare posto in bilancio ma "sotto la riga" (non rientrano neanche tra i risconti).
Come si può facilmente intuire, quindi, la possibilità di stabilire con ragionevole certezza che quanto scritto sulla cassa è veritiero è assai bassa, forse **nulla**. Il problema, infatti, è di natura oggettiva: per un qualcuno esterno alla società (anzi, all'ufficio contabile della stessa) non è possibile stimare la consistenza della cassa. Punto e basta.
Com'è possibile? Vi starete chiedendo: i nostri figli "ragionieri" dei futuri alchimisti dell'inganno? E' a scuola che si impara a diventare disonesti? Assolutamente no. E' però vero che sia alle superiori, sia in alcuni corsi di laurea o tra numerosi commercialisti ci sono due voci di bilancio che sono fisiologicamente utilizzate per "quadrare": una è quella riguardante il **magazzino** (e qui si può aprire una discussione infinita vista la soggettività e le numerose valutazioni a cui è soggetto) e l'altra è, appunto, la cassa.
Mettiamoci l'anima in pace quindi e **confidiamo nella buona fede** degli amministratori, dei revisori e degli organi di controllo: diamo per scontato che i valori di bilancio siano "veritieri e corretti" oltre che a rappresentare l'esatta consistenza delle scritture contabili. E' l'unica soluzione percorribile. Chi ci crediamo di essere? Dei piccoli Sherlock Holmes forse? E' opportuno mettere in dubbio la veridicità di un estratto conto o di un mastrino che in realtà è stato opportunamente falsificato? Qualcuno disse che a pensare male si fa in fretta… però è meglio abbandonare la cultura del sospetto.

di R. Ce.

LE GESTIONI SONO PASSIVE, MA LE COMMISSIONI ATTIVE

Il "money manager" del vostro fondo si fa remunerare correttamente? Benchmark e IR....

Abituiamoci a parlare sempre di ***benchmark*** quando si parla di fondi e performance. Purtroppo molti non ne conoscono neppure l'esistenza oppure lo considerano semplicemente un modo per "dare i voti in pagella" al gestore.

Un'idea estremamente limitativa della funzione di questo **importante strumento** che invece (imposto con regolamento Consob n. 11522 del 1 luglio 1998) ha una grande utilità in molti campi:

- misura e giudica la performance: un gestore che guadagna meno del *benchmark* è meno efficiente e capace di chi batte il *benchmark*;
- misura preventivamente il rischio dell'investimento: la sua composizione fa capire quanto le quotazioni potrebbero essere variabili nel tempo;
- consente di valutare se il gestore si "appiattisce" sul parametro, stando fermo sui titoli che compongono il *benchmark* oppure svolge una **politica attiva** nella selezione dei titoli *(stock picking)* e nell'attività di trading cercando di **anticipare i *trend*** dei mercati finanziari di riferimento *(market timing)*.

Quest'ultima funzione è di grande attualità, in un momento in cui si sostiene (non sempre con dati alla mano…) che i gestori ormai non fanno più scelte strategiche, ma si limitano ad acquistare i titoli che fanno parte dei *benchmark* dei fondi e a seguire "passivamente" le sorti del mercato. Una politica che sicuramente consente di evitare eccessivi contenziosi con i sottoscrittori in termini di performance (quanti si lamentano, nei momenti di rialzo, quando la performance è inferiore a quella della borsa…), ma che non è coerente con la natura dei fondi, che dovrebbero essere (a differenza ad esempio degli **ETF**), a gestione dichiaratamente "attiva". Detto in soldoni: **il gestore fa poco o nulla, ma incassa laute provvigioni** come se ogni giorno elaborasse complessi schemi operativi per mantenere il fondo sulla giusta traiettoria e ottenere risultati positivi.

UN LAVORO IMPEGNATIVO

Iniziamo a definire come gestione "attiva", una gestione che, pur seguendo un *benchmark*, cerca costantemente di fare meglio e pertanto in determinate occasioni può anche discostarsi in maniera sensibile dal suddetto indice.

Ciò significa che il gestore, nella selezione delle azioni da acquistare e vendere, farà sì riferimento ai titoli che sono inseriti nell'indice, ma in base alle proprie valutazioni sull'andamento dei mercati e sulle prospettive reddituali delle singole società, potrà aumentare o diminuire il peso dei settori e delle società all'interno del proprio portafoglio.

Dal punto di vista concettuale la performance complessiva di un fondo può essere spiegata dai seguenti fattori:

- dall'andamento del *benchmark*, cioè dei mercati finanziari inclusi nell'indice di riferimento;
- dall'attività di selezione dei titoli o dei settori (cioè la cosiddetta "security selection" o "stock picking") e dallo stile di investimento del fondo ("style selection");
- dall'attività di valutazione delle prospettive dei mercati finanziari, il cosiddetto "market timing";
- da eventi casuali quali gli eventi assolutamente imprevedibili come i fattori esterni (guerre, terremoti, scandali, indagini finanziarie, …).

In base a questa semplice esemplificazione è possibile analizzare il risultato della performance del fondo secondo due punti di vista:

- quanto della performance è attribuibile a eventi non direttamente dipendenti dall'attività del gestore
- quanto invece dipende dall'attività del gestore.

La vera abilità di quest'ultimo è quindi rappresentata dalla scelta dei singoli titoli e dei tempi di negoziazione; il gestore efficiente sarà quello in grado di creare stabilmente del valore aggiunto.

Un fondo "passivo" o "indicizzato" al *benchmark* verrà invece gestito replicando la composizione del *benchmark*, cercando quindi di minimizzare i costi.

GESTIONI E BENCHMARK

Il metodo più semplice per valutare il comportamento del gestore è quello di confrontare le performance del fondo con quelle del *benchmark*; in effetti dal punto di vista matematico, affermare che il gestore ha battuto il *benchmark* vuol dire calcolare la differenza tra le rispettive performance:

$$ARI = PFI - PBI$$

ove ARi è il risultato della gestione attiva; PFi e PBi sono rispettivamente le performance del fondo e del *benchmark* al tempo generico i durante il periodo considerato (i può avere la frequenza desiderata: giornaliera, settimanale, mensile).

AR indica esattamente il cosiddetto "active return", cioè il risultato delle gestione inteso come rendimento aggiuntivo conseguito dal fondo rispetto a quello del *benchmark*.

Se la differenza è positiva o negativa, il gestore ha veramente svolto un'attività di selezione, studio e gestione del portafoglio (nel caso di differenza negativa, in maniera sbagliata, ma almeno ha cercato di guadagnarsi le commissioni); se invece la differenza è nulla o insignificante, il gestore ha "dormito" sul *benchmark* e la sua attività più dinamica

RACCOLTA FONDI: OTTOBRE ROSSO

Ottobre: nuovo mese ancora in rosso per i fondi comuni. La raccolta si è chiusa infatti in **saldo negativo per 2.244,3 milioni**, pur restando stabile il patrimonio a 509.473,5 milioni. Molto male i prodotti di liquidità (-1.106,6 milioni); ma anche azionari (-709,5 milioni) e i bilanciati (-292,2 milioni). Tra i gruppi i leader **Sanpaolo IMI** vede la raccolta calare del 19,1%, male **Intesa** (-65,9%) e **Bnl** (-19,7%).

FONDI AZIONARI ITALIANI

FONDO	SOCIETÀ	PERF. 1 ANNO	TEV. 1 ANNO	INFORM.RATIO
3A Azionario Italia	**Antonveneta ABN Amro Investment Funds Ltd**	11,27	0,29	0,07
AAA Master Azionario Italia	**Antonveneta ABN Amro SGR SpA**	12,31	0,17	0,09
Alberto Primo Re	**Gesti-Re SGR SpA**	4,39	0,40	-0,27
Alboino Re	**Gesti-Re SGR SpA**	0,98	0,99	-0,15
Apulia Azioni Italia	**GestNord Fondi SGR SpA**	11,65	0,13	0,02
Arca Azioni Italia	**Arca SGR SpA**	11,38	0,10	0,00
Aureo Azioni Italia	**Aureo Gestioni SGRpA**	11,44	0,11	0,00
Azimut Crescita Italia	**Azimut SGR SpA**	10,11	0,25	-0,07
Azionario Italia	**Symphonia Sicav**	12,99	0,18	0,11
Azionario Italia Small Cap	**Symphonia Sicav**	19,04	0,81	0,13
BIM Azionario Italia	**BIM Intermobiliare SGR SpA**	10,39	0,20	-0,05
BIM Azionario Small Cap Italia	**BIM Intermobiliare SGR SpA**	17,21	0,62	0,18
Bipielle Fondicri Italia	**Bipielle Fondicri SGR SpA**	8,59	0,26	-0,18
Bipiemme Italia	**Bipiemme Gestioni SGR SpA**	11,91	0,12	0,04
BNL Azioni Italia	**BNL Gestioni SGR SpA**	11,54	0,11	-0,01
BNL Azioni Italia PMI	**BNL Gestioni SGR SpA**	15,61	0,41	0,17
BPU Pra. Azioni Italia	**BPU Pramerica SGR SpA**	10,63	0,29	0,00
BPVi Azionario Italia	**B.P.Vi Fondi SGR SpA**	10,95	0,12	-0,13
CA-AM MIDA Azionario Italia	**Credit Agricole Asset Management SGR**	10,78	0,18	-0,06
CA-AM MIDA Mid Cap Italia	**Credit Agricole Asset Management SGR**	8,96	0,58	-0,04
CapitalGest Italia	**CapitalGest SGR SpA**	7,29	0,39	-0,14
Credit Suisse Azionario Italia	**Credit Suisse Asset Management Funds SGR SpA**	12,71	0,19	0,05
Ducato Geo Italia	**Monte Paschi Asset Management SGR SpA**	11,95	0,14	0,06
DWS Azionario Italia	**DWS Investments Italy SGR SpA**	11,79	0,12	0,03
DWS Italian Equity Risk	**DWS Investments Italy SGR SpA**	11,01	0,12	-0,08
Epta Azioni Italia	**Sanpaolo IMI Asset Management SGR SpA**	11,64	0,13	0,00
Epta Mid Cap Italia	**Sanpaolo IMI Asset Management SGR SpA**	10,01	0,62	-0,03
Equity Italy	**InterFund Sicav (Lux Storici)**	14,25	0,76	0,05
Equity Italy R	**Giotto Fund (Lux) SA**	14,84	0,25	0,20
Euroconsult Azionario Italia	**Systema Asset Management SGR SpA**	11,31	0,20	-0,02
Euromobiliare Azioni Italiane	**Euromobiliare Asset Management SGR SpA**	8,59	0,22	-0,20
F&F Gestione Italia	**DWS Investments Italy SGR SpA**	12,50	0,20	0,06
F&F Lagest Italia	**DWS Investments Italy SGR SpA**	12,27	0,23	0,03
F&F Select Italia	**DWS Investments Italy SGR SpA**	10,01	0,26	-0,11
Fineco AM Azionario Italia	**Fineco Asset Management SGR SpA**	10,84	0,14	-0,02
Fineco AM Small Cap Italy	**Fineco Asset Management SGR SpA**	9,01	0,64	-0,03
Fineco Italia Opportunità	**Fineco Gestioni SGR S.p.A.**	9,93	0,15	-0,13
Fondersel Italia	**Ersel Asset Management SGR SpA**	12,73	0,13	0,14
Fondersel P.M.Imprese	**Ersel Asset Management SGR SpA**	14,54	0,57	0,11
Generali Capital	**Generali Asset Management SpA SGR**	10,38	0,16	-0,07
Gestielle Italia	**Aletti Gestielle SGR SpA**	11,16	0,28	-0,01
Gestnord Azioni Italia	**GestNord Fondi SGR SpA**	11,65	0,12	0,01
GrifoGlobal	**GrifoGest SpA SGR**	4,46	0,59	-0,17
Imi-Italy	**Fideuram Investimenti SGR SpA**	14,18	0,12	0,36
Italian Equities Plus	**Sella Sicav Lux**	8,34	0,75	0,02
Italian Equity A	**AZ Fund Management SA**	10,25	0,42	-0,03
Italian Equity C Acc.	**Schroder International Selection Fund Sicav**	21,60	0,55	0,30
Italian Equity C Cap.	**Euromobiliare**	10,39	0,81	0,03
Italian Equity E Cap.	**Pioneer Investment Management SA**	14,78	0,34	0,16
Italian Equity Mediolanum L - A	**Mediolanum Inter. Funds - Challenge Funds Ltd**	14,28	0,89	0,09
Italy A	**Fidelity Funds Sicav**	14,34	0,62	0,10
Italy B Cap.	**Credit Suisse Equity Fund (Lux) SA**	15,23	0,40	0,18
Italy Classic/Cap.	**BNP Paribas Asset Management Sas**	15,25	0,38	0,18
NextAM Partners Azionario Italia	**Nextam Partners SGR SpA**	17,90	0,46	0,22
Nextra Azioni Italia	**Nextra Investment Management SGR SpA**	12,54	0,15	0,14
Nextra Azioni PMI Italia	**Nextra Investment Management SGR SpA**	20,92	0,66	0,26
Obiettivo Italia R	**Sanpaolo IMI Wealth Management Luxembourg SA**	13,03	0,26	0,20
Optima Azionario	**Optima SpA SGR**	11,23	0,10	-0,02
Optima Small Caps Italia	**Optima SpA SGR**	10,10	0,58	0,00
Pioneer Azionario Crescita A	**Pioneer Investment Management SGRpA**	12,63	0,16	0,12
Pioneer Azionario Italia A	**Pioneer Investment Management SGRpA**	12,62	0,17	0,10
PIXel Azionario Italia	**PIXel Investment Management S.G.R.p.A. SGR SpA**	11,89	0,27	0,01
RAS Capital L	**RAS Asset Management SGRpA**	12,41	0,16	0,11
Risparmio Italia Crescita	**Mediolanum Gestione Fondi SGRpA**	11,66	0,20	0,00
Sai Italia	**Effe Gestioni SGR SpA**	12,23	0,15	0,01
Sanpaolo Azioni Italia	**Sanpaolo IMI Asset Management SGR SpA**	11,87	0,11	0,06
Sanpaolo Italian Equity Risk	**Sanpaolo IMI Asset Management SGR SpA**	11,10	0,14	-0,05
Sanpaolo Opportunità Italia	**Sanpaolo IMI Asset Management SGR SpA**	11,29	0,21	-0,03
Vegagest Azionario Italia	**VegaGest SGR SpA**	8,01	0,19	-0,22
Zenit Azionario	**Zenit SGR SpA**	7,82	0,35	-0,15

Elaborazione su dati Fondionline al 22/10/2004.

TEV	Maggiore	Minore
Alta	NO (1)	SI (2)
Bassa	NO (3)	SI (4)

VOLATILITÀ DEL FONDO VS BENCHMARK

è stata quella del calcolo delle commissioni. Per approfondire ulteriormente l'analisi, si può far ricorso al TEV *(Tracking error volatility)* e cioè la **volatilità del fondo rispetto al *benchmark***. Tale confronto consente di valutare se il gestore, con il suo stile di investimento, ha conseguito dei risultati positivi in termini di maggior o minor rischio corso rispetto al *benchmark*.

Si può costruire una tabella *(vedi sopra)* così articolata. Vediamo nel dettaglio le diverse valutazioni:

- quadrante "NO (1)": il fondo si discosta frequentemente dall'andamento del *benchmark* (gestione attiva, cioè TEV alta) e ha una volatilità maggiore di quella del *benchmark*. Il giudizio non può essere positivo a meno che il fondo non sia riuscito a ottenere una sovraperformance positiva;
- quadrante "SI (2)": il fondo si discosta frequentemente dall'andamento del *benchmark* e ha un profilo di rischio inferiore. Il giudizio è positivo in quanto il fondo si è discostato dal *benchmark* riuscendo però a diminuire la rischiosità dell'investimento;
- quadrante "NO (3)": il fondo ha una gestione in linea con il *benchmark* (TEV bassa) ed è risultato più rischioso. Il giudizio è negativo, avendo peggiorato la rischiosità dell'investimento;
- quadrante "SI (4)": il fondo ha una gestione in linea con il *benchmark* ed è risultato meno rischioso del *benchmark*. Il giudizio è positivo.

Analizzando i fondi specializzati nel mercato italiano (settore significativo per i lettori, poiché raccoglie elevati capitali), si nota che:

- **circa metà ha una gestione passiva**, poiché presenta un TEV inferiore a 0,20; in pratica, la variazione rispetto alle oscillazioni del *benchmark* è minima e quindi il gestore opera seguendo il parametro di riferimento
- **solo 16 (il 20% circa) hanno una gestione abbastanza attiva**, con un TEV superiore a 0,50; i valori massimi sono quelli di Alboino Re, Italian Equità Mediolanum, Azionario Italia Small Cap, Italian Equità C Cap, tutti oltre 0,80.

Pertanto, la metà dei fondi applica commissioni di gestione pur non effettuando una vera gestione attiva.

Forse allora è opportuno prendere anche in considerazione i fondi a gestione passiva (che anziché il 2% annuo, applicano una commissione dello 0,5% o anche meno) o gli ETF, decisamente coerenti con l'indice cui sono legati e con costi minimi.

BUONI SOLO 5 SU 70

L'altra faccia della medaglia è che il gestore non corra eccessivi rischi nel discostarsi dal *benchmark*: in caso contrario pochi investitori sarebbero disposti a sottoscrivere un fondo troppo rischioso. Un ottimo indicatore per misurare la capacità del gestore di gestire attivamente il portafoglio, con un'attenta gestione del rischio, è quindi quella di rapportare la sovraperformance alla volatilità delle stesse; un tale indicatore è chiamato **"Information Ratio"** *(vedi tabella pag. 31)*. Per vedere il comportamento dei gestori abbiamo preso la categoria dei fondi azionari Italia. Dalla tabella è possibile notare come pochi fondi abbiano un *information ratio* positivo che indica innanzi tutto che il fondo ha una politica attiva positiva (si è quindi discostato dal *benchmark* migliorando il risultato) e che per fare ciò non ha corso un rischio eccessivo.

Di fatto **sono solo 5 su 70 i fondi con un valore sufficientemente positivo** (convenzionalmente pari a +0,20); tra questi spiccano IMI Italy di Fideuram, seguito da Italian Equity C Acc di Schroder e da Italian Equities F Cap di AXA. Troppi i fondi con valori negativi o prossimi allo zero, che dimostrano una gestione passiva o, se attiva, con risultati non soddisfacenti.

di Gianluigi de Marchi

GESTIONI ATTIVE E PASSIVE ALL'ESTERO

Il dibattito relativo alla maggiore o minore efficienza dei diversi stili gestionali applicati dai gestori non si svolge solo in Italia.

Negli Stati Uniti due esperti del Dipartimento del Tesoro statunitense (Gregory Baer e Gary Gensler) hanno scritto un libro dal titolo polemico "Il grande inganno dei fondi comuni di investimento" in cui **mettono sotto accusa la cosiddetta gestione attiva, invitando gli investitori a servirsi soltanto dei prodotti del risparmio gestito caratterizzati da una gestione di tipo passivo**.

Baer e Gensler hanno concentrato la loro attenzione sull'andamento quinquennale fatto registrare dai fondi a gestione attiva statunitensi, dimostrando che soltanto il 20% dei prodotti che dichiarano di voler battere il mercato riescono nel loro intento.

Inoltre la maggior parte dei fondi che conseguono un buon risultato in un quinquennio, non riesce a fare lo stesso nel lustro immediatamente successivo.

Naturalmente Baer e Gensler si mostrano molto critici nei confronti dei costi relativi ai fondi a gestione attiva. Stando ai calcoli contenuti nello studio, i fondi statunitensi a gestione attiva presentano costi complessivi per un ammontare di circa 70.000 milioni di dollari USA. A fronte di tali costi, affermano Baer e Gensler, non vi sono però elevate probabilità di ottenere buoni rendimenti, e quindi (è la conclusione dei due autori) sono da preferire i fondi a gestione passiva, che per lo meno costano molto meno. Molti studiosi peraltro hanno contestato queste impostazioni, ricordando che **la gestione attiva comporta, per definizione, un maggior grado di rischio, cui può associarsi sia una più alta probabilità di guadagni che una più alta probabilità di perdite.**

Anche uno studio di Standard&Poor's ha evidenziato dei **risultati poco confortanti a livello di fondi a gestione attiva**.

In particolare, analizzando il periodo 1998-2002 nei fondi specializzati nelle *small cap* ove quindi la gestione attiva, la selezione dei titoli assume un'importanza fondamentale, solo un gestore su tre ha battuto il benchmark.

In sostanza, come sempre, non conviene puntare tutto su un unico strumento, ma farsi un "giardinetto" (anche nel caso dei fondi) tra gestioni attive (ma veramente attive) e gestioni passive.

FRA BRASILE E UNGHERIA C'È VOGLIA DI EMERGENTI

Alla ricerca di extrarendimenti, senza troppi rischi. Le opportunità non mancano.

Concentrare in un'unica forma di investimento tutte le tipologie di rischio, per avere, in cambio, il **massimo della redditività teorica**. E' il *do ut des* degli **strumenti obbligazionari emessi da paesi emergenti**, sia attraverso i debitori pubblici, sia attraverso società che svolgono la loro attività in quei paesi.

Rischio emittente, perché il grado di affidabilità loro assegnato è, generalmente, nella fascia medio-bassa. **Rischio tassi**, perché la maggior parte degli strumenti ha scadenza medio lunga, in una fase in cui le attese sul futuro dei rendimenti sono orientata al rialzo, anche se graduale. **Rischio valutario**, dal momento che gran parte dei Paesi emergenti predilige collocare titoli denominati in dollari USA. Rischio liquidità, perché, spesso, gli scambi su questi prodotti sono abbastanza modesti, sul mercato secondario. Per molte obbligazioni con queste caratteristiche, si constata che l'attività ferve, soprattutto, in fase di collocamento e nel mese immediatamente successivo, per poi diluirsi e riprendere alla vigilia di nuovi collocamenti, perché, in queste occasioni, si assiste alla vendita di titoli già in portafoglio, per finanziare l'acquisto di quelli in emissione.

Non v'è dubbio alcuno: **si tratta di prodotti adatti ad investitori con elevata propensione al rischio**, che abbiano, nel loro Dna, la capacità di convivere con oscillazioni dei prezzi di ampio spessore. Oscillazioni che, naturalmente, possono essere di segno positivo, ma anche di segno negativo. Ed è in questo caso che l'investitore deve essere in grado di sopportare i rovesci, senza eccessive sofferenze. Può mantenere questo atteggiamento, a condizione che abbia dedicato una quota non rilevante del patrimonio al prodotto in difficoltà, o perché abbia la ferma convinzione che il momento di crisi del debitore sia di natura temporanea. In ogni caso, a prescindere dal patrimonio di cui si dispone, sarebbe buona norma **suddividere la quota di strumenti definiti emergenti fra più emittenti**, al fine di suddividere il rischio fra più controparti, perché raramente esse si trovano in difficoltà tutte contemporaneamente. Anche se, in effetti, i mali di una finiscono, quasi sempre, per condizionare i prezzi di mercato delle altre.

BOND CON GUADAGNI A DOPPIA CIFRA

Non solo paesi emergenti sul piatto dei rendimenti teorici di alto livello, ma anche **società in difficoltà** completano il quadro degli strumenti in grado di proporre numeri a doppia cifra. Si tratta, in molti casi, di prestiti non rimborsati alla naturale scadenza, ma per i quali è prevedibile la fissazione di un valore di rimborso, in un arco temporale difficilmente quantificabile.

TANGO-BOND: TESTA NEL CAPESTRO

E' partita l'offerta di scambio proposta dall'Argentina ai possessori dei Tango-bond andati in "default". L'offerta si concluderà il 17 gennaio 2005.

I nuovi bond offerti sono di tre tipologie:

1) OBBLIGAZIONI "PAR". Denominate in dollari, Euro o peso, a scadenza 31/12/2038, cui saranno aggiunti strumenti finanziari con rendimento condizionato e indicizzato all'evoluzione del Pil argentino, con scadenza entro il 15/12/2035 (i titoli Pil).

2) OBBLIGAZIONI "DISCOUNT". Denominate in dollari, Euro o peso, con scadenza 31/12/2033, più titoli Pil.

3) OBBLIGAZIONI "QUASI PAR". Denominate in peso, scadenza 31/12/2045 più titoli Pil.

Rapporto di scambio

Ipotizzando uno "swap" di bond esistenti con nuovi bond denominati nella stessa valuta, il rapporto di scambio è pari a 1:1 se si ricevono obbligazioni "par"; è invece dell'1:0,337 qualora si ricevono obbligazioni "discount"; infine è di 1:0,699 se si ricevono bond "quasi par".

Il Comitato Globale Obbligazionisti Argentina ha rifiutato l'offerta, anche per bocca del rappresentante italiano Nicola Stock, che rappresenta circa 450.000 sfortunati possessori di Tango-bond.

Cosa conviene fare al risparmiatore italiano? I termini dell'Ops dichiarano esplicitamente che, se non si aderisce ora, non si avrà comunque il diritto ad aderire ad una seconda offerta di Buenos Aires, eventualmente migliorativa (ipotesi tuttavia giudicata abbastanza improbabile dagli operatori). Ma se non si vuole aderire allo "swap-capestro" del tipo "prendere o lasciare"? Si può chiedere di sequestrare i beni argentini presenti in Italia? Purtroppo finora i tribunali italiani hanno sistematicamente rigettato richieste in tal senso avanzate dai "bondholder" di casa nostra.

Sembra ragionevole, dunque, aderire all'offerta che comporta mediamente un rimborso del 25-30%. Ciò non esclude, però, che il risparmiatore rimasto con in mano il titolo dello stato argentino, oggi ridotto a carta straccia, possa comunque rivalersi contro chi quel "bond" glielo ha venduto; sia essa una banca o una SIM. Inoltre per alcune emissioni si può aderire alle più di 250 cause pendenti negli Stati Uniti contro il governo argentino, ove il tribunale di New York si è già espresso sulla legittimità della domanda, prevedendo addirittura che le richieste dei risparmiatori possano essere trattate mediante "summary judgement" (decreto ingiuntivo).

EMISSIONI PUBBLICHE DI PAESI EMERGENTI IN VALUTE LOCALI E IN EURO

CODICE ISIN	EMITTENTE	CEDOLA%	SCADENZA	RATING S&P	PREZZO 26/10/04	REND.% LORDO	VALUTA
US922646BM57	**REPUBLIC OF VENEZUELA**	**8,500**	08/10/2014	B	101,75	**8,24**	DOLLARO USA
US715638AR36	**REPUBLIC OF PERU**	**7,500**	14/10/2014	BB-	99,20	**7,62**	IN EURO
US105756BE97	**REPUBLIC OF BRAZIL**	**8,875**	14/10/2019	BB-	96,40	**9,33**	DOLLARO USA
US91086QAS75	**UNITED MEXICAN STATES**	**6,750**	27/09/2034	BBB-	97,06	**6,99**	DOLLARO USA
USP8056GAB97	**REPUBLIC OF GUATEMALA**	**8,125**	06/10/2034	BB-	102,50	**7,91**	DOLLARO USA
US50064FAD69	**REPUBLIC OF KOREA**	**4,875**	22/09/2014	A-	101,00	**4,75**	DOLLARO USA
US718286AW79	**REPUBLIC OF PHILIPPINES**	**8,875**	17/03/2015	BB	98,63	**9,08**	DOLLARO USA
US718286AP29	**REPUBLIC OF PHILIPPINES**	**10,625**	16/03/2025	BB	105,00	**10,04**	DOLLARO USA
PL0000101937	**GOVERNO DI POLONIA**	**6,000**	24/11/2010	A-	95,50	**6,93**	ZLOTY POLACCO
XS0170671845	**REPUBLIC OF TURKEY**	**9,500**	18/01/2011	BB-	116,75	**6,17**	EURO
HU0000402193	**GOVERNO DI UNGHERIA**	**5,500**	12/02/2014	A1	82,90	**8,19**	FIORINO UNGHERESE

18 EMISSIONI PER PORTAFOGLIO BILANCIATO

Accanto a queste complesse situazioni, altri strumenti in circolazione propongono tassi di investimento molto alti, perché, essendo prodotti di debitori non assegnatari di rating, in questa difficile fase economica, si trovano costretti a pagare cara ogni forma di indebitamento. Indebitamento che, se ottenuto attraverso il ricorso al mercato obbligazionario, investe non solo i prestiti in emissione, ma anche quelli collocati in precedenza, le cui quotazioni dovranno necessariamente esprimere il grado di affidabilità del debitore che, pur non essendo ufficializzato, il mercato percepisce.

PESI IN PORTAFOGLIO

Le due diverse tipologie di strumenti hanno in comune la rischiosità dell'investimento e l'elevata redditività teorica, ma anche la necessità di **indicare un livello massimo di rischio cui esporsi**. L'esperienza più recente è illuminante, a tal proposito: molti sottoscrittori di obbligazioni in "default" avevano trasferito una quota di patrimonio ben superiore al 50% in questi strumenti. Non sono rari neppure i casi di persone che vi hanno immesso l'intero capitale a disposizione. Il danno che deriva loro da questa scelta è enorme, perché il valore iniziale del capitale stesso rischia di ridursi enormemente.

Sarebbe opportuno, qualora si opti per l'acquisto di prodotti di paesi emergenti o prodotti comunque ad elevata redditività teorica, valutare preventivamente il valore patrimoniale che si è disposti a sopportare, in caso di perdita. **Disponendo di un capitale complessivo di 50.000 Euro, si possono mettere ad eventuale perdita 5.000 Euro? Ossia il 10% del patrimonio stesso.** E' a questa domanda che bisognerebbe rispondere, prima di strutturare un portafoglio, nel quale siano presenti anche questi prodotti. Premesso che chi non ha propensione al rischio, o chi ne ha pochissima, forse non s'interesserà ad emissioni emergenti o similari, la suddivisione interesserà altre tipologie di investitori. Chi ne un livello medio e chi ne tanta. In quest'ultimo caso, **il peso massimo consigliabile sarebbe attorno al 25%**, suddiviso tra più emittenti; mentre per chi vuole rischiare, ma non eccessivamente, **la quota proponibile non dovrebbe superare il 10%**, esso pure ripartito fra più debitori.

MISCELARE PUBBLICO E PRIVATO

Per meglio bilanciare la quota di portafoglio destinata a questa tipologia di titoli, si potrebbero i**mmettere in portafoglio strumenti di emittenti pubblici di paesi emergenti e prodotti di società operanti in paesi G7, ma privi di grado d'affidabilità o in fase di difficoltà**. In ambedue i casi, il mercato non sempre propone prezzi operativi, sia perché le quantità in circolazione sono modesta, sia perché, nel caso di aziende in difficoltà, sono pochi gli operatori disposti a offrire prezzi in acquisto o in vendita. Occorre prestare molta attenzione a questa forma di investimento, perché non è infrequente incontrare pagine operative, nelle quali il differenziale di prezzo, fra chi è disposto ad acquistare e chi è disposto a vendere, è particolarmente elevato.

E' la conseguenza o della **scarsa liquidità** dello strumento o della **scarsa affidabilità**: in ogni caso, chi ha sceglie questi titoli dovrà convivere con quotazioni molto "allargate", con prezzi che divergono anche di uno o più punti. Se si eccettuano i prestiti dell'Argentina, non è possibile accedere direttamente al mercato telematico di borsa, il cui sistema consente di proporre prezzi operativi, in acquisto o in vendita, anche per importi di livello medio basso. Questa possibilità evita di dover forzatamente vendere a prezzi bassi od acquistare a prezzi alti. E quando la differenza è sensibile, si tratta di un'ottima opportunità.

Al di là di questa problematica, non certo secondaria, la migliore indicazione è forse nel suddividere il peso delle due differenti tipologie di titoli, **privilegiando le emissioni più liquide, le pubbliche, senza peraltro trascurare i prestiti societari in difficoltà o privi di rating. La quota su cui convergere potrebbe essere indicata in 65% di titoli pubblici e 35% di obbligazioni private.** In ogni caso, il rendimento teorico proposto sarà di livello medio alto.

di Angelo Drusiani