

«Allianz oggi è sottovalutata»

«Tra gli altri titoli, in Europa segnaliamo Société Générale e negli Stati Uniti Google e Apple»

di Isabella Della Valle

Dato il momento, quali sono i criteri da seguire nell'impostazione di un portafoglio per un investitore con una media propensione al rischio e un orizzonte tra i 12 e i 24 mesi?

L'asset allocation che consigliamo è composta per il 45% da azioni, per il 40% da investimenti alternativi e per il rimanente 15% da obbligazioni. Oggi la priorità deve essere il controllo della volatilità. Privilegiamo investimenti in strumenti che implicino un'adeguata diversificazione, cioè indici di mercato o settoriali, evitando concentrazioni troppo elevate in singoli titoli. Una buona diversificazione attraverso gli investimenti alternativi è necessaria per la riduzione del rischio e offre opportunità di partecipazione all'atteso rimbalzo dei mercati.

Ma lei pensa che ora una sovrapposizione sull'equity abbia un senso o sia ancora un azzardo?

I nostri modelli ci indicano che i mercati azionari hanno raggiunto un livello di valutazione che raramente si è osservato nel passato e che in genere prelude a un forte periodo di crescita. L'earning yield del mercato, ovvero l'inverso del rapporto Prezzo/utile, è più del doppio del rendimento del titolo di Stato a 10 anni. L'ultima volta che ciò si è verificato negli ultimi 30 anni è stato alla fine del 2002, e il mercato è salito di oltre il 40% nei 12 mesi successivi. In sostanza, il premio per il rischio associato ai titoli azionari oggi è molto alto. Gli indicatori segnalano che in un orizzonte temporale a medio termine, i mercati azionari segneranno rialzi dai livelli attuali superiori al 30%.

Quali sono i segnali concreti che testimonieranno un'inversione reale di tendenza nell'andamento dei mercati?

I periodi di alta volatilità indicano una forte incertezza. Gli investitori individuali hanno una forte avversione al rischio (deflussi dai fondi azionari e fuga verso strumenti finanziari quasi privi di rischio e verso fondi monetari), mentre gli insider, i manager delle società quotate, stanno investendo nelle aziende nelle quali lavorano, approfittando del calo delle quotazioni. C'è una forte quantità di denaro parcheggiata in attività a basso rendimento che aspetta di essere spostata verso attività più rischiose e redditizie. D'altro canto il buon esito delle ricapitalizzazioni delle società finanziarie americane e i vari interventi delle istituzioni monetarie Usa, potrebbero significare che il peggio sia passato.

Bini Smaghi ha detto che se la Bce avesse abbassato i tassi, l'inflazione oggi sarebbe molto più elevata. Lei condivide o pensa che la stabilità eccessiva nella politica monetaria possa essere uno svantaggio?

In una fase economica come questa la priorità deve essere stimolare la crescita, indipendentemente dalle spinte inflattive, che derivano da due fattori strutturali: l'aumento del costo del lavoro, soprattutto in zone come India, Cina, America Latina ed

Chi è

Lunga esperienza su opzioni e derivati

Giacomo Scribani Rossi è managing director responsabile del proprietary trading e membro del CdA di Global Wealth Management.

Global Wealth Management è un Multi-Family Office con sede a Ginevra e con uffici a New York, Londra e Lussemburgo, che gestisce un patrimonio di 1,8 miliardi di euro. In precedenza Scribani Rossi ha lavorato in Prudential Securities e Paine Webber come trader su opzioni e derivati, e responsabile dei modelli quantitativi e in seguito ha diretto per circa 10 anni la gestione di arbitraggi azionari per un importante hedge fund internazionale e una boutique indipendente di ricerca specializzata nelle strategie hedge. È laureato in economia e commercio presso l'università LUISS di Roma.



Global Wealth Management



Disegno di Domenico Rosa

Europa dell'Est, e l'andamento del costo delle materie prime. Meglio avere una economia in espansione con una leggera inflazione piuttosto che rischiare di avere una stagflazione (crescita negativa con alta inflazione). In Europa si ha l'ossessione della lotta all'inflazione e questo approccio non è appropriato in questa fase economica. Il governatore della Fed sta affrontando la crisi finanziaria nel modo giusto, invece la Bce, non avendo un mandato sulla crescita economica, ma solo sulla stabilità dei prezzi, si preoccupa unicamente di combattere l'inflazione. Per inci-

so, vorrei ricordare che uno dei Paesi che più è cresciuto negli ultimi anni è stata l'Irlanda, nonostante un'inflazione più elevata della media europea.

Se dovesse scegliere tre settori sui quali puntare, quali sarebbero? E quali invece dai quali stare alla larga con un orizzonte temporale tra i 12 e i 24 mesi?

Ci aspettiamo che i mercati dopo questa forte correzione si tranquillizzino, soprattutto ora che la Fed ha ridotto così tanto i tassi, ridando ossigeno all'economia e al sistema finanziario che si era ingolfato e il cui ap-

«In un orizzonte temporale di medio termine i listini saliranno del 30%»

ce del rischio si è toccato il 17 marzo con il salvataggio di Bear Sterns. Dopo una simile correzione si può cominciare a comprare selettivamente titoli nel settore finanziario, assicurativo e tecnologico, e quelli che hanno

Allianz



Allianz ha trovato la forza per reagire dopo essere scesa a marzo fino a quota 105,60 euro. Sebbene con un po' di fatica i prezzi hanno comunque tenuto i supporti a 110, minimi del 2006, salvaguardando così la solidità del trend rialzista di lungo corso partito dal bottom di area 45. I prezzi dovranno tuttavia prodursi in un ulteriore sforzo per dare credibilità al rimbalzo.

È infatti necessario il superamento degli ostacoli posti a quota 140 nel breve termine e poi di quelli posizionati sui 150 euro per alimentare le possibilità di un rialzo più incisivo. Probabile in tal caso una nuova accelerazione rialzista che permetta di avvicinare i record dello scorso anno a 180. Target intermedio lungo questo percorso a 165 euro. Discese sotto 105, invece, aprirebbero nuovi spazi di ribasso per il test a 95 e poi in area 75/80.

A cura di Financial Trend Analysis

I «comparables»

Il colosso assicurativo tedesco Allianz, presenta attualmente multipli di mercato inferiori alla media del consensus riferito ai competitor. I gruppi assicurativi maggiormente comparabili con Allianz per la natura dell'attività svolta sono l'americana Aig (uno dei più grandi gruppi mondiali), Axa e Generali, i cui multipli (soprattutto per Generali) sono significativamente più alti di quelli di Allianz. Aegon, Aviva e Prudential hanno invece un maggiore focus sull'assicurazione vita ed Ing sui servizi finanziari. Il giudizio complessivo sul settore è positivo con il consiglio Overweight su quasi tutti i titoli.

Società	Capitaliz. al 9/04/08 (in mln)	Eps 2008	P/E 2008	P/E 2009	P/Book value 2008	Consensus di mercato
Allianz	58.303	18,16	7,1	6,7	1,10	Sottopesare
Aegon	16.586	1,31	7,8	7,2	1,01	Tenere
Axa	49.519	2,88	8,4	7,7	1,07	Sovrappesare
Generali	41.214	2,40	12,2	10,8	2,36	Tenere
Ing	56.223	3,36	7,5	7,0	1,30	Sovrappesare
AIG (\$)	113.709	4,50	10,1	6,7	1,11	Sovrappesare
Aviva (£)*	16.895	86,88	7,4	7,2	1,21	Comprare
Prudential (£)*	16.871	77,91	8,7	7,6	2,40	Sovrappesare

Note: (Eps) = utile per azione; (P/E) = rapporto prezzo su utile; (*) eps in pence
Fonte: elaborazione di Analisi Mercati Finanziari su dati di consensus Jcf

una forte correlazione con la ripresa del ciclo economico, che di solito viene scontato dal mercato con almeno 6/9 mesi di anticipo, come il settore industriale, quello ciclico e il settore delle costruzioni, sottopesando invece i tipici settori difensivi e quelli che sono già stati avvantaggiati dalla forte crescita dei mercati delle materie prime, e che a nostro avviso sono sopravvalutati in un ottica di breve termine, ma restano validi per un investimento con un lungo orizzonte temporale. Le valutazioni delle banche europee hanno raggiunto dei livelli estremi sia in termini assoluti, sia relativi alle medie storiche. Il settore non ha goduto dei favori del mercato, ma riteniamo che in questo momento offra opportunità sia per le banche capitalizzate adeguatamente e con delle attività ben diversificate sia per quelle troppo punite dal mercato, che per la qualità degli asset potrebbero diventare oggetto di attenzione da parte dei concorrenti. Interessante anche il settore tecnologico americano, le cui quotazioni di mercato non riflettono il loro potenziale.

Qual è la vostra esposizione geografica?

Preferiamo il mercato azionario Usa, ma ci piace molto anche l'Europa, i cui indici hanno cancellato 10 anni di storia tornando ai livelli delle quotazioni del 1998. Crediamo che avere un'esposizione in Asia, soprattutto in India, sia una scelta premiante.

Mi indica le società che le piacciono di più e perché.

Nell'assicurativo ci piace Swiss Re, recentemente colpita dall'esposizione ai subprime, ma che adesso tratta a un livello di valutazione interessante, sotto il suo book value. Il programma di share buy-back e gli accordi con Berkshire Hathaway di Warren Buffet forniscono un buon supporto. Un buon valore è rappresentato da Allianz, per la quale il mercato sembra sottostimare il potenziale del core business. Inoltre il titolo offre un significativo upside dato dalla valutazione dei suoi diversi settori aziendali, ed è sostenuto da un'attrattiva livello di valutazione rispetto al settore. Tra le banche europee, il nostro favore va a Société Générale, che ha perso lo status di perenne takeover target, e adesso scambia a sconto sulla diretta rivale Bnp, con un rapporto Prezzo/Book di 1 malgrado un Roe del 15% atteso per il 2008. Riteniamo inoltre che ulteriori ed eventuali svalutazioni siano già stati assorbiti dai prezzi. Interessanti opportunità le offre anche UniCredit, la cui valutazione è in linea con Socgen. Ingiustamente colpita dalla crisi americana, dovrebbe trarre vantaggio dalla diversificazione del suo business model. Da notare pure Gbl, l'holding finanziaria di Albert Frere e prima azionista di Total, che tratta a 27% di sconto su un portafoglio composto da partecipazioni quotate che oltre al colosso petrolifero francese include Suez e Lafarge, e Siemens, uno dei più grandi conglomerati industriali del mondo, che il mercato valuta a 35% di sconto sulla somma delle parti. Altre opportunità si trovano tra le medium-small cap, meno liquide ma di grande interesse, come i grandi magazzini svizzeri Jelmoli o le birrerie inglesi Punch Taverns, entrambi alle prese con politiche di ristrutturazione legate al patrimonio immobiliare. Negli Usa prediligiamo valori tecnologici come Apple e Google, o industriali globali come Caterpillar, mentre in Italia ci piacciono anche Generali, Mediobanca e Luxottica.