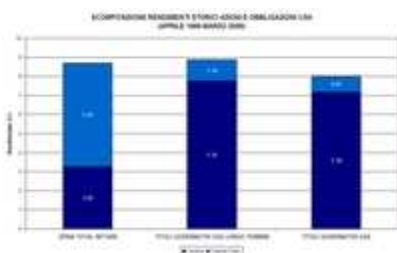




dott. **Roberta Rossi**

consulente finanziario indipendente



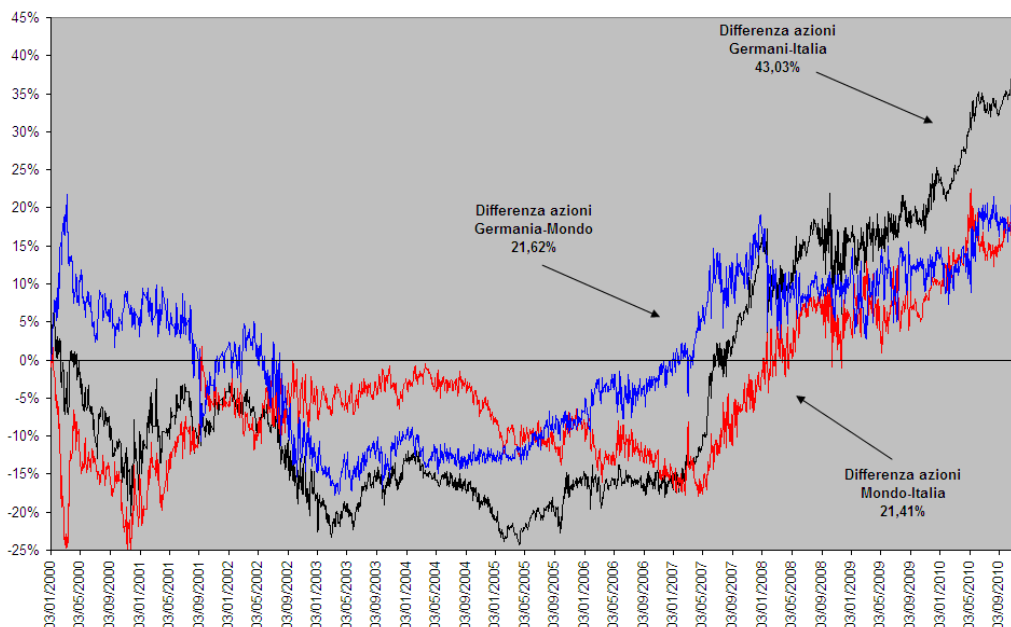
PIAZZA AFFARI NON E' PIU' UN AFFARE? (29/11/2010)

“**L**’Italia potrebbe essere la prossima vittima dei mercati dopo Grecia, Irlanda, Portogallo e Spagna se non cresce” scrive il Wall Street Journal e basta il lancio online di questa notizia alle ore 10,49 per far calare in pochissimi minuti il listino italiano del 2,5% dopo un’apertura positiva. La competitività del Sistema Italia torna ancora d’attualità come aumenta la frattura fra Piazza Affari e le borse europee, quella tedesca in particolare.

Il grafico sottostante mostra l’andamento delle differenze in termini percentuali tra gli indici azionari di Italia (FTSE All Shares), Germania (Dax) e del mondo (MSCI World). La curva in nero mostra la differenza in termini percentuali tra la Germania e l’Italia, la curva in blu tra la Germania e il mondo e la curva in rosso tra il mondo e l’Italia. Quando la curva di colore nero sale verso l’alto significa che la Germania sta guadagnando rispetto all’Italia e viceversa, quando la curva di colore blu sale significa che la Germania sta guadagnando rispetto al mondo e viceversa e così anche per la curva di colore rosso.

Analizzando l’andamento delle tre curve possiamo senz’altro notare che il mercato azionario italiano ha mostrato una certa forza rispetto alla Germania e al mondo a partire dal 2000 e fino all’inizio del 2007. A partire da questo periodo, che coincide guarda caso con l’inizio della grande crisi dei mutui subprime e le difficoltà finanziarie di alcuni Paesi europei, il mercato azionario italiano ha perso notevolmente forza rispetto agli altri.

Basti pensare che a partire dal gennaio 2007 il FTSE All Shares si è comportato peggio del Dax del 52,6% e ha sottoperformato il MSCI World del 30,41%. Solamente nel 2010 il mercato azionario italiano sta facendo peggio del dirimpettaio tedesco del 24,91% e peggio anche del mondo del



Come competitività veniamo dopo Mongolia e Zambia: c'è da preoccuparsi?

Un'analisi condivisa da Emilio Tomasini, direttore e fondatore di LombardReport che vede Piazza Affari andare a rotoli da tempo analizzando in modo oggettivo la forza relativa di Piazza Affari rispetto alle Borse europee: "la forza relativa dell'indice MS Italy su MS Europe non è mai stata così bassa: siamo sul minimo storico. E vi assicuro che con gli spread i minimi storici sono di solito l'inizio del precipizio non la fine".

Secondo Irwin Stelzer, direttore per gli studi di economia politica all'istituto Hudson, autore dell'articolo odierno sul Wall Street Journal che lancia una sorta di "alert" sull'Italia "sembra in buone condizioni finanziarie ma i segnali di allarme sono ancora lì... L'Italia potrebbe essere il prossimo obiettivo degli investitori a meno che non riesca ad aumentare il suo ritmo di crescita rispetto all'attuale 1%". Stelzer elenca tra i punti di forza dell'Italia la mancanza di bolle immobiliari e di dissesti bancari ma avverte che è anche un'economia grande una volta e mezzo quella spagnola che non cresce e per il cui salvataggio l'Europa non avrebbe risorse sufficienti.

Una crisi economico-finanziaria quella dell'Italia che viene da lontano dato che Roma sostiene un debito pari al 120% del Pil non controlla più il costo del denaro e continua a essere esposta all'andamento del prezzo del petrolio che importa quasi totalmente. E viene da 2 anni dove la recessione ha fatto scendere il Pil di quasi l'8%, riducendo anche le entrate pubbliche.

Ma come ricorda il commentatore del Wall Street Journal è la competitività delle sue imprese a destare qualche legittima preoccupazione: "le piccole e medie industrie soffrono la concorrenza dei prodotti cinesi e nella lista dei paesi dove è più facile investire l'Italia risulta all'80esimo posto dopo Mongolia e Zambia".

Una fuga iniziata da tempo sulle azioni e che ha diverse ragioni

Sarebbe quindi poco corretto sostenere che la fuga da listino italiano sia iniziata da poco o abbia solo ragioni "politiche".

Di certo i grandi gestori europei e mondiali hanno iniziato da diversi anni a ridurre l'esposizione verso Piazza Affari, spostandosi su Francoforte ma anche sulle Borse emergenti.

Qualche mese fa Morningstar, società leader a livello mondiale nell'analisi e valutazione dei fondi d'investimento, ha presentato un'interessante analisi su oltre 1500 fondi d'investimento dove venivano analizzati i flussi d'investimento.

Le conclusioni di questa ricerca? Verso Piazza Affari dal 2005 è in corso una lenta ma inesorabile fuga da parte dei fondi azionari europei. Dal 2005 al 2010 i gestori del Vecchio continente hanno ridotto la loro esposizione

media verso le blue chip italiane dal 7,3% al 4,3 per cento. Una diminuzione apparentemente di pochi punti percentuali in termini assoluti ma enorme in termini relativi: un calo della quota investita di oltre il 40%.

Da questa debacle si salvano solo come categoria le small cap dove gli istituzionali hanno aumentato la quota ma questo non certo basta a controbilanciare la fuga. Che è elevata ma soprattutto “circolare” nelle conseguenze: diminuire la quota investita sull’Italia si traduce anche in minori risorse destinate come uffici studi a seguire questo mercato. Ma soprattutto la discesa di Piazza Affari ne diminuisce il peso fra le Borse mondiali, abbassandone la capitalizzazione. E di conseguenza scende il peso della Borsa italiana sui benchmark cui sono legati molti fondi che, giocoforza, riducono la percentuale del portafoglio esposta sul nostro Paese.

E la perdita di appeal della Borsa italiana non è dovuta solo al fatto che il listino perde quota complice anche la presenza di un comparto bancario piuttosto importante in termini di capitalizzazione. Per accorgersene basta analizzare l’andamento del peso di Piazza Affari sul Msci Europe, uno tra i benchmark più usati dai fondi. Si scopre che l’Italia è passata dal 5,65% del settembre 2005 a poco più del 4% attuale. La riduzione, cioè, è minore rispetto al calo dell’esposizione sulle large e mid cap. Quindi la fuga da parte dei gestori europei non è solo questione di benchmark.

Ma siamo messi così male?

Si può certo vedere il bicchiere mezzo vuoto (le azioni italiane sembrano “contagiate” ed è meglio disfarsene) ma anche il bicchiere mezzo pieno: le azioni italiane a questo punto non sono state così schiacciate dal ribasso (- 54,52% dai massimi del 18 maggio 2007) da rappresentare un’opportunità d’acquisto?

Uno studio di Citigroup pubblicato la scorsa settimana a sorpresa sembra voler sposare la teoria del bicchiere mezzo pieno, sottolineando come Piazza Affari sia eccessivamente penalizzata con una performance peggiore anche delle Borse di Portogallo e Spagna. E un andamento nettamente peggiore (di oltre il 9%) rispetto alla media europea. Conclusione: le azioni di Piazza Affari sono fra le più a buon mercato in Europa e la forte penalizzazione del listino italiano non trova giustificazione nei fondamentali economici del Paese.

Le considerazioni svolte in questo studio meritano certo uguale considerazione rispetto a quello delle Cassandre poiché alcuni dati evidenziati sembrano indicare che l’Italia non è allo sfascio e nemmeno le società quotate a Piazza Affari sono così “out” come magari la situazione economica generale sembra suggerire.

In base ai multipli borsistici si evidenzia come le società italiane quotano a un prezzo sul patrimonio netto a sconto di quasi il 50% rispetto alla media europea e se si analizza invece il rapporto prezzo/utili attesi siamo quartultimi su 16, davanti solo a Austria, Grecia e Spagna. Una penalizzazione ingiustificata, spiegano gli economisti di Citigroup. Anche perché le società quotate a Piazza Affari (soprattutto industriale e molte delle nostre small cap) hanno da tempo intrapreso la strada della crescita nei mercati esteri. In media le blue chip italiane sono addirittura maggiormente esposte (30%) ai mercati emergenti delle media europee 23%.

Riguardo ai conti pubblici Citigroup ha stilato una classifica da cui risulta che l’Italia ha un rischio sovrano, calcolato sulla base di una scala che tiene conto di vari fattori (come crescita del Pil, deficit, debito pubblico), pari a 78, inferiore addirittura alla Francia (85) e nettamente al di sotto di Spagna (103), Portogallo (113), Irlanda (114) e Grecia (127) mentre la Germania Uber Alles è a quota 57.

La stessa finanza pubblica italiana non è vista come un colabrodo, anzi. Il report della banca Usa ricorda che l’Italia ha un avanzo primario ovvero che se non si contano le somme che servono per pagare gli interessi le entrate dello Stato sono superiori alle spese. Una situazione che nell’Eurozona si osserva solo in Finlandia e Germania.

Insomma secondo questo studio l’Italia non è proprio Kaputt

Considerazioni finali

“**T**orturatevi, e i numeri diranno quello che volete” abbiamo scritto più volte in questi anni. E a leggere le quasi contemporanee analisi fatte da Wall Street Journal e Citigroup ci sarebbe da uscirne “pazzi”, dilaniati dal dubbio nel capire se occorre “lasciare o raddoppiare” Piazza Affari.

E se ci troviamo di fronte a un’opportunità da non perdere o invece a una barca che sta affondando e al “si salvi chi può”.

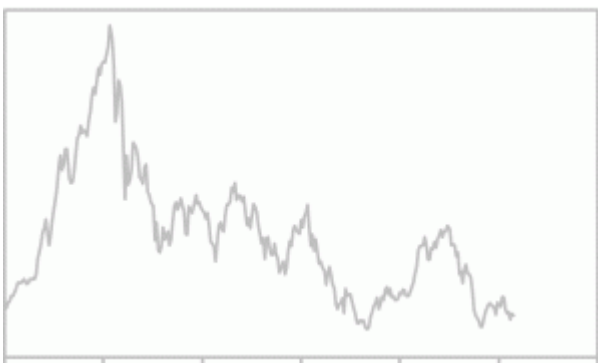
Alla fine del principio (rialzista) o al principio della fine (ribassista).

Da parte nostra crediamo che è certo vero che le quotazioni di molte società quotate a Piazza Affari sono sacrificate e il listino italiano non può dirsi caro. Tutt’altro. Ma la storia finanziaria ci dice che un titolo o un mercato possono restare sottovalutati (o sopravvalutati) anche per molto tempo. E possono passare non mesi ma anni e anche lustri prima che il mercato ritorni ad esprimere valutazioni più congruenti e in linea con la media delle Borse mondiali

Si pensi al caso della Borsa giapponese (si veda il grafico sotto) che per quasi tutti gli anni ’80 salì quasi senza soste nonostante fondamentali sempre più scollati dalla realtà: dal 1984 al 1989 l’indice Nikkei quadruplicò di valore dal valore di 10.000 alle soglie di quota 40.000 mentre con la forza del rialzo un numero crescente di analisti iniziava a trovare giustificazioni a questa incredibile ascesa (le società erano arrivate a valore oltre 100 volte gli utili), spiegando che in fondo questo rialzo era tutto sommato sostenibile e che economia e borsa giapponesi potevano essere giudicati con “criteri diversi”.

Poi la doccia fredda con l’indice Nikkei precipitare da quota 40,000 a quota 14.000 in 24 mesi (-65%) e da circa 20 anni il listino azionario giapponese non si è ancora più ripreso a guardare il valore attuale (poco sopra i 10,000 punti).

La Borsa Giapponese dal 1985 a oggi



Tutto questo per dire che la strategia del “più di così non può scendere” o “più di così non può salire” va valutata con grande circospezione (come da parte nostra qualsiasi asset allocation statica del tipo comporre un portafoglio e poi sperare nel ...tempo) salvo non essere investitori capaci di saper sopportare fasi avverse di lunghissimo periodo e con ridimensionamenti del proprio portafoglio anche superiori al 66% del capitale iniziale.

Il consiglio che reputiamo più corretto per i risparmiatori secondo il nostro approccio e la nostra esperienza è quindi quello di non sposare mai alcuna tesi aprioristica ma sapersi adeguare invece al mercato con un patrimonio il più possibile aperto a un approccio flessibile e attivo.

Come abbiamo scritto [nel report precedente](#) non investiremmo oggi quindi tutto il nostro patrimonio sulla Borsa italiana (se fino a qualche anno investire a Piazza Affari o nel resto delle altre Borse mondiali non faceva molta differenza ora dobbiamo invece prendere atto che qualcosa è cambiato) ma reputiamo più saggio diversificare anche su altri mercati e quindi portafogli.

Non sposteremo un approccio statico e passivo ma (come facciamo nei nostri portafogli e i cui risultati realizzati sono [visibili qui](#) nel tempo) privilegeremo delle strategie flessibili e opportunistiche che accrescono enormemente le possibilità di cavalcare dei trend positivi. Se poi il patrimonio è importante o il profilo di

rischio è medio-basso si a diversificare il proprio patrimonio fra diversi asset (azioni, obbligazioni, fondi, etc..) e strategie al fine di contenere la volatilità e non essere esposti solo a un mercato ma anzi a incrementare le probabilità di ottenere risultati complessivamente migliori del mercato.

Pur in un contesto negativo e con Piazza Affari che ha perso da inizio anno quasi il 15% i nostri portafogli azionari Italia hanno fatto meglio e chi ha seguito la nostra strategia di diversificare su altre Borse è stato premiato come dimostrano i portafogli sulle azione europee (quello sull'Eurostoxx 50 è in attivo del 6,35%), quello sugli Etf azionari è in salita dell'11,27% e quello sui fondi "multi manager" è positivo del 9,45%.