



PIÙ AZIONI MENO BOND

Come investire nei primi sei mesi 2004? Rispondono 40 gestori.

Come impiegare nei **primi sei mesi del 2004** i propri risparmi? Quale giusto peso riservare ad azioni, bond e *cash* nel portafoglio? Quali sono le migliori occasioni di acquisto tra i titoli azionari e tra quelli obbligazionari? Come si comporterà Piazza Affari? Quali pesi asse-

gnare ai bond governativi, a quelli societari e a quelli internazionali? Su quali settori e su quali scadenze è meglio posizionarsi? Per tentare di rispondere a queste ed altre domande lo Studio Magstat ha realizzato in esclusiva per **INVESTIRE** un sondaggio intervistando con **12 domande 40 gestori** e re-

sponsabili di fondi d'investimento.

Ecco quali sono in sintesi le principali linee di guida da seguire nella prima metà del nuovo anno:

- **sovrappesare l'investimento azionario** rispetto a quello obbligazionario puntando su titoli di Francoforte e Wall Street.

- Mettere in portafoglio **titoli del settore tecnologico e delle telecomunicazioni**, privilegiando quelli delle società che occupano una **posizione di leader** nel proprio segmento di mercato come **Nokia, Vodafone, TIM, Microsoft**, senza trascurare titoli difensivi del comparto energetico come **Eni e Enel** che continuano a macinare utili record.

- Riguardo i **corporate bond** puntare su quelli delle **società telefoniche** e delle **utilities**; mentre tra i bond governativi sono meglio quelli emessi dal **Tesoro italiano** e da quello **statunitense di breve duration** come Bot, Btp (da **0 a 3 anni**).

MA QUALI I MOTIVI DEL RITROVATO OTTIMISMO?

Il quadro economico internazionale è in **robusta ripresa**. L'economia degli Stati Uniti è quella che ha mostrato maggiore forza. Segnali confortanti so-

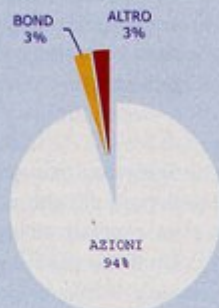
Domanda 1

QUALE DOVREBBE ESSERE L'ASSET ALLOCATION IDEALE?



Domanda 2

QUALE ASSET AVRA' LA PERFORMANCE MIGLIORE: AZIONI O BOND?



no arrivati anche dal Giappone, dalla Cina e da altri paesi emergenti. Anche l'economia di Eurolandia sembra in via di guarigione.

In USA gli **utili aziendali** sono saliti con prepotenza e le aziende hanno ricominciato ad investire confortati dai bassi tassi d'interesse e da una forte ripresa dei consumi privati. Anche il **mercato del lavoro** negli Stati Uniti d'America ha iniziato a dare i primi segnali di ripresa. Il sostegno alla ripresa da parte della **Federal Reserve** con

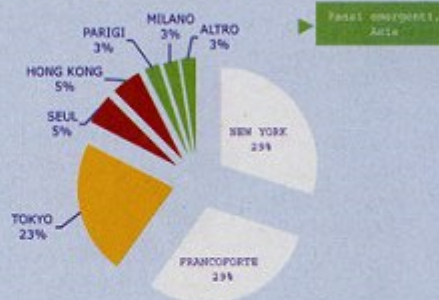
una benevole politica sui tassi non dovrebbe mancare per tutta la prima metà del 2004, in quanto **Alan Greenspan**, attuale presidente della Fed e sostenitore di **George W. Bush**, non alzerà il costo del denaro almeno fino a luglio del 2004, prima delle elezioni di novembre.

In Europa questa spirale virtuosa stenta ad innescarsi per diversi motivi. Se da un lato i governi europei stanno attuando diversi provvedimenti per stimolare gli investimenti, dall'altro la

Banca Centrale Europea non sta dando una mano. La politica monetaria attuata dalla BCE anche sotto la direzione di **Jean-Claude Trichet** piace poco agli investitori: il costo del denaro in Europa resta il doppio rispetto agli Stati Uniti (il 2% contro l'1%) e con un'inflazione tendenzialmente in calo, questo atteggiamento risulta immotivato e penalizzante per le aziende europee che perdono in competitività. In Europa la **debolezza del dollaro** ha frenato le importazioni. ▶▶

Domanda 3

QUALE BORSA MONDIALE SALIRA' MAGGIORMENTE?



PREVISIONI & STATISTICHE: LA BORSA USA FARÀ +3,97%

Quali performance potranno realizzare i mercati tra 6 mesi? E quali sono le migliori allocazioni di investimento? La caccia alle migliori previsioni per il primo semestre del 2004 è ormai aperta e gli esperti finanziari offrono diverse ipotesi sul futuro, tutte ben articolate ed ottimamente ragionate.

I dati conclusivi della nostra analisi (sintetizzati in tabella 2 a pag. 26) evidenziano il +3,97% atteso nel periodo per il mercato azionario americano rispetto al +2,74% per Piazza Affari; mentre il segmento obbligazionario performerà ancora l'1,93%.

L'occasione è interessante: perché non approfittare per ri-

flettere sulle qualità che deve avere una "buona" previsione? A questo proposito è naturale che una "buona" previsione sia ritenuta tale nel caso in cui generi il profitto previsto (per inciso, continuerebbe ad essere tale anche se le performance realizzate fossero molto più consistenti di quelle previste?).

Purtroppo la verifica *ex post* della bontà di una previsione ha molto meno senso della sua valutazione *ex ante*: è più utile discriminare le qualità di una previsione prima del suo utilizzo piuttosto che sancire il risultato di quella che è diventata ormai una "postvisione". Il tema diventa ancor più in-

teressante se si aggiunge che l'attività di previsione relativa ai mercati finanziari è estremamente difficile per almeno due ordini di ragionevoli motivi.

Il primo motivo si riferisce al fatto che i mercati finanziari sono governati da un meccanismo essenzialmente casuale, come afferma la *Random Walk Theory*.

La dimostrazione dell'assunto è semplice: i mercati finanziari variano in funzione di nuove informazioni ed eventi che sono, per definizione, imprevedibili e che determinano dunque la sua "passeggiata casuale".

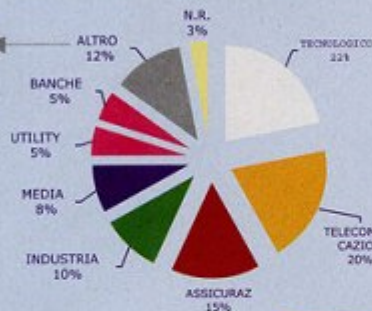
Per tale condizione le previsioni devono essere espresse

in forma probabilistica, definite secondo modelli statistici formalmente corretti.

Da ciò discende il secondo motivo di difficoltà: la incapacità "quasi-strutturale" del cervello umano di elaborare le informazioni secondo procedimenti formalmente corretti, come dimostrato dalla psicologia cognitiva. Infatti addirittura il concetto di probabilità presenta spesso degli aspetti controintuitivi e difficili da afferrare. Ad esempio, riproponendo un famoso test di illusione cognitiva che richiede di indicare la sequenza di Testa o Croce più probabile tra le seguenti: a) T,C,T,T,CC,T,C,C,T; b) T,T,T,T,T,C,C,C,C,C; ▶▶

Domanda 4

QUALE SARA' IL SETTORE PIU' PROMETTENTE?

Biotecnologie
Farmaceutico
Health Care
Genetics

Il PIL Usa del terzo trimestre del 2003 è cresciuto dell'**8,2%** su base annua dopo il +3,3% del trimestre precedente. Questo dato ha sbalordito tutti in quanto si tratta del rialzo più elevato degli ultimi 20 anni. In Italia il prodotto interno lordo è salito dello 0,5% in Germania dello 0,2%, in Francia dello 0,4% e in Olanda dello 0,2%.

Non mancano però motivi di incertezza. Innanzitutto la minaccia di nuovi **attacchi terroristici** verso l'Eu-

ropa e gli Stati Uniti da parte della rete di Al Qaeda e di altri gruppi di estremisti islamici. Anche il **conflitto Palestina-Israele** sembra lontano dall'essere concluso. Alcuni gestori sono poi scettici sulla **sostenibilità dell'attuale**

ripresa ciclica dell'economia statunitense, a loro avviso "drogata" dai bassi tassi di interesse e da una benevola politica fiscale. Il deficit pubblico e quello commerciale degli Stati Uniti sono ai massimi storici e sono anche i maggiori del mondo.

ASSET ALLOCATION

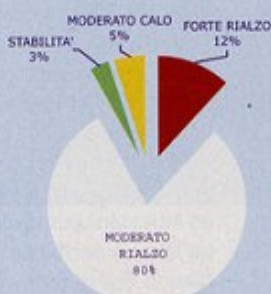
Secondo i *money manager* interpellati, il peso più alto del portafoglio, **45%**, va riservato all'investimento azionario. Un **34%** va cautamente parcheggiato in obbligazioni e titoli di stato; il restante **21%** viene lasciato in strumenti d'investimento liquidi come i pronti contro termine o c/c remunerativi.

AZIONI O BOND?

Giudizio quasi unanime a favore delle azioni per i primi sei

Domanda 5

COME SI COMPORTERA' PIAZZA AFFARI?



PREVISIONI & STATISTICHE

c) T,T,T,T,T,T,T,T,T,T, si sarebbe portati alla indicazione della alternativa a).

Niente di più errato: tutte le alternative presentano invece una uguale probabilità: lo 0,098%! Oltre a ciò, l'incapacità del cervello umano di considerare contemporaneamente sino ad un massimo di 5 ± 2 elementi di informazione (il famoso "magico numero 7" dello psicologo cognitivista Miller) rende l'elaboratore umano una "macchina naturalmente incline all'errore", almeno per quanto riguarda i processi scientifici di conoscenza della realtà. Questi due temi evidenziano dunque che una "buona" previsione può essere valutata a priori come

tale solo se è possibile apprezzare che **1)** ha la massima probabilità di realizzarsi e **2)** è stata definita secondo un procedimento statistico formalmente corretto. Se ciò non fosse, si tratterebbe di una semplice, quanto rispettabile, "opinione".

Quali sono gli "ingredienti" di una buona previsione?

La definizione di una allocazione ottima di investimento necessita che vengano precisamente definite 4 quantità: **a)** il tempo, e per l'insieme dei mercati considerati; **b)** le performance, **c)** il rischio e, non ultime, **d)** le correlazioni (o covarianze).

Il tempo è naturalmente quello relativo alla previsione me-

desima e deve essere chiaramente specificato: ad esempio, "il primo semestre del 2004". L'affermazione sembrerebbe ovvia ma forse così non è. Spesso autorevoli pre-

la di "portafogli che rendono il 10%", giocando sull'ambiguità della frase che fa intravedere performance future; mentre in realtà si riferiscono solamente a quelle storiche...

Dal tempo al rischio alle performance. Fino alle correlazioni.

visioni riportano periodi definiti con ambiguità, come, ad esempio, "6-12 mesi". Addirittura il tempo della previsione (futuro) può essere contrabbandato con il tempo trascorso (passato): spesso si par-

Le performance definiscono l'incremento percentuale atteso (maggiormente probabile) che ciascun mercato finanziario considerato, rappresentato da un indice, dovrebbe realizzare nel tempo definito.

| SONDAGGIO D'AGOSTO? AZZECCATO

Indovinate quasi tutte le previsioni del precedente sondaggio sull'andamento dei mercati finanziari nella seconda metà del 2003 e pubblicato sul numero di agosto 2003 di INVESTIRE. Il 74% del *panel* consigliava di mettere i propri risparmi nell'investimento azionario. Le piazze preferite dai gestori erano New York (con il 49% dei consensi) e Francoforte (con il 21%); mentre il settore privilegiato era quello tecnologico che aveva ricevuto il 28% delle indicazioni. Ebbene tutte queste previsioni si sono rivelate ampiamente azzeccate.

Molto bene anche la scelta delle azioni e delle obbligazioni da mettere in portafoglio. Microsoft, Nokia, Citigroup, Vodafone, STMicroelectronics, Telecom hanno sicuramente dato grosse soddisfazioni agli

investitori, meno bene invece sono andate TIM, Enel e Deutsche Telekom che si sono riprese solo negli ultimi mesi dell'anno. Riguardo alle previsioni su Piazza Affari, il rialzo c'è stato, ma è risultato inferiore ad altre piazze, come avevano previsto i *money manager intervistati* che prevedevano un moderato rialzo.

Anche l'allocazione del portafoglio obbligazionario è stata indovinata: infatti i *corporate bond* si sono comportati meglio dei bond governativi. Riguardo al settore, ottime performance sono state realizzate da obbligazioni emesse da società del comparto auto e telefonico come avevano suggerito i gestori.

(NB. Questo sondaggio è stato realizzato dal 76 al 20 novembre 2003).

mesi del 2004. Il 94% degli esperti crede che l'investimento in azioni renderà maggiormente di quello in bond.

Solo il 3% degli intervistati è con-

vinto del contrario. I bassi livelli dei rendimenti obbligazionari spinge l'enorme liquidità presente sui mercati a riversarsi sui titoli azionari.

BORSE MONDIALI
Il listino azionario di New York e quello di Francoforte svettano in testa alle preferenze dei **money manager**. Entrambi sono stati indicati dal 29% degli intervistati. Bene anche **Tokyo**, indicata dal 23% del *panel*; mentre le altre tigri asiatiche (**Seul** e **Hong Kong**) hanno ricevuto a testa il 5% delle preferenze. Distaccate in modo consistente la borsa di **Parigi** e **Piazza Affari** che **raccogliono solo il 3% dei voti.**

SETTORI SU CUI PUNTARE

Il settore tecnologico è quello in grado di offrire le migliori opportunità di ac-

quisto, ed è stato indicato dal 22% degli esperti di borsa. I titoli *high-tech* sono stati i protagonisti di un *rally* che continua da parecchi mesi, da marzo 2003 per la precisione, e alme-



E' il "piatto forte" della previsione, sebbene generalmente siano insufficientemente specificate. Termini quali "il mercato salirà (o scenderà)" o "non vi sarà un forte rialzo (o ribasso)" non sono elementi trattabili quantitativamente. E che dire di quelle "previsioni", di **carattere decisamente sibillino**, che contemplano tutti gli stati del modo?

Non sono infatti rare le previsioni espresse in questa forma: "Il mercato potrebbe performare in maniera significativa, sebbene vi siano elementi preoccupanti che possano innescare una sua rapida discesa. Tali tensioni potrebbero anche portare il mercato in una fase laterale di relativa stazionarietà".

Ciò suona come le classiche previsioni metereologiche che spesso disorientano l'utente: "domani tendenzialmente sereno con possibilità di annuvolamenti e qualche precipitazione sparsa". Ancora, le previsioni degli andamenti dei mercati possono anche assumere una forma di "consensus", dove i responsi sono frutto di una "votazione democratica" rappresentativa di una rassegna di opinioni di esperti, senza però dare indicazioni operative.

Probabilmente l'assenza generale di specificazione quantitative sottolinea semplicemente la **consapevolezza che la previsione delle performance dei mercati è intrinsecamente fallace.**

Il non avventurarsi sul versante dei numeri percentuali è un comportamento prudentiale, comprensibile umanamente, ma inammissibile sotto il profilo del procedimento scientifico.

Il rischio si riferisce, in termini assoluti, alla **possibilità di perdita** dei mercati, nel tempo considerato. A questo proposito, raramente abbiamo rilevato come una "previsione" favorevole circa un mercato sia accompagnata da una indicazione di perdita potenziale. Ciò perché anche se la previsione è favorevole è necessario considerare l'entità del suo possibile fallimento.

Ma oltre a ciò, il rischio rappresenta anche la possibilità che le performance differiscano (in più o in meno!) da quel-

le previste. In genere, questo è un elemento che latita nelle previsioni dei mercati.

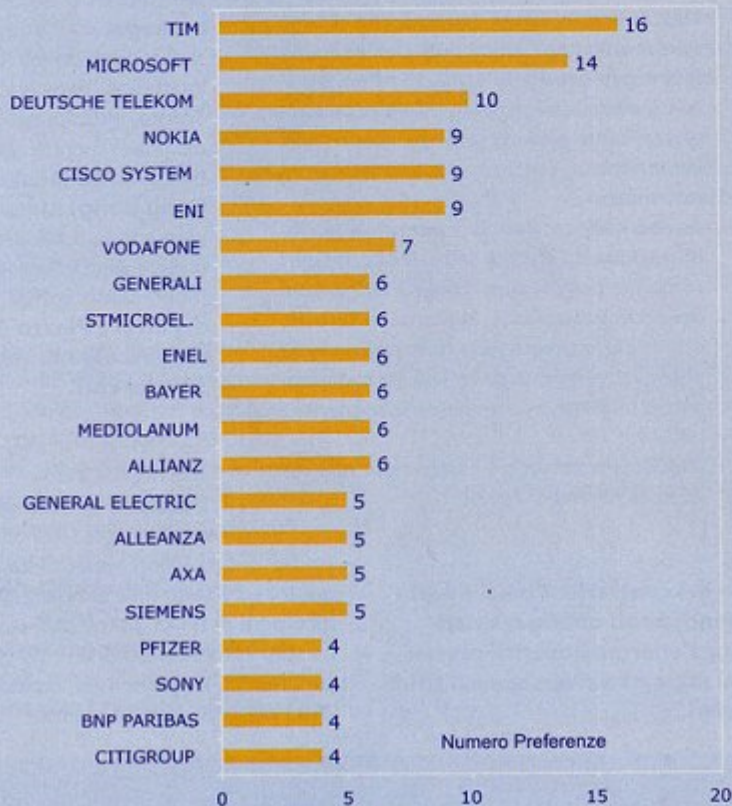
Ad esempio, quando si esprime la possibilità che il mercato si incrementi, nei prossimi 6 mesi, del 5% (performance attesa) sarebbe necessario accompagnare questa indicazione da un "intervallo di variazione" o da una "deviazione standard" che possa, in maniera quantitativa, avvisare circa l'errore insito nella previsione.

In assenza di **una indicazione relativa al rischio**, la "previsione" assume un carattere deterministico, e quindi anti-scientifico. Ciò significa semplicemente che il "rischio" di una previsione deve essere quantificato analizzando tutti gli scenari di mercato



Domanda 6

QUALI SONO LE 10 AZIONI,
SCELTE TRA TUTTE LE BORSE MONDIALI, SU CUI PUNTEREBBE?



Con 3 preferenze: eBiscom, Mediaset, Telecom Italia, Pirelli, Ing, France Telecom, Samsung, Infineon, Exxon, Munich Re.
Con meno di 3 preferenze: Toyota, Banca Fideuram, Sharp, Cheron, Intel, Oracle, Tiscali, Unipol Banca, Roche, Canon, Banca Pop. Verona e Novara, Hsbc, Danone, Unilever, Vivendi, Boston Scient., Nestlé, Ford, Deutsche Bank, Ahold, Seat PG, Ras, Luxottica, Pioneer, Viacon, Novartis, Fiat, Bnl, HP, Shimano, SunMicrosystem, LG, Merck, JP Morgan, Pepsico, AT&T, Quanta, Honda Motor, Prudential, MedCo Health, Morgan Stanley, Allied Waste, ...

PREVISIONI & STATISTICHE

che sensatamente potrebbero descrivere lo stato futuro (performance) ed associare, a ciascuno di essi, le relative probabilità di accadimento.

Le correlazioni si riferiscono alla previsione quantitativa della interdipendenza tra le performance dell'insieme dei mercati considerati, sul medesimo tempo. Rileviamo che in genere le "previsioni" non hanno, a corredo, questa im-

portante indicazione. Ancora peggio se le "previsioni" propongono come risultato delle "asset allocation". E' del tutto evidente che, così come la *Modern Portfolio Theory* insegna, nella proposizione di combinazioni di mercati il ruolo delle **correlazioni** è straordinariamente impattante: "il tutto è molto di più della somma delle singole parti". Non tenere conto delle previsioni cir-

ca la **covarianza dei mercati** può procurare danni rilevanti sotto il profilo della efficienza e dunque causare una "riduzione di performance dell'asset allocation a parità di rischio" verso altre alternative oppure un "incremento del rischio, a parità di performance attesa". L'applicazione della metodologia di Henry Markowitz deve dunque generare allocazioni che giacciono sul-

no secondo le previsioni dovrebbe **continuare anche nella prima metà del 2004**. Per il 20% degli intervistati è meglio affidarsi ai titoli del comparto **telefonico**. Le trimestrali chiuse a settembre dei principali player delle tlc sono quasi tutte in netta ripresa. Titoli degli operatori della telefonia mobile come TIM o Vodafone e produttori di cellulari come Nokia, in *pole position*, dovrebbero riservare piacevoli sorprese ai risparmiatori. Bene anche i **titoli assicurativi** e gli **industriali** che hanno ricevuto rispettivamente il 15% e il 10% dei consensi. **Poche segnalazioni invece per il settore dei media, bancari e utilities.**

PIAZZA AFFARI

Futuro rosa per il listino azionario milanese dove le principali società hanno evidenziato utili in crescita. Il 92% del campione prevede un rialzo delle quotazioni per i primi sei mesi del 2004. Di questo consistente gruppo il 12% ritiene che il rialzo sarà di forte entità; mentre per il restante 80% **il rialzo sarà moderato**. Il 3% è convinto che ci sarà una sostanziale stabilità dei corsi

la **frontiera efficiente**, calcolata utilizzando l'intero assetto previsionale, espresso in termini quantitativi: tempo, performance, rischio e correlazioni dei mercati.

Per rendere concreto il discorso, desideriamo rappresentare un procedimento elaborato da Progetica, **Proxyn-tetica Forecast®**, che dovrebbe consentire di trattare previsioni soggettive, descritte in "buona forma", al fine di trarre indicazioni operative di investimento e controllare il rischio derivante proprio dall'errore di previsione. Dato il tempo di previsione, i prossimi 6 mesi, è necessario, come prima cosa, descrivere gli stati che i mercati possono

segue a pagina 24 ►►

azionari. Solo un esiguo 5% prevede un moderato calo; mentre nessuno punta su un forte calo.

TITOLI DA METTERE IN PORTAFOGLIO

Analizziamo ora, uno per uno, i primi dodici titoli consigliati dai guru e scelti tra tutte le borse mondiali.

TIM (ITALIA)

Sul gradino più alto, con 16 voti, sventa il gioiello della scuderia di **Marco Tronchetti Provera**. La società guidata da **Marco De Benedetti** resta leader incontrastato della telefonia mobile italiana. Ha recentemente lanciato la nuova piattaforma per i giochi *on line* attraverso il portale i-Tim. Nei primi nove mesi 2003 ha sorpreso gli analisti con un fatturato pari a 8,6 miliardi di Euro e quasi 2 miliardi di utile, +57% rispetto all'analogo periodo 2002. TIM presenta inoltre un **dividend yield del 6% circa** e **De Benedetti ha promesso un superdividendo**. Sul listi-

no il titolo ha sottoperformato, rispetto ai concorrenti, per tutto il 2003 riprendendosi solo nella parte finale dell'anno. Questo *rush* finale lascia ben sperare per il nuovo anno.

MICROSOFT (USA)

Pioggia di consensi anche per il titolo del colosso statunitense che si piazza saldamente al secondo posto con 14 voti. Nel settore tecnologico dovrebbe più degli altri beneficiare della forte ripresa in atto in Usa. Le imprese stanno tornando ad investire sul **software**, ovvero su nuovi programmi che consentono di gestire ed elaborare i dati e ricevere preziose informazioni grazie ai data base. Inoltre **Bill Gates** sembra essere interessato a

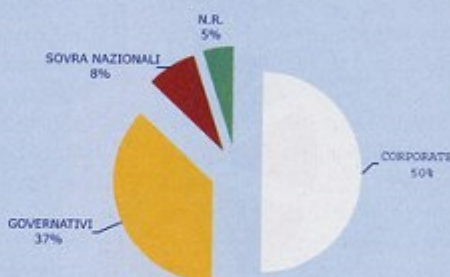
rilevare Google, primo motore di ricerca al mondo, che le permetterebbe interessanti operazioni di *cross selling*.

DEUTSCHE TELEKOM (GERMANIA)

Sul gradino più basso del podio, con dieci segnalazioni, troviamo il titolo del gruppo tedesco delle telecomunicazioni. La recente **ristrutturazio-** >>

Domanda 7

NEL CASO DEI BOND: PERFORMERANNO DI PIÙ I GOVERNATIVI, I CORPORATE O I SOVRANAZIONALI?



w w w . w e b a n k . i t

Cosa mi piace della mia banca?

Che per me ha una porta sempre aperta.

Con We@bank posso accedere al mio conto corrente dal computer di casa e dell'ufficio, dal palmare e dal mio telefonino.

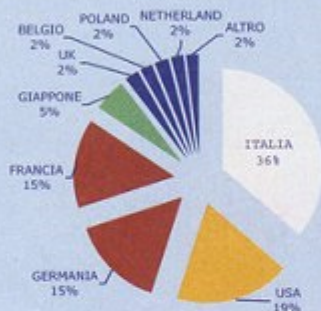
Quando voglio ordino bonifici, pago bollettini, ICI e imposte, chiedo prestiti, ricarico il cellulare e molto altro. www.webank.it

Webank
www.webank.it

BPM Banca Popolare di Milano

Domanda 8

QUALI BOND GOVERNATIVI E CON CHE PESI?



ne del gruppo ha dato i suoi frutti, facendola **riemergere dal rosso**. Nei primi nove mesi del 2003 l'utile netto è stato pari a 1,6 miliardi di Euro. Risultato sorprendente soprattutto se confrontato con lo stesso periodo del 2002 che vedeva Deutsche Telekom in perdita per ben 24,5 miliardi. Bene anche il fatturato (41,3 miliardi) in rialzo del 5,4% rispetto allo stesso periodo 2002. Altra nota positiva è il forte calo dell'indebitamento netto, sceso dai 64,3 miliardi di euro a 49,2 miliardi.

di mercato pari al 38%, dimostrando un'ottima capacità di aumentare la propria penetrazione sui nuovi mercati. Punta di diamante della nuova produzione sono i cellulari con fotocamera digitale integrata che hanno trainato le vendite per tutto il 2003.

CISCO SYSTEMS (USA)

Pioggia di giudizi positivi anche per il colosso californiano diretto da **John Chambers**. I dati del terzo trimestre del 2003 sono risultati migliori delle

NOKIA (FINLANDIA)

Si spartisce la quarta posizione con **Cisco** e **Eni** (tutti e tre con nove preferenze), il titolo del gigante finlandese, diretto da **Jorma Ollila**. Mantiene saldamente la **leadership mondiale** nella produzione dei telefoni cellulari con una quota

BANCHE, SIM E SGR INTERPELLATE

Alpi Sim - Albertini & Syz SGR - Alpe Adria Gestioni Sim - Antonveneta ABN Amro Bank - Azimut SGR - Banca Agricola Popolare Ragusa - Banca Arditi e Galati - Banca del Gottardo - Banca del Monte di Lucca - Banca di Legnano - Banca Etruria e del Lazio - Banca Ifigest - Banca IMI - Banca Popolare Asolo e Montebelluna - Banca Popolare dell'Emilia Romagna - Banca Popolare Valconca - Banca Sella - BankNord - Bipiemme Sgr - Bnl Gestioni SGR - Borsa Futures - BNP Paribas SGR - CARIGE - Cassa dei Risparmi di Forlì - Cassa di Risparmio di Bolzano - Cassa di Risparmio di La Spezia - Cassa di Risparmio di Ravenna - Cassa Padana - Etra Sim - GDP AS Lissana - GDP Finance Sim - Interbanca - Merrill Lynch I.M. - Remar Sim - Sanpaolo IMI A.M. SGR - Société Générale A.M. - Unipol Banca - UPB Union Bancaire Privée - Veneto Banca - Zenit SGR.

PREVISIONI & STATISTICHE

assumere: gli scenari finanziari. A tal proposito, si potrebbe utilizzare come oggetto degli scenari finanziari le *asset class* fondamentali: il **mercato obbligazionario** (Indice JP Morgan Globale) e **azionario** (Indice MSCI World) **internazionale**. Ciascuno scenario può essere rappresentato da un possibile stato futuro che tenga conto dell'andamento di entrambi (covarianza).

Così si potrebbe caratterizzare ciascuno scenario con una condizione "molto favorevole" (++), "moderatamente favorevole" (+), "moderatamente sfavorevole" (-), "molto sfavorevole" (--). Per sfuggire alla trappola non-quantitativa di questi termini, gli sce-

nari si possono convenzionalmente definire relativamente alle aree delle distribuzioni normali delle performance semestrali ottenute calcolando **tutti i periodi semestrali degli ultimi 120 mesi**, secondo "rolling" di mese in mese. Ciò consente di ricavare le frequenze di accadimento degli scenari finanziari congiunti, che possono essere interpretate anche in termini di probabilità.

Così dall'osservazione della **tabella 1**, è possibile ricavare una interessante analisi storica degli scenari. Ad esempio, è interessante notare come scenari estremi (obbligazionario ++ e azionario --, e viceversa)

non si siano mai riscontrati, mentre la tendenza più probabile è quella che vede gli scenari muoversi nella medesima direzione, a dispetto della credenza che tali mercati varino in senso opposto.

Naturalmente un periodo temporale diverso può portare a considerazioni diverse. Quello che qui si vuole sottolineare è che l'analisi quantitativa delle performance storiche sovente consente di andare oltre i luoghi comuni o le affermazioni che hanno, in diversi contesti, una qualche validità generale.

Con lo stesso procedimento è possibile ricavare le performance medie dei singoli mercati (abbiamo qui considerato

i principali mercati azionari) ottenute all'interno degli scenari considerati.

I dati in **tabella 1** si leggono nel seguente modo: ad esempio, lo scenario finanziario nel quale le *asset class* hanno presentato entrambe una condizione molto sfavorevole (--) ha una probabilità di accadimento dell'1,74%, laddove le performance semestrali medie ottenute sono state del -4,38% per il mercato obbligazionario e -15,47% per il mercato azionario. Nella medesima condizione i mercati geografici hanno performato il -16,19% (USA), il -12,51% (Europa), e così via.

I dati esprimono ciò che è ac-

previsioni più ottimistiche formulate dagli analisti. Grazie ad una forte domanda proveniente dal **settore delle telecomunicazioni** le vendite hanno toccato un nuovo record storico pari a un miliardo di dollari, in rialzo del 76% rispetto ai 618 milioni dell'anno precedente.

ENI (ITALIA)

Gettonatissimo anche il titolo italiano del gruppo petrolifero italiano. Nonostante la crisi internazionale del settore

petrolifero – che ha **duramente penalizzato il titolo** nel 2003 (-10% nei primi 10 mesi) il gruppo Eni continua a camminare sulla strada della crescita degli utili. I dati dei primi nove mesi del 2003 hanno evidenziato un fatturato di 37,8 miliardi di Euro ed un utile netto di circa 4 miliardi, con una crescita del 27% rispetto al corrispondente periodo del 2002. Questi risultati sono stati largamente in linea con le attese degli analisti. Confrontato con i principali *competitors* il titolo del cane a sei zampe resta a sconto e possiede il maggior *dividend yield* del settore (circa il 5%).

VODAFONE (GRAN BRETAGNA)

Al settimo posto in completa solitudine, indicato da 7 esperti su 40, si posiziona il titolo del **più grande operatore al**

mondo nella telefonia mobile. Nel mondo conta oltre 125 milioni di clienti; mentre in Italia è il secondo gestore di *wireless* con 19.980.000 clienti. La direzione del nuovo **Ceo Arun Sarin** non ha deluso le aspettative degli analisti, incrementando la quota di mercato e riducendo il livello d'indebitamento. Nonostante la riduzione delle tariffe i risultati trimestrali evidenziano un buono stato di salute della società grazie ad un aumento dei clienti e a maggior ricavi nei servizi a valore aggiunto (MMS, SMS ed altri). In linea con i risultati della capogruppo sono anche i conti di Vodafone Italia, secondo operatore dopo TIM. Grandi attese per il lancio vero dell'Umto, che avverrà nella seconda metà del 2004 e che dovrebbe portare nuova linfa ai bilanci.

GENERALI (ITALIA)

Torna ad essere inserita nella lista delle azioni preferite il titolo del Leone alato di Trieste. Nei primi nove mesi del 2003 il **primo gruppo assicurativo italiano** è tornato all'utile realizzando ricavi per 737 milioni di Euro contro una perdita di 350 milioni

Domanda 9

QUALI CORPORATE BOND SCEGLIEREBBE E CON CHE PESI?

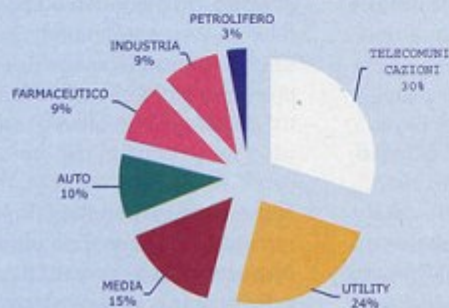


Tabella 1

ROLLING SEMESTRALI su 120 mesi ad ottobre 2003 PERFORMANCE MEDIA EX POST		JP MORGAN GLOBAL	MSCI WORLD	MSCI USA	MSCI EUROPA	MSCI ITALIA	MSCI PACIFICO
SCENARI FINANZIARI ASSET CLASS	Freq/Prob	Perf. %	Perf. %	Perf. %	Perf. %	Perf. %	Perf. %
M. OBBLIGAZIONARIO - M. AZIONARIO - -	1,74%	-4,38	-15,47	-16,19	-12,51	-8,27	-17,94
M. OBBLIGAZIONARIO - M. AZIONARIO -	12,17%	-5,38	-4,45	-5,28	-3,56	4,60	-3,80
M. OBBLIGAZIONARIO - M. AZIONARIO +	2,61%	-4,41	6,85	7,56	9,87	12,05	6,76
M. OBBLIGAZIONARIO - M. AZIONARIO + +	0,00%						
M. OBBLIGAZIONARIO - M. AZIONARIO - -	13,04%	-0,55	-20,89	-21,15	-19,77	-12,22	-20,29
M. OBBLIGAZIONARIO - M. AZIONARIO -	10,43%	-0,20	-3,76	-0,35	-1,95	-6,80	-11,40
M. OBBLIGAZIONARIO - M. AZIONARIO +	10,43%	-0,84	6,89	7,71	7,65	1,19	10,07
M. OBBLIGAZIONARIO - M. AZIONARIO + +	0,87%	-2,70	16,54	16,31	16,15	4,51	18,02
M. OBBLIGAZIONARIO + M. AZIONARIO - -	0,87%	4,33	-19,06	-17,36	-19,94	-24,20	-23,94
M. OBBLIGAZIONARIO + M. AZIONARIO -	12,17%	3,55	-4,30	-1,69	-5,61	-3,38	-8,66
M. OBBLIGAZIONARIO + M. AZIONARIO +	13,04%	4,64	9,06	13,31	12,00	15,78	-3,58
M. OBBLIGAZIONARIO + M. AZIONARIO + +	7,83%	5,37	20,80	22,74	16,62	23,91	21,34
M. OBBLIGAZIONARIO + + M. AZIONARIO - -	0,00%						
M. OBBLIGAZIONARIO + + M. AZIONARIO -	0,87%	8,76	-1,51	6,52	-9,61	-10,72	-11,12
M. OBBLIGAZIONARIO + + M. AZIONARIO +	6,09%	11,80	9,17	16,09	3,27	-1,96	-1,92
M. OBBLIGAZIONARIO + + M. AZIONARIO + +	7,83%	8,87	24,67	30,08	20,99	21,76	15,42

caduto, ma da essi è possibile inferire informazioni probabilistiche oggettive su ciò che potrà accadere. Inoltre il modello può essere agevolmente utilizzato per trattare previsioni soggettive: sarà suffi-

ciente che il gestore, o l'analista, esprima quantitativamente la probabilità di ciascun scenario e le relative performance di periodo per avere la sua "visione" strutturata in forma operativa.

Infatti dall'insieme dei dati è possibile ricavare tutte le informazioni rilevanti, sia per l'analisi del profilo di rischio-rendimento dei singoli mercati che per la individuazione di strategie di investimento otti-

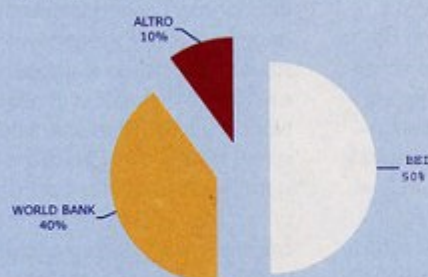
me. Nella **tabella 2** sono rappresentati, per i singoli indici, le performance attese, le relative deviazioni standard, e la stima, con una probabilità del 10%, delle perdite potenziali massime durante l'intero periodo semestrale di previsione.

Nella **tabella 3** invece sono indicate le **correlazioni attese** tra gli indici di mercato analizzati.

L'elaborazione di tali dati da parte dell'algorithm Proxynetica Forecast® può perfino fornire una **rap-presentazione degli andamenti dei mercati, sviluppata sull'intero periodo di previsione**, così come riportato nella **figura 1**.

Domanda 10

QUALI BOND SOVRANAZIONALI E CON CHE PESI?



nello stesso periodo del 2002. Non manca poi l'appeal speculativo visto la probabile integrazione con Alleanza, autentica "perla" del gruppo triestino. Ottime prospettive anche nel settore del risparmio gestito dopo la recente acquisizione di Banca Primavera, ex rete di pf del gruppo Banca Intesa.

STMICROELECTRONICS (ITALIA-FRANCIA)

Continua a mietere successi anche il titolo del **gigante italo-francese dei**

semiconduttori dopo tre anni di flessione. Con 2,7 miliardi di liquidità in cassa STM è pronta ad eventuali acquisizioni.

ENEL (ITALIA)

Molto amato (con 6 voti come Bayer, Mediolanum, Allianz) anche il **colosso energetico italiano guidato da Paolo Scaroni**. Nei primi nove mesi del 2003 ha registrato un fatturato pari a 23,3 miliardi di Euro ed un utile netto di 1,9 miliardi, in crescita del 28,6% rispetto al periodo corrispondente del

semiconduttori.

Nei primi nove mesi del 2003 ha registrato 5,1 miliardi di Euro di fatturato ed un utile netto di 109,4 milioni. Secondo le previsioni del Ceo Pasquale Pistorio il mercato globale dei chip crescerà del 18-20% nel 2004 grazie alla ripresa della domanda dei

2002. Nuova liquidità nelle casse dovrebbe arrivare dalla cessione di Enel Real Estate, oltre che dalla più volte ventilata offerta pubblica del gestore telefonico **Wind**. Gli analisti si attendono quindi la **distribuzione di un corposo dividendo**, in linea con politica finora adottata da Scaroni. Grandi attese anche per la campagna di acquisizioni fuori dall'Italia ed in particolare in Francia (accordo con Edf) in Romania e in Bulgaria. Infine Enel incasserà 160 milioni da Siemens come risarcimento per le presunte tangenti Enelpower.

BAYER (GERMANIA)

Discreto bottino di voti per il titolo del **gruppo farmaceutico tedesco** diretto da Werner Wenning. Gli ultimi risultati trimestrali hanno evidenziato una perdita di 123 milioni di Euro contro un utile di 656 milioni realizzato nello stesso periodo dell'anno precedente.

Nonostante questi ultimi risultati negativi i gestori lo ritengono un **ottima opportunità di acquisto** grazie al **nuovo piano di ristrutturazione** che prevede tagli di personale per

PREVISIONI & STATISTICHE

Gli andamenti descrivono l'evoluzione semestrale tipica (o attesa) del singolo indice in re-

lazione all'insieme degli andamenti degli altri indici. Nel caso i dati della **tabella 1** fos-

sero inseriti da un gestore o da un analista, gli andamenti esprimerebbero analiticamen-

te la previsione soggettiva circa l'evoluzione dei singoli mercati. Con questa mole di informazione è relativamente semplice calcolare la frontiera efficiente *ex ante* del prossimo semestre, al fine di ricavare le migliori strategie di investimento. Infatti dall'analisi della **figura 2** è possibile isolare **due strategie polari ottime** che consentono di aumentare l'efficienza degli investimenti incrementando il rendimento a circa pari rischio del JP Morgan Globale e riducendo il rischio a parità di rendimento dell'MSCI USA.

Le strategie di investimento individuate possono così essere rappresentate con un dia-

Tabella 2

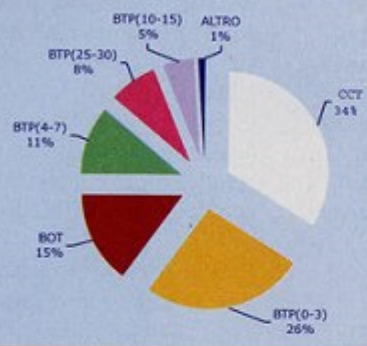
PROFILO RISCHIO-RENDIMENTO ATTESO	JPM GLOBALE	MSCI WORLD	MSCI USA	MSCI EUROPA	MSCI ITALIA	MSCI PACIFICO
PERFORMANCE SEMESTRALE (%)	1,93	1,71	3,97	1,53	2,74	-2,29
DEVIATIONE STANDARD (%)	4,78	13,17	14,63	12,16	12,88	12,46
STIMA PERDITA % NEL CONTINUO (10% prob.)	-16,27	-42,17	-43,39	-39,68	-42,26	-41,36

Tabella 3

CORRELAZIONI ATTESE	JP MORGAN GLOBAL	MSCI USA	MSCI EUROPA	MSCI ITALIA	MSCI PACIFICO	MSCI WORLD
JP MORGAN GLOBAL	1,00	0,65	0,46	0,36	0,31	0,57
MSCI USA	0,65	1,00	0,96	0,87	0,86	0,99
MSCI EUROPA	0,46	0,96	1,00	0,92	0,89	0,98
MSCI ITALIA	0,36	0,87	0,92	1,00	0,83	0,90
MSCI PACIFICO	0,31	0,25	0,89	0,83	1,00	0,91
MSCI WORLD	0,57	0,99	0,98	0,90	0,91	1,00

Domanda 11

QUALI TITOLI DI STATO ITALIANI CONSIGLIA?



10.000 unità e dismissioni delle attività lontane dal core business. In particolare Bayer si concentrerà sul settore farmaceutico e agrochimico, scindendo le attività chimiche che verranno quotate in borsa oppure vendute entro il 2005.

MEDIOLANUM (ITALIA)

Raccoglie sei preferenze anche il gruppo bancario assicurativo guidato da Ennio Doris. Nonostante il periodo negativo per il risparmio gestito, ha chiuso i primi nove mesi dell'anno

troviamo titoli come Allianz, General Electric, Alleanza, AXA, Siemens, Pfizer, Sony, Bnp-Paribas e Citigroup sui quali si concentrano diversi giudizi positivi dei money manager.

ASSET ALLOCATION PORTAFOGLIO OBBLIGAZIONARIO

La prudenza è d'obbligo anche quando si parla di bond sia che siano governativi, corporate, o sovrnazionali. Il panel interpellato sug-

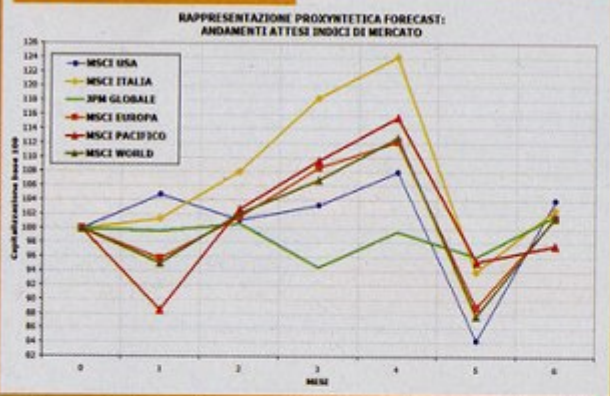
gerisce di **parcheggiare il 50% del proprio portafoglio obbligazionario in corporate bond, il 37% in bond governativi ed un esiguo 8% in bond sovrnazionali**. In tutti e tre i settori bisogna **fare molta attenzione al rating assegnato** che ne descrive il grado di affidabilità. Dopo le drammatiche esperienze delle obbligazioni Cirio e dei bond argentini, l'ABI con l'iniziativa Patti Chiari ha codificato 1.000 e più bond che offrono garanzie di sicurezza ma, ma che purtroppo non danno rendimenti superiori al 3% lordo. D'altronde i rendimenti dei bond sono strettamente legati ai tassi di riferimento imposti dalle banche centrali e quindi sono attualmente molto bassi.

Dando infine uno sguardo alla classifica dopo le magnifiche dodici

BOND GOVERNATIVI

Sul fronte delle emissioni governative, l'allocation del portafoglio proposta dai gestori intervistati privilegia i **titoli di stato italiani**, a cui assegnano un peso pari al 36%. Ai titoli del tesoro statunitensi è bene riservare un buon 19% del portafoglio; mentre a quelli tedeschi e francesi un 15% a

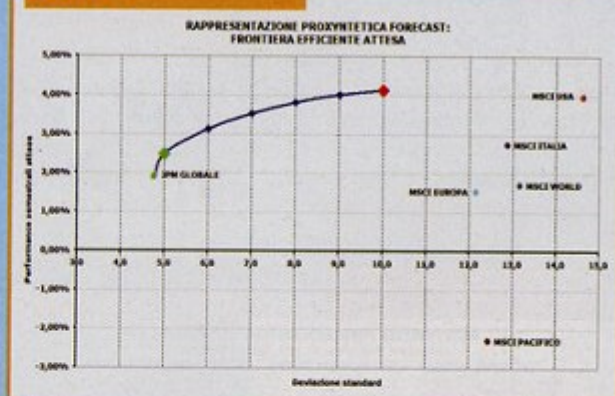
Figura 1



gramma, nelle figure 3 e 4, che ne tratteggia l'evoluzione nel tempo, in funzione delle probabilità di acquisizione del risultato riportato. Oltre a ciò è possibile anche descrivere l'andamento puntuale atteso dei rispettivi benchmark e ciò consente di incrementare l'effica-

cia del sistema di controllo dell'investimento. Naturalmente le indicazioni ed i dati presentati non costituiscono in alcun modo garanzia per i risultati futuri. Le analisi e le elaborazioni effettuate sono da noi ritenute attendibili, ma comunque non

Figura 2



è possibile garantire, in maniera assoluta, la loro completezza ed accuratezza. Tuttavia vogliamo evidenziare che il procedimento, nella esemplificazione applicato a dati ex post, consente di formalizzare previsioni soggettive per individuare razionalmente alter-

native d'investimento, nella piena consapevolezza del grado di rischio di previsione. Naturalmente la profittabilità delle scelte dipende dalla correttezza delle ipotesi, laddove il modello può consentire il controllo della loro adeguatezza all'evoluzione effetti-

testa. E' sufficiente parcheggiare un 5% del portafoglio in bond giapponesi.

CORPORATE BOND

Se analizziamo il portafoglio delle obbligazioni societarie scelte in base ad una logica settoriale gli intervistati consigliano di riservare ai **bond delle telecomunicazioni un buon 30% del portafoglio ed a quelli del settore utility un altro 24%**.

Mentre ai settori dei media, delle auto

e degli industriali assegnano rispettivamente pesi pari a 15%, 10% e 9%.

BOND SOVRANAZIONALI

Riguardo ai bond sovrnazionali i preferiti restano quelli emessi dalla **Banca Europea degli Investimenti**, per esattamente metà del portafoglio. Ai prestiti obbligazionari emessi dalla **Banca Mondiale**, invece è meglio – secondo i gestori interpellati – riservare un 40% del portafoglio.

Gli esperti consigliano di parcheggiare un 26% del portafoglio sui Btp con scadenza da 0 a 3 anni ed un 15% sui Bot. Pesi minori sono stati invece riservati ai Btp con scadenze più lunghe come buoni trentennali.

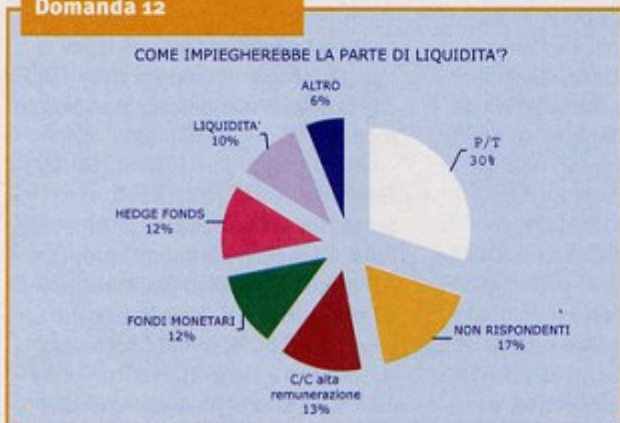
LIQUIDITÀ

Analizziamo ora i consigli dei gestori su come impiegare la parte restante del portafoglio (pari al 21%) riservata alla liquidità.

Ebbene il 30% del *panel* suggerisce di posizionarsi sui **conti pronto termine**; mentre il 13% punta sui **conti correnti ad alta remunerazione**: ad esempio il Conto Arancio di ING Direct (i cui punti di debolezza sono però evidenziati nell'articolo a pag. 48) o prodotti simili costruiti ad esempi da Banca Mediolanum e altri istituti di credito. Il 12% suggerisce invece di destinare la parte *cash* del portafoglio in fondi "hedge". Alcuni gestori preferiscono parcheggiare la liquidità in fondi monetari oppure in Bot.

di Marco Mazzoni
mazzoni@magstat.it

Domanda 12



TITOLI DI STATO ITALIANI

Nella ripartizione del portafoglio dei titoli di stato italiani il peso maggiore, 34%, viene assegnato ai Cct.

Tra i titoli di stato a reddito fisso sono le scadenze brevi a fare la parte del leone.

PREVISIONI & STATISTICHE

va dei mercati e l'approntamento tempestivo di correttivi opportuni. Così il modello a supporto delle attività previsionali diventa un importante ausilio alle funzioni di "risk management", per un monitoraggio rigoroso del rischio specifico delle

attività gestionali, in funzione preventiva e correttiva. Crediamo che ciò sia essenzialmente il valore di questi strumenti. Così come ha affermato, in una recente intervista, il premio Nobel 2003 dell'economia, lo statunitense **Robert Engle** «...

si dovrebbe parlare solo di rischi... perché si possono stimare molto meglio dei rendimenti».

di Claudio Grossi
e Gaetano Megale *Progetica*

Figura 3

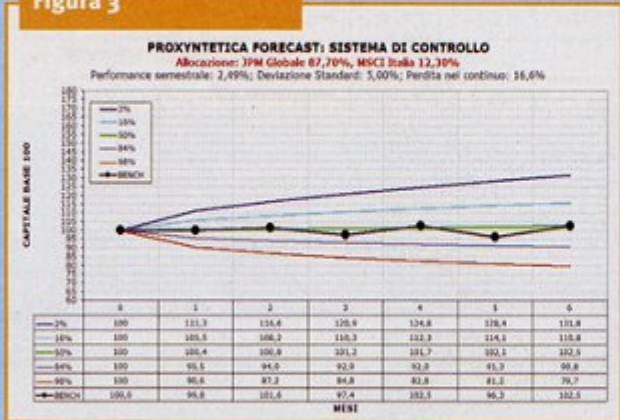


Figura 4

