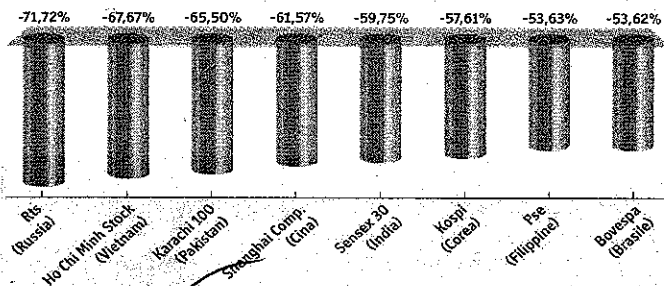


COPERTINA



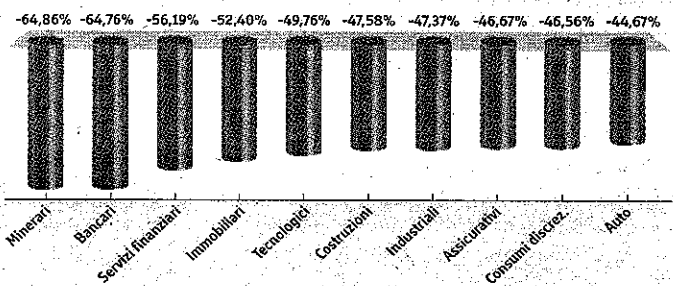
Le peggiori Borse del 2008

Performance in euro - Elaborazioni B&F su dati Bloomberg



I settori del Dj Stoxx che hanno perso di più nel 2008

Elaborazioni B&F su dati Bloomberg



«Il New Deal passerà dalle reti»

Gian Maria Gros-Pietro: «La Borsa ha subito un infarto, ma non è scomparsa la domanda degli istituzionali». «Le infrastrutture, fisiche e virtuali, sono decisive per il futuro, che dev'essere verde»

UGO BERTONE

La finanza ha subito un infarto, nell'infuato 2008. Ma non è morta. E adesso? «Ora si può ripartire. Ma con canali e prospettive nuove. Sarebbe un grave errore pensare che, passata la bufera, si possa tornare indietro. No, non è finita la finanza. E la Borsa si riprenderà. Ma la vera sfida del 2009 è offrire prodotti convincenti per le Vedove Scozzesi o i dipendenti pubblici della California che ogni mese, anche in tempi di crisi, versano i soldi della pensione a Calpers. Prima i gestori si rivolgevano al supermarket dei fondi dei fondi o ad altri prodotti sofisticati. Oggi non sanno che fare». La pensa così Gian Maria Gros-Pietro, economista industriale, presidente di Atlantia, un passato ai vertici dell'Eni e della «creatura» scaturita dalla grande crisi del '29, l'Iri. Ottimista per natura, prudente per scelta. Gli investimenti nelle reti e nelle infrastrutture, fisiche e virtuali, ma anche nelle tecnologie verdi daranno buoni frutti nel tempo. Ma ci vorrà tempo e pazienza: i ponti tra domanda e offerta, anche nel mondo della finanza, non si costruiscono nel giro

di giorni o di mesi.

Ha senso riflettere su quanto accadde nel '29. Oppure il parallelo è solo suggestivo?

Penso che sia più che sensato riflettere su quanto accadde. Innanzitutto perché nel '33 decollò il New Deal, cioè una grande risposta politica degna di un leader capace di interrogare la gente. Gli americani volevano lavorare, il New Deal si impegnò a creare lavoro. Fu una politica giusta? Basti dire che tre anni dopo, nel 1936, uscì il trattato fondamentale di John Maynard Keynes. Cioè prima venne l'azione politica, poi la teoria. Infine, nel '44 ci fu Bretton Woods.

Nel mezzo ci fu una guerra...

Fino a che punto il conflitto fu la conseguenza inevitabile degli squilibri economici? Non so rispondere. Francamente non credo che ci sia un rapporto di causa/effetto, ma è certo che quando s'incepirono i meccanismi del mercato è più facile che si affermino regimi eterodossi e autoritari, più inclini alla guerra.

È il precedente che spaventa di più visti i risultati del 2008. Tra



«Ci vuole buona finanza in grado da fare da ponte tra le famiglie e gli imprenditori»

l'altro, dopo la crisi del '29/32, ci fu un significativo rimbalzo, poi rientrò nel '37. Ma la Borsa tornò di moda solo negli anni Sessanta...

Vero. Ma mi auguro che il fenomeno non si ripeta. La Borsa, oggi, ha un ruolo decisivo per riavviare un ciclo virtuoso. La finanza non è il diavolo. E sarebbe un grosso errore liquidare l'innovazione sviluppata in questi anni grazie alla tecnologia. Ma ci vuole una riflessione profonda.

In che senso?

La crisi è frutto, tra l'altro, di inefficienze nelle regole e nei controlli. Ogni giorno emergono abusi stupefacenti. Detto questo, non dimentichiamo che la liquidità è abbondante e il credito facile, additati come i responsabili della crisi, hanno alimentato un'età d'oro di cui hanno approfittato tutti, americani, ma anche l'Asia e l'Europa.

Ma oggi paghiamo il conto. Italia compresa, economia votata all'export. L'alternativa sono gli investimenti nelle infrastrutture. E

lei, professore, non può che essere d'accordo...

Le rispondo così: la miglior crescita possibile passa per gli investimenti interni. Ma l'Italia può permettersi solo se disporrà di un volume di consumi compatibile con la produttività media della popolazione. Un principio che, in parole povere, potremmo tradurre così: ogni italiano non può mangiare di più di quanto non riesca a coltivare in un anno.

Così moriamo di fame.

Già: l'Italia, da sempre, prospera solo se ha ragioni di scambio vantaggiose con altre aree. Cosa che spesso ci riesce, dato il patrimonio di cultura, storia, qualità e reputazione. Ma che richiede uno sforzo costante.

E le infrastrutture servono.

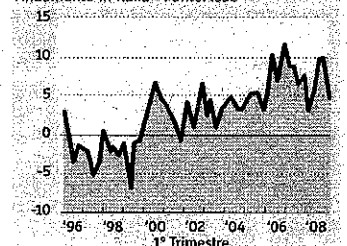
Eccome. Parliamo di strade, porti ma anche di reti virtuali. O si accresce la competitività accorciando tempi e costi o si mangerà di meno. Ma qui torniamo al punto iniziale: ci vuole buona finanza, in grado di far da ponte tra le famiglie che, ai tempi della crisi, sono portate a risparmiare di più e gli imprenditori che hanno un orizzonte di 30 anni per i loro investimenti.

La Borsa, così volatile, non sembra il canale adatto.

Il mercato esce da uno shock gravissimo. Diciamo che è infatuato. Merita aiutare la ripresa dando vita a canali alternativi. Fuor di metafora, si deve colmare il gap tra una domanda che esiste, perché i fon-

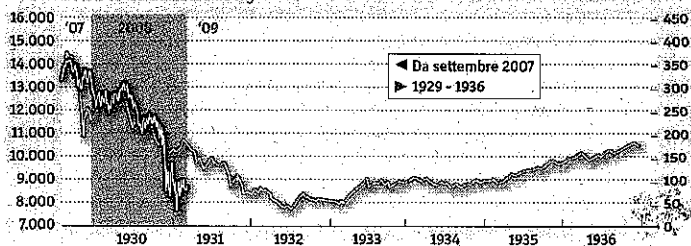
Prezzi export vs interni

Andamento in Italia - Fonte: Istat



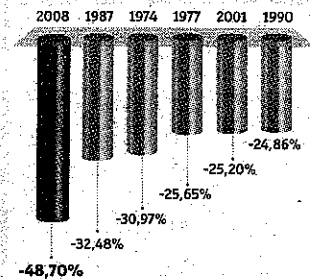
Il Dow Jones Industrial dal 1929 al 1936 e dal 2007

Elaborazioni B&F su dati Bloomberg



Gli anni più cupi del Comit

Elaborazioni B&F su dati Bloomberg



di pensione non sono scomparsi, e un'offerta reale. Certo, come scriveva Keynes, in certi momenti si deve pagare la gente per scavare e poi ricoprire le buche. Ma non è il caso nostro: i buchi veri da noi non mancano.

Torniamo al '33. Molte iniziative di Obama ricordano il piglio di Franklin D. Roosevelt. Quale potrebbe essere la mossa giusta per il neo presidente?

Ci vuole ottimismo. Io sono ottimista perché nel mondo c'è almeno un miliardo di persone che chiede di lavorare di più per poter mangiare di più. In Asia, ma anche in Africa, la crisi non ha certo fatto sparire popolazioni che ci chiedono le tecnologie necessarie per aumentare il loro pote-

«Il parallelo con gli anni Trenta è utile Allora Roosevelt anticipò il trattato di Keynes. Ora Obama deve saper combinare sviluppo e ambiente»

re di acquisto.

Il che provoca grossi problemi, non trova?

Sarà inevitabile un grosso shock: acqua, petrolio, cibo, le altre materie prime. Ecco quattro aree a rischio per il pianeta. In una parola, siamo di fronte a un'emergenza ambientale che va assai al di là della crisi finanziaria, ma che va affrontata adesso.

La risposta alla crisi, insomma, passa per l'ambiente. È così?

La riflessione sul New Deal ci ha portato qui. Si tratta di dare risposte che coinvolgono miliardi di persone. E che non possono prescindere dalla tecnologia che, ne sono più che convinto, ha in sé le soluzioni innovative giuste. Ed è su questo terreno che la finanza troverà il suo riscatto dopo un anno di crisi.

Purché ci sia la cornice politica adatta.

Certo, la questione ambientale è la il banco di prova per il nuovo presidente. E su questo sono ottimista.

I Cani inseguiti dalla crisi Parmalat la scommessa '09

I portafogli costruiti con le tecniche di O'Higgins chiudono l'anno in negativo. Non era mai successo dal 2003. Snam e Terna fuori dalla selezione

MASSIMILIANO MALANDRA

Nemmeno i «cani del Mib», i celebri portafogli costruiti seguendo i dettami del celebre gestore statunitense Michael O'Higgins, hanno resistito alla tempesta finanziaria che ha devastato i listini azionari nel corso del 2008. Tutti e quattro hanno chiuso infatti in negativo, con la pur magra consolazione che i risultati, anche grazie al dividendo staccato, sono stati comunque migliori rispetto all'indice S&P/Mib che in un anno ha più che dimezzato il proprio valore. Il portafoglio che ha subito meno i morsi della crisi è stato il cosiddetto Ppp, composto da un unico titolo, vale a dire Terna, con un -10,6 per cento. Mentre in profondo rosso sono risultati gli altri tre proposti: il più classico, denominato high yield è sceso del 36%, il low price del 32%, infine il low book value - che dei quattro è stato il peggiore - è sceso del 46 per cento. Performance decisamente negative, ma è anche vero che è la prima volta dal 2003 (vedere tabella in alto in pagina) che tutti i quattro terminano l'anno in negativo.

Le ultime sedute, oltre che per un consuntivo dell'anno, comunque, forniscono anche i numeri necessari per la costruzione dei nuovi portafogli. Il metodo rimane il medesimo: la teoria di O'Higgins cerca infatti di conciliare un approccio fondamentale con un metodo statistico. Un modo di operare che destò sensazione quando fu resa pubblica per la prima volta nel libro «Beating the Dow» nel 1990. Quella messa a punto dall'americano è, nella pratica, una classica *buy and hold strategy*, condotta su base annuale. La selezione avviene sui titoli dell'S&P/Mib (il Dow Jones Industrial nel caso statunitense), in modo da minimizzare il rischio di incappare in aziende che dovrebbero essere solide (anche se di questi tempi il condizionale è sempre d'obbligo...). Delle 40 azioni dell'indice italiano vengono così utilizzati i prezzi di chiusura nell'ultima seduta dell'anno e il dividendo erogato nel periodo, ricavandone quindi il rendimento - lo yield - dato dal rapporto fra cedola e prezzo del titolo. Ordinando per yield decrescente, vengono scelti i 10 titoli che presentano il rendimento più elevato. Questo portafoglio è in genere il più conservativo,

Sei anni di «Cani del Mib»

Elaborazioni B&F su dati Bloomberg

PORTAFOGLIO	2003	2004	2005	2006	2007	2008
High yield	26,3	20,1	23,1	16,4	-4,8	-36,2
Low price	32,8	18,2	21,6	16,4	4,6	-32,2
Ppp	91,9	33,3	26,5	28,9	12,2	-10,6
Low book value	38,2	21,0	26,4	36,5	-10,4	-46,2
S&P/Mib	11,8	16,9	16,1	15,8	-7,9	-50,6

Portafoglio «high yield»...

I primi 5 sono del «low price», il 2° «Ppp»

	QUOT. 29-12	DIVID.	DIV. YIELD IN %
Unipol	1,11	0,100	9,00
Parmalat	1,21	0,159	13,17
Mondadori	3,49	0,350	10,04
Mediaset	4,04	0,430	10,66
Enel	4,44	0,490	11,04
Fiat	4,60	0,400	8,70
Alleanza Ass.	5,78	0,500	8,66
Mediobanca	7,24	0,650	8,98
Ubi Banca	10,46	0,950	9,08
Eni	16,52	1,300	7,87

oltre che quello più diversificato: un alto numero di titoli porta infatti a una minore vulnerabilità dell'asset in presenza di perdite da parte di uno o più titoli. Senza contare che, almeno in Italia, il dividendo consente una extra-performance non indifferente. Dato che il sistema tende a escludere le aziende che non erogano dividendi, e quindi in particolare le growth stock, la filosofia alla base di questa prima selezione di titoli si basa su una certa stabilità nella distribuzione degli utili da parte delle blue chip. Un elevato yield, in realtà, di questi tempi appare la norma; inoltre per parecchi titoli (in particolare i finanziari) è stato preso in considerazione non l'ultimo dividendo ma quello stimato negli studi più recenti o già anticipato dagli amministratori, come per esempio il taglio della cedola in contanti per gli azionisti Unicredit e Intesa Sanpaolo. Una novità di questo paniere è la fuoriuscita delle due utility italiane per eccellenza, Snam Rete Gas e Terna: la loro resilienza ha consentito di contenere le perdite nel 2008, un fatto positivo per gli investitori ma che ha di fatto mantenuto i rendimenti dei dividendi nella norma, rendendoli di conseguenza meno appetibili ri-



MICHAEL O'HIGGINS
gestore

... e «Low book value»

Fonte: Bloomberg

	PRE/PATR. NETTO	DIVID.	DIV. YIELD IN %
Banco Popolare	0,30	0,300	5,99
Unicredit	0,40	0,000	0,00
Fiat	0,51	0,400	8,70
B. Pop. di Milano	0,53	0,400	9,49
Pirelli & C.	0,54	0,016	6,08
Ubi Banca	0,58	0,950	9,08
Fondiaria Sai	0,59	0,650	4,99
Intesa Sanpaolo	0,63	0,000	0,00
StM	0,67	0,245	5,26
Unipol	0,69	0,100	9,00

spetto ad altri in cui la caduta dei prezzi ha spinto all'insù i rendimenti. Il secondo passaggio consiste invece nell'ordinare i dieci titoli prima individuati per quotazione crescente e scegliere i primi cinque. Questo perché una variazione in termini assoluti nel prezzo ha chiaramente un impatto più elevato se il prezzo è inferiore. Il portafoglio così individuato risulta più speculativo rispetto al precedente, anche perché i titoli presentati sono la metà. Costruire il terzo portafoglio (che viene indicato come Ppp, acronimo di *peultimate profit prospect*) consiste in realtà nella semplice scelta di un titolo, il secondo fra i cinque precedenti: dopo due anni di Terna, quest'anno è così la volta di Parmalat. L'ultimo portafoglio, detto low book value, consiste nel selezionare i 10 titoli che presentano il più basso rapporto fra prezzo e patrimonio netto. Questo perché un ratio price su book vicino al più possibile basso significa pagare la società poco più del suo valore patrimoniale, con un premio minimo a redditività o prospettive future. Trattandosi però in genere di aziende redditizie e con probabilità di fallimento praticamente nulle, questa ultima metodologia di stock picking riesce spesso a individuare quindi aziende sottovalutate. Le tabelle in pagina mostrano i titoli che compongono i nuovi portafogli.