

IL GESTORE DELLA SETTIMANA | Ana Cukic Armstrong | Clerical Medical

«La Cina spingerà Tiffany»

La domanda della nuova classe agiata e l'aumento dei consumi agevolano il titolo

di Isabella Della Valle

Le incognite dei mercati sono tante e spesso imprevedibili ed è sempre più difficile per gli investitori riuscire a interpretarne l'andamento. Voi come vi state muovendo?

Ci attendiamo un brusco rallentamento della capacità produttiva in Giappone che, nel lungo termine, potrebbe innescare politiche di *quantitative easing* piuttosto aggressive. È altresì probabile una monetizzazione del debito pubblico. Siamo *short* sullo yen rispetto alle altre valute asiatiche che possono contare su una più forte crescita economica, tassi di interesse più elevati e surplus di bilancio superiori. I disordini in Medio Oriente e Nord Africa sono un fattore che i mercati dovranno considerare per un certo numero di anni. Sul prezzo del petrolio, la nostra previsione è che nell'immediato futuro rimarrà elevato.

Giappone e Medio Oriente, quindi, sono i due fattori sui quali continuano a rimanere puntati i riflettori mondiali. E per il resto com'è lo scenario?

Crediamo ancora nella ripresa globale tuttavia le divergenze si acuiranno sempre più. La rapida crescita di alcuni paesi in via di sviluppo sarà sostenuta dalle politiche accomodanti dei paesi occidentali. Molti stati asiatici sono più o meno ufficialmente legati al dollaro americano, il cui corso è però frenato dall'alto tasso di disoccupazione e di debito pubblico. Questi indicatori spingono verso una politica monetaria accomodante nonostante l'alta crescita e l'inflazione in Asia. In Europa, la Germania si difende molto bene sulla produzione, ma potrebbe scontare la politica dei tassi di interesse che riflette la profonda recessione dei paesi del Sud Europa e che ha contribuito a creare differenti livelli di crescita. Nel medio periodo l'Occidente sarà soffocato dal suo stesso debito, incapace di crescere o di trovare una via di uscita. Il ricorso alle scorte (dove il ciclo ha già raggiunto il suo apice) e la politica fiscale contribuiranno a mantenere la crescita reale attesa del Pil in Occidente più debole. I governi arriveranno alla conclusione che la monetizzazione dei loro schiacciati debiti sia la strada più percorribile, piuttosto che farli crescere cercando improbabili vie di uscita. Stampare moneta significa mettere i semi dell'inflazione con problema ben più gravi nella seconda metà del decennio. Anche perché i mercati emergenti si trovano già in cicli inflattivi e continueranno a esportare inflazione verso le economie sviluppate.

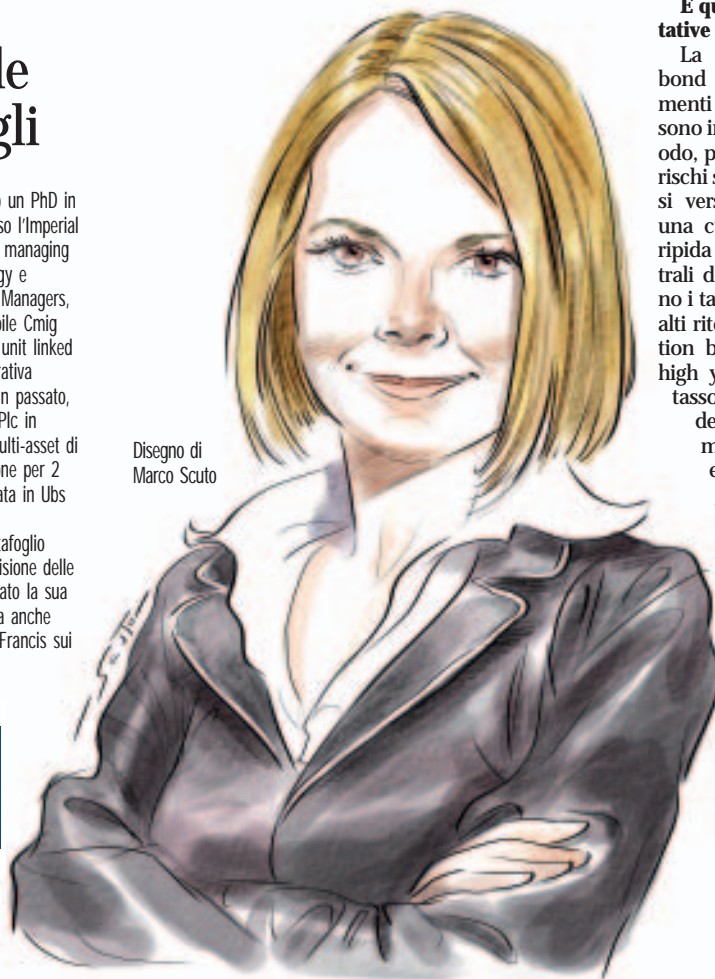
Insomma, la prospettiva non è delle migliori. In tutto questo, quali sono i settori che

Chi è

Responsabile dei portafogli

■ Ana Cukic Armstrong ha conseguito un PhD in Economia Quantitativa e un Mba presso l'Imperial College di Londra. Attualmente è joint managing partner e responsabile portfolio strategy e construction in Armstrong Investment Managers, la società che gestisce il fondo flessibile Cmig Multi-Assets Global legato alle polizze unit linked di Clerical Medical, compagnia assicurativa britannica del Lloyds Banking Group. In passato, Ana ha lavorato per sei anni in Hbos Plc in qualità di co-responsabile del team multi-asset di Insight Investment, con attivi in gestione per 2 miliardi di dollari. In precedenza, è stata in Ubs Wealth Management come direttore e responsabile della costruzione del portafoglio gestendo 6 miliardi di dollari nella divisione delle gestioni patrimoniali. Ana, che ha iniziato la sua carriera come analista in Coutts, vanta anche un'esperienza come trader in Fischer Francis sui titoli a reddito fisso e sui futures.

Disegno di Marco Scuto



state sovrappesando e quali invece, quelli dai quali vi state allontanando?

Il settore beni di consumo in Asia e nei mercati emergenti beneficerà delle politiche monetarie accomodanti dell'occidente. Le società dei beni di lusso di alta gamma, ma anche quelle del settore alimentare, continueranno a mostrare una crescita vigorosa, dato che la Cina deve stimolare i consumi interni per migliorare la bilancia commerciale. Il divario tra dividendi e

rendimenti delle obbligazioni è sempre elevato e ci attendiamo un travaso dall'obbligazionario a titoli azionari ad alto rendimento. Il settore farmaceutico europeo, il settore idrico, le utility e le telecom dei paesi occidentali sono i settori ad alto rendimento che privilegiamo. Siamo inoltre attratti dalla stabilità dei profitti e dagli elevati utili registrati dal settore delle infrastrutture.

Che visione avete sul fronte valutario?

Le valute asiatiche, che possono contare su politiche fiscali più favorevoli, conti correnti più floridi, crescita economica, livelli occupazionali più alti ed elevate riserve in dollari, continueranno ad apprezzarsi nei confronti del dollaro. Gli squilibri mondiali che si sono creati nel corso di questi ultimi due decenni potranno trovare una via di uscita solo attraverso un aumento del potere d'acquisto dei paesi asiatici con alti tassi di risparmio.

E quali sono le vostre aspettative sull'obbligazionario?

La spettacolare corsa dei bond sovrani è finita. I rendimenti reali dei titoli governativi sono inesistenti. Nel lungo periodo, pressioni inflazionistiche e rischi sovrani spingeranno i tassi verso l'alto. Ci attendiamo una curva dei rendimenti più ripida dato che le banche centrali dell'Occidente manterranno i tassi interbancari bassi. Più alti ritorni verranno dalle duration brevi sui corporate bond high yield statunitensi dove il tasso di default medio è stato del 4,6% dal 1985. Negli ultimi anni è stato pari al 2,5% e ci aspettiamo che rimanga basso vista l'abbondante liquidità.

Come si muoveranno Fed e Bce?

La Fed e la Bce stanno affrontando le medesime difficoltà su inflazione e occupazione, ma con approcci diametralmente opposti. Nel 2011 la Fed eviterà qualsiasi aumento dei tassi, mentre la Bce potrebbe già aumentarli nel corso di questo mese. Non tanto però quanto si attende il mercato perché si avrebbe una situazione davvero al limite per i paesi periferici che cercano di incre-

mentare la produttività. Se i tassi aumentano e l'euro cresce, sarà davvero dura risolvere l'attuale situazione del debito e probabilmente la Bce dovrà considerare l'inflazione tedesca come un male minore rispetto a possibili default.

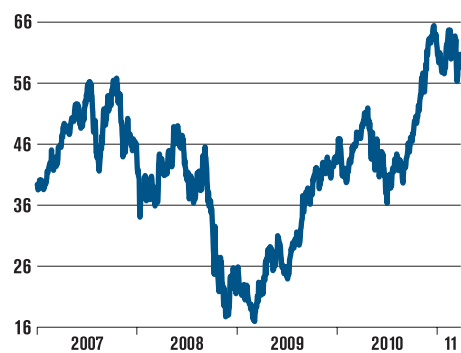
Mi riassume la vostra strategia di investimento?

La nostra asset allocation e la selezione dei titoli si basano su un modello di valutazione quantitativa di asset class, regioni e settori. I nostri fondi hanno come obiettivo quello di generare rendimenti superiori all'inflazione e crediamo che il modo più affidabile per raggiungere questo target sia un portafoglio diversificato che preveda sia asset class tradizionali, sia alternative. Riguardo all'asset allocation, utilizziamo anche un approccio tematico. Per esempio, un tema molto attuale è quello dell'urbanizzazione di massa in Cina e in altri mercati emergenti. Questo fenomeno ha portato a una domanda crescente di infrastrutture, di commodity agricole e di accesso all'acqua corrente. Nei nostri portafogli abbiamo azioni, materie prime e obbligazioni che beneficeranno da questi trend.

Quali sono le società che vi interessano di più?

Le società che nel nostro modello registrano buoni ritorni sono quelle in grado di generare liquidità, di distribuire dividendi sopra la media e i cui utili e dividendi crescono in eccesso rispetto all'inflazione. Di norma non ci interessano società costose, con flussi di cassa negativi e con i fondamentali in cattiva salute. Titoli quali **Tiffany**, **Lvmh**, **Coca-Cola** e **Brasil Foods** trarranno benefici sulla spinta dell'aumento dei consumi delle nuove classi agiate cinesi.

Tiffany



■ Tiffany ha fallito tra dicembre e febbraio l'attacco alla resistenza orizzontale in area 65,50, disegnando un potenziale doppio massimo che potrebbe interrompere bruscamente il trend rialzista scaturito dai minimi dello scorso anno. La reazione vista nelle ultime settimane dai bottom a quota 54,58 ha scongiurato tale evoluzione ma il rischio di nuove ricadute resta elevato. Conferme in chiusura di ottava sotto 57 dollari spianerebbero la strada a un primo test a quota 52 e all'affondo in area 47/48 dove è posizionato il 38,2% di ritracciamento (Fibonacci) del rialzo degli ultimi due anni, riferimento strategico nello scenario di lungo periodo. Segnali di forza credibili verranno invece prodotti con il superamento di area 66, preludio al proseguimento della corsa verso nuovi record a 74 dollari. A cura di Financial Trend Analysis

I «comparables»

■ Tiffany & Co ha di recente comunicato i risultati 2011 dai quali emerge una forte crescita sia delle vendite, aumentate del 14% a 3,1 miliardi di dollari sia dell'utile netto delle attività continuative, salito del 39% a 368,4 milioni di dollari. Ai prezzi attuali, e sulla base degli utili attesi a fine 2011 e 2012, il gruppo è trattato a sconto rispetto alla media dei principali competitor, pari rispettivamente a 19,69 e 17,34 volte, tra i quali emerge Hermès che presenta multipli di mercato particolarmente elevati. Analogo il discorso a livello di P/Sales, la cui media è pari a 3,18 volte rispetto alle 2,25 volte di Tiffany. Il consensus di mercato è positivo per il comparto del lusso, a eccezione della parigina Hermès.

Società	Capitalizz. 29/03/11	Eps 2011	P/E 2011	P/E 2012	P/Sales 2011	Consensus di mercato
Tiffany & Co. (*)	7.743	3,34	18,19	16,01	2,25	Sovrappesare
Hermès (**)	16.332	4,61	33,54	29,92	6,19	Vendere
LVMH(**)	53.982	6,11	18,05	15,82	2,43	Sovrappesare
PPR Sa(*)	13.685	8,42	12,81	11,24	0,89	Sovrappesare
Richemont (***) (^)	29.887	3,07	16,97	14,71	3,14	Sovrappesare
The Swatch Group (**)	21.745	23,59	17,06	15,03	3,27	Sovrappesare

(*) Milioni di dollari Usa e chiusura esercizio in gennaio (** Milioni di euro; (***) Milioni di franchi svizzeri; (^) chiusura esercizio in marzo; (Eps) = utile per azione; (P/E) = rapporto prezzo su utile; (P/Sales) = rapporto prezzo su ricavi. Fonte: elab. Amf su dati Infinnacials

DIETRO I NUMERI



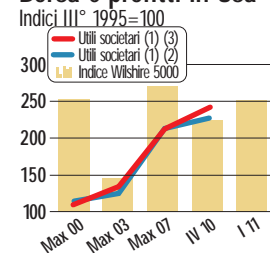
di Fabrizio Galimberti

Parallelo tra Borsa e profitti

Pochi giorni fa, con i dati finali sul Pil dell'ultimo trimestre 2010, il Department of Commerce americano ha rilasciato anche la prima stima dei profitti delle società Usa: un dato molto atteso per il confronto con gli indici di Borsa. Le quotazioni azionarie, come si sa, non sono altro che una rappresentazione sintetica del valore attualizzato dei profitti futuri, e, in mancanza della pala di cristallo, i profitti presenti sono usati come "variabile per procura" di quelli a venire. In effetti, nei passati episodi di bolle azionarie, si è sempre notata una discrasia fra l'andamento dei profitti e l'andamento dei valori di Borsa. Discrasia che si è puntualmente ridimensionata quando la bolla si è sgonfiata. Segno che bisogna tener d'occhio questa correlazione per esser sicuri che gli indici non hanno preso il volo per il territorio dei sogni (che poi diventano incubi).

Nel grafico i profitti (quelli rilevati dalla contabilità nazionale, che correggono i dati dei bilanci ufficiali calcolando ammortamenti e scor-

Borsa e profitti in Usa



(1) Cont. naz. ammort. e scorte al costo di sostituzione, (2) al netto delle imposte, (3) prima dell'imposta. Fonte: elab. del Sole-24 Ore su dati U.S. D. of C. e Reuters

te al costo di sostituzione e non al costo storico) vengono messi a confronto con l'indice più comprensivo dei listini americani, il Wilshire 5000. Questo indice ovviamente copre solo le società quotate, mentre le stime di contabilità nazionale si riferiscono all'intero universo societario, ma l'accostamento è egualmente significativo. Come si vede, sia nel 2000 (bolla internet e dintorni), sia nel 2007 (prima della crisi) le quotazioni di Borsa erano anomale, nettamente più basse rispetto all'andamento dei profitti (in ambedue i casi i numeri indici, dei profitti e dei listini, partono dal 1995, dando quindi tempo agli effetti del ciclo di diluizione). E oggi?

I dati del quarto trimestre del 2010 mostrano un buon parallelismo fra Borsa e profitti. Le quotazioni, insomma, sono in linea con l'ottimo andamento degli utili societari, sia prima, sia dopo l'imposta. E la recente impennata degli indici nel trimestre appena chiuso appare giustificata dal buon andamento dei conti delle società.