



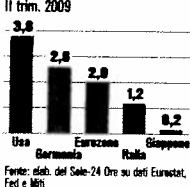
di Fabrizio Calimberti

Germania a doppia crescita

Con una costanza non degna della causa, le critiche alla Germania si moltiplicano senza prender fiato: le prediche tedesche sulla virtù di bilancio rischiano di soffocare sul nascere la ripresa europea, con impetive restrizioni; l'economia tedesca cerca sollievo nelle esportazioni, invece di essere cuore e motore dell'Europa; l'antica ossessione sul controllo dell'inflazione rischia di impetive svolte restrittive anche nella politica monetaria, e via dicendo. Sono giustificate queste critiche? In verità, esse ripetono pregiudizi antichi, che stridono con la realtà dei fatti. Bastano alcune cifre: rispetto all'inizio della crisi la Germania ha aumentato l'occupazione di circa 700mila unità (nessun altro paese ha fatto tanto); il tasso di disoccupazione è diminuito dall'8,9% del luglio 2007 al 7,5% di settembre 2010 (il livello più basso dal 1992); e le finanze pubbliche, grazie al felice

La domanda interna

Dati in volume. Var. Il trim. 2010 su Il trim. 2009



punto di partenza (pareggio del bilancio nel 2008) sono sotto controllo (i deficit strutturali intorno al 3% per quest'anno e l'anno prossimo riflettono il doveroso supporto del bilancio all'economia).

Sì, ma tutto questo è dovuto alle esportazioni? L'economia tedesca cavalca la ripresa del commercio internazionale e coltiva in special modo gli sbocchi dei paesi emergenti senza preoccuparsi di spingere la domanda interna così da farsi essa stessa sbocco a sollievo delle difficoltà degli altri?

Ora, è vero che le esportazioni hanno dato un grosso contributo alla crescita tedesca, ma è anche vero che il contributo della domanda interna non è affatto disprezzabile. Come si vede dal grafico, gli ultimi dati disponibili indicano una crescita della domanda interna sull'anno (II° trimestre 2010 su II° trimestre 2009) del 2,6%, superiore a quella dell'area euro o del Giappone; solo gli Usa hanno fatto meglio.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

IL GESTORE DELLA SETTIMANA

Carlo Micherzi

BCN & Partners

«In Cina c'è Country Garden»

«È tra i leader nell'edilizia popolare, settore destinato a un forte sviluppo»

di Lucilla Incorvati

Con i requisiti patrimoniali imposti da Basilea III sembrano tornate di moda le obbligazioni bancarie subordinate junior, dette anche Tier 1. Siete d'accordo?

La recente crisi è stata acuita dall'elevata leva finanziaria esistente nel sistema. Per risolvere il problema alla fonte è necessario sgonfiare i bilanci delle banche obbligandole ad avere un maggiore capitale (ed una leva minore). Le autorità, con i nuovi regolamenti detti Basilea III, richiedono pertanto un maggiore capitale alle banche e di qualità migliore. In passato, era necessario avere solo il 4% degli impieghi come capitale e il resto poteva essere coperto con vari strumenti detti ibridi, fra i quali i Tier 1.

E quale è stata la conseguenza?

La maggior parte di questi strumenti, grazie alle clausole imperative iscritte nei loro prospetti, si sono rivelati essere molto vicini a titoli obbligazionari. Durante la crisi, i titoli subordinati, hanno tutelato gli investitori ma non hanno dato la desiderata flessibilità alle autorità per rafforzare il capitale delle banche. Sul mercato primario vedremo quindi solo emissioni di titoli ibridi che avranno caratteristiche più azionarie. Le vecchie obbligazioni Tier 1 non saranno quindi più considerate perpetue - in quanto dismesse dal capitale secondo Basilea III - e verranno scambiate come titoli con scadenza alla prima data di richiamo e offrono ancora oggi uno rendimento molto interessante.

In questa fase quale visione avete sul mercato obbligazionario e soprattutto come si posizionano i titoli ibridi?

La crisi finanziaria e l'enorme crescita del debito hanno lasciato effetti negativi che richiederanno un lungo periodo per essere risanati. Dopo aver statalizzato il debito, le autorità debbono mantenerne il costo bassissimo. Seguendo la migliore tradizione, le stesse autorità stanno gestendo le aspettative parlando di deflazione; simultaneamente aumentano la massa monetaria per ottenere nel tempo l'inflazione necessaria a diluire il debito in termini reali. Ci aspettiamo politiche monetarie accomodate per un lungo periodo e questo favorirà tutto il comparto del credito ed in particolare i titoli ad alto rendimento. I titoli subordinati bancari, con la crisi finanziaria alle spalle e le nuove normative Basilea III, beneficeranno grandemente dell'insieme di questi fattori.

Gli ibridi sono strumenti sui quali può investire anche

Chi è

Un esperto in titoli ibridi

Carlo Micherzi è tra i fondatori di BCM & Partners fu fondata, società creata nel 2005 a Londra. In precedenza Carlo è stato a lungo in Morgan Stanley dove è approdato nel 1998 e dove da ultimo è stato executive director presso la divisione Private Wealth Management a Londra dove era responsabile della gestione dei processi d'investimento per la clientela italiana. Dal 1997 al 1998 ha lavorato in n. Commerz Financial Products (a Parigi e Londra) dove si è occupato di prodotti strutturali e bonds. Dal 1988 al 1996, a Parigi, è stato invece capo di Mediation società presente sul mercato dei futures e options. Carlo ha un conseguimento master in finanza presso HEC a Lesanne, ha completato l'Investment Management Program presso la London Business School e seguito lo Young Management Program presso Insead.

BCM & PARTNERS
INDEPENDENT ASSET MANAGEMENT

Disegno di Marco Scurto



Il piccolo risparmiatore oppure no?

I titoli Tier 1, pur rimanendo obbligazioni, sono strumenti ibridi per i quali è fondamentale conoscere i prospetti informativi, la solidità degli emittenti e l'evoluzione normativa al fine di comprendere e anticipare la volatilità di questa asset class. Tuttavia le nuove linee guida di Basilea III aprono nel vecchio mercato dei Tier 1 un'opportunità storicamente unica anche per gli investitori

retail: il profilo di rischio/rendimento diventa ottimale. Con la nuova normativa vengono estremamente ridotti i rischi di "perpetuity" in quanto tutte le attuali obbligazioni Tier 1 saranno richiamate entro il 2023. Dunque, il rendimento atteso per i titoli subordinati nel prossimo decennio è decisamente superiore rispetto a quello realizzabile con altri investimenti corporate o bancari senior investment grade. Al contrario, con gli strumenti emessi nel nuovo

regime sarà indispensabile orientarsi nel nuovo panorama normativo prima di poter comprendere appieno le caratteristiche di subordinazione e di rischio/rendimento dei nuovi strumenti imputati a capitale. E sui corporate bond che visione avete?

Rimaniamo positivi sul comparto delle obbligazioni corporate nonostante l'ottima performance dell'ultimo anno. La ripresa economica, seppur lenta, supporta un'espansione dei

flussi operativi delle società migliorando la posizione creditizia. L'area più aggressiva di investment grade (entro rating BBB-) rimane quindi un obiettivo interessante per investimenti di breve e medio periodo con i junior bond relativamente più attraenti rispetto ai senior. Il rischio maggiore del settore viene piuttosto da un potenziale aumento dei tassi governativi a medio - lungo nel qual caso una contrazione dei differenziali si potrebbe manifestare senza una sostanziale riduzione dei tassi nominali corporate. I settori di maggiore interesse sono i subordinati finanziari e i titoli legati alle materie prime.

Ci sono altri strumenti che ben si adattano a questa fase di mercato e perché?

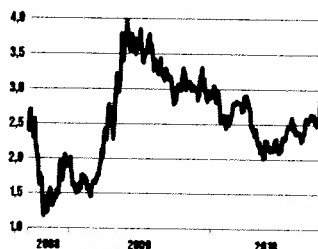
Crediamo che le obbligazioni convertibili possano essere lo strumento ideale per la fase ciclica attuale, caratterizzata da aspettative di ripresa economica ed alta volatilità. Si tratta di un mercato estremamente liquido e molto maturo al quale si rivolgono gli investitori in cerca di un'esposizione bilanciata all'azionario. La natura difensiva

dell'obbligazione permette di contare su un flusso di cedola e un rimborso alla pari nel caso in cui la crescita economica non acceleri come atteso. Allo stesso momento l'investitore mantiene un'esposizione ai titoli azionari e una potenziale difesa dalla spinta inflazionistica. Di fatto, le obbligazioni convertibili permettono di giocare in una certa misura sia in attacco sia in difesa.

Guardando invece al settore azionario quale è la vostra visione sui mercati e quali sono le società in questo momento che preferite e perché?

Sul comparto azionario siamo ottimisti. I migliori fondamentali di crescita sono offerti dai mercati emergenti ma a valutazioni già piene. Guardiamo con interesse in Asia all'area Cina, Filippine ed Indonesia. Anche il mercato azionario russo potrebbe sorprendere con una buona crescita, soprattutto per gli investimenti in valuta locale. Esempi specifici sono il settore dell'edilizia popolare in Cina (Country Garden Holdings, Hong Kong), il settore bancario pan-Asia (Standard Chartered) e il settore globale dei fertilizzanti, in particolare per il potash (concime posticcio) dove c'è per esempio la Uralkali in Russia. I mercati sviluppati offrono invece valutazioni relativamente più attraenti, soprattutto rispetto alle obbligazioni, ma fondamentali che stentano a migliorare. Attendiamo segnali dalla politica monetaria americana come catalista per un movimento al rialzo, soprattutto in termini nominali. Cerchiamo quindi titoli azionari con alto rendimento rispetto ai loro titoli obbligazionari e quindi di settori come quello telefonico (France Telecom) e utilities (RWE o Enel).

Country Garden Holding



Country Garden Company (2007.HK) sta cercando di rialzare la testa dopo la prolungata pausa di consolidamento sviluppata dai massimi toccati a maggio della scorsa anno, pausa che aveva portato i prezzi da 4 a 2 dollari circa nel corso di un anno esatto. Il recupero in atto da maggio ha acquisito convinzione con il superamento di area 2,55, a seguito del quale i prezzi sono saliti fin sopra quota 3,00. Le basi per ripristinare il rialzo partito a fine 2008 sono dunque state gettate ma ora sono necessarie conferme al di sopra di area 3,00 affinché i corsi possano procedere verso gli obiettivi a 3,30 dollari in prima battuta e più in alto nei dintorni di quota 4,20. Prime indicazioni di debolezza, invece, sotto 2,50 per 2,25, riferimento strategico la cui violazione implicherebbe il probabile affondo fin sotto quota 2,00.

I «comparables»

Country Garden è una holding di partecipazioni attive in Cina principalmente nella costruzione e sviluppo di progetti immobiliari di grandi dimensioni, nonché nella sviluppo e gestione di Hotel. Il gruppo, posto a confronto con realtà operanti nello stesso mercato, ai prezzi attuali e sulla base degli utili attesi a fine 2010, quota leggermente a premio rispetto alle medie dei comparables, pari a 12,4 volte. Il valore si riallinea invece alla media se si considera il P/E atteso per il 2011, la cui media dei comparables è pari a 10,2 volte.

Il convergere espresso del mercato è decisamente positivo per le compagnie incluse nel campione ed è attendibile solo per Guangzhou R&F Properties.

Società (data 31/03/2010)	Capitale, al 31/03/2010	EPS 2010	P/E 2010	P/E 2011	Commenti
Country Garden H. Co. Ltd.	46.581	0,20	14,0	10,4	Sovraprezzo
Citico World Co. Ltd.	115.541	0,71	14,7	11,4	Campana
Evergrande Real Estate Co. Ltd.	45.930	0,46	6,8	5,5	Sovraprezzo
Guangzhou R&F Prop. Co. Ltd.	11.888	1,25	9,2	7,8	Tenore
Shao Lian Co. Ltd. (*)	82.925	0,85	19,9	16,5	Sovraprezzo
Yanlord Land Co. Ltd. (**)	3.283	0,15	11,5	9,9	Sovraprezzo

(*) Chiavari società 30%; (**) milioni di dollari di Singapore; (EPS) = utile per azione; (P/E) = rapporto prezzo su utile. Fonte: elaborazione Analista Mercati Finanziari su dati FactSet

© RIPRODUZIONE RISERVATA