



Bond bancari. Un'indagine Consob evidenzia gli scarsi rendimenti per il retail **Pag. 32**

Analisi tecnica. Impostazione positiva per i listini di Francia e Germania **Pag. 32**

Anna Maria Tarantola, vice direttore generale della Banca d'Italia

Quote rosa. Le donne ai vertici nelle banche, società di private equity e assicurazioni **Pag. 33**

Lunedì 22 Novembre 2010

www.ilssole24ore.com/finanza

Asset allocation. I criteri che condizionano la scelta

Borse emergenti: una scommessa tra rischi e chance

Bene la crescita - Inflazione in agguato

PAGINA A CURA DI **Alberto Ronchetti**

Chi ha investito recentemente in azioni dei mercati emergenti ha vissuto una settimana di passione. I listini *emerging* sono scesi più di quelli occidentali sui timori di crisi dell'area euro, di ripresa inflativa negli Stati Uniti e di rallentamento forzato dell'economia cinese. Ma, se allarghiamo l'orizzonte a sei mesi, un anno o due anni fa, ci accorgiamo che la sovraperformance è sostanziosa. Negli ultimi due anni, per esempio, l'indice Msci Emerging Markets espresso in euro segna un progresso del 100%, mentre il World Index e l'Msci Usa limitano il progresso a poco più del 30 per cento.

Le Borse emergenti restano un tema interessante per chi non si spaventa della volatilità di breve. Ma è sempre opportuno, per essere consapevoli fino in fondo dell'investimento, valutarne anche i rischi. Strategie, legati alla *governance* e all'inflazione, e tattici, relativi ad andamento degli utili e convenienza delle valutazioni. Tuttavia, prima, è utile ricordare i fattori che ne guidano la crescita e il spingeranno, secondo Richard Titherington, responsabile del team Emerging markets di Jp Morgan Asset Management, «comunque a sovraperformare, come classe di attivo, sul lungo periodo».

Il primo elemento a favore è lo spostamento della crescita globale e del potere politico-economico verso Oriente. «Nei primi anni 90 i paesi sviluppati (Nord America, Europa occidentale, Giappone e Australasia) rappresentavano il 77% del Pil globale, anche se avevano solo il 12% della popolazione mondiale - si legge nella ricerca di Titherington -. Ed era proprio uno squilibrio economico di tale portata a essere inusuale, non il maggior equilibrio verso cui ci muoviamo».

L'altro elemento di sostegno è l'urbanizzazione, la costante migrazione delle popo-

lazioni rurali verso le città con la conseguente spinta alla produttività, ai consumi e alla crescita infrastrutturale. «Circa la metà della popolazione mondiale, oggi pari a 6,8 miliardi di persone, vive in aree urbane. Ma nei paesi sviluppati oltre il 95% degli abitanti è urbanizzato. La crescita, quindi, va cercata tutta fra gli emergenti».

Passiamo ora alle criticità. Perché molti dei paesi emergenti cento anni fa lo sono tuttora? Le motivazioni stanno in due fenomeni socio-economici - le rivoluzioni e l'inflazione - distruttivi per le economie. «Le conseguenze di una rivoluzione politica - continua

Ma a parte rivoluzioni e inflazione, vi sono anche due elementi tattici da tenere sotto controllo: gli utili e le valutazioni. Dal 2000 «il debito dei paesi emergenti si è rivalutato, riflettendo il sensibile miglioramento della qualità del credito che si è progressivamente avvicinata all'*investment grade*. Le azioni, invece, scambiano su livelli simili a quelli dello scorso decennio e appaiono quindi convenienti rispetto ai bond».

Dal punto di vista valutativo l'*emerging equity* tratta - sulla base di utili e asset - attorno alla media di lungo termine. Dopo il crollo ciclico del 2008, i profitti hanno recuperato con forza e - per il consensus - nel 2010 saliranno del 30% e passa.

«La nostra stima - conclude la ricerca di Titherington - è per un incremento medio degli utili per azione superiore al 15% annuo nel prossimo quinquennio. Se queste previsioni si rivelassero esatte, la combinazione di un *eps growth* pari al doppio di quello globale, di una modesta rivalutazione delle valute e dell'attuale *dividend yield* del 2,5% (con un probabile aumento annuo del 12%), dovrebbe offrire agli investitori nei mercati emergenti un rendimento appetibile nei prossimi cinque anni».

L'impatto dell'inflazione, invece, è meno evidente. Ma ostacola lo sviluppo e, soprattutto, radica la povertà. «Negli ultimi cent'anni, il Brasile è cresciuto a una media annua del

4,9% reale, un risultato nettamente migliore rispetto agli Stati Uniti che si sono fermati al 3,5% nello stesso periodo. Tuttavia il Brasile resta un mercato emergente (pur se candidato al passaggio allo stadio sviluppato), mentre gli Usa sono la potenza economica mondiale per eccellenza». Perché? La sua crescita è stata frenata dall'inflazione che, «solo durante 12 degli ultimi 65 anni (di cui sette negli ultimi otto), è rimasta sotto il 10%». Il recente ridimensionamento dell'inflazione ha consentito al Bovespa di rendere circa il 16% annuo dal 1995, due volte il ritorno annuo di Wall Street nel medesimo periodo.

Ma a parte rivoluzioni e inflazione, vi sono anche due elementi tattici da tenere sotto controllo: gli utili e le valutazioni. Dal 2000 «il debito dei paesi emergenti si è rivalutato, riflettendo il sensibile miglioramento della qualità del credito che si è progressivamente avvicinata all'*investment grade*. Le azioni, invece, scambiano su livelli simili a quelli dello scorso decennio e appaiono quindi convenienti rispetto ai bond».

Dal punto di vista valutativo l'*emerging equity* tratta - sulla base di utili e asset - attorno alla media di lungo termine. Dopo il crollo ciclico del 2008, i profitti hanno recuperato con forza e - per il consensus - nel 2010 saliranno del 30% e passa.

«La nostra stima - conclude la ricerca di Titherington - è per un incremento medio degli utili per azione superiore al 15% annuo nel prossimo quinquennio. Se queste previsioni si rivelassero esatte, la combinazione di un *eps growth* pari al doppio di quello globale, di una modesta rivalutazione delle valute e dell'attuale *dividend yield* del 2,5% (con un probabile aumento annuo del 12%), dovrebbe offrire agli investitori nei mercati emergenti un rendimento appetibile nei prossimi cinque anni».

L'impatto dell'inflazione, invece, è meno evidente. Ma ostacola lo sviluppo e, soprattutto, radica la povertà. «Negli ultimi cent'anni, il Brasile è cresciuto a una media annua del

Un secolo di problemi

I primi dieci mercati emergenti costretti al sottosviluppo da rivoluzioni e inflazione

	Capitalizzazione di Borsa*	Anni di rivoluzioni	Periodi di inflazione
Cina	2,47	1911, 1937, 1949	1990-1995
Brasile	2,14	-	1979-1993
Corea	1,80	1910, 1945, 1950-53	1998
Taiwan	1,45	1911, 1949	-
India	1,08	1947	-
Russia	0,04	1917-1922, 1991	-
Messico	0,57	1910	1980-1988
Malesia	0,41	1963-1965	-
Indonesia	0,31	1945-1949	1998
Cile	0,24	1973	1970-1975

* In percentuale sul totale dell'indice Msci World aggiornata al 30 settembre 2010. Fonte: Jp Morgan Asset Management

Il quadro grafico. I segnali di maturazione

Il vantaggio della solidità

I mercati emergenti sono maturati, diventando più «solidi». Gli economisti della Bce, nel bollettino di ottobre, hanno ricordato che «le economie emergenti, che nel 2009 concentravano l'82% della popolazione mondiale, svolgono un ruolo sempre maggiore per l'economia internazionale e, in particolare, per l'area euro. Di fatto, il 63% della crescita del prodotto mondiale tra il 2004 e il 2009 è a essi riconducibile».

La crescita delle aree emergenti ha portato anche a un deciso sviluppo del settore finanziario: attualmente l'incidenza di questi paesi sul totale mondiale della ca-

pitalizzazione di Borsa è del 33% circa (7% nel 1990). Le economie emergenti hanno quindi trainato la ripresa mondiale, ma si sono confermate anche un ottimo investimento di medio-lungo.

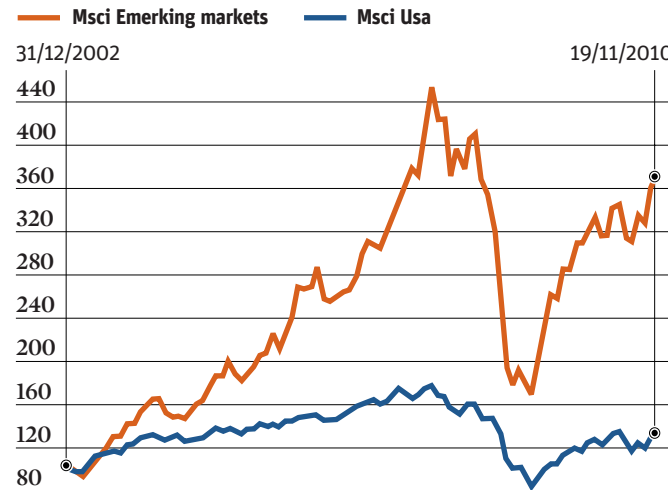
«L'analisi del grafico di forza relativa che mette in rapporto l'indice Msci Emerging con l'Msci Usa - spiega Alessandro

Magagnoli di Fta - sembra confermare un mutamento di economie e listini emergenti. Se fino al 2007 era infatti evidente una netta tendenza degli emergenti a sovraperformare Wall Street nelle fasi di rialzo e viceversa a perdere di valore, in termini relativi, quando le azioni globalmente scendevano, nell'ultimo triennio il fenomeno appare ridimensionato».

La forza relativa indica infatti, nelle ultime fasi di ribasso azionario, un andamento laterale (*emerging* e Usa hanno ceduto, per esempio, in modo simile durante la flessione di gennaio e maggio di quest'anno), conservando in-

La corsa dello sviluppo

Andamento degli indici Msci Emerging markets e Msci Usa dal 31 dicembre 2002 (base 100) a oggi



COMUNICAZIONE AZIENDALE

Street Life: tecnologia innovativa per rendere la strada utile al 100%

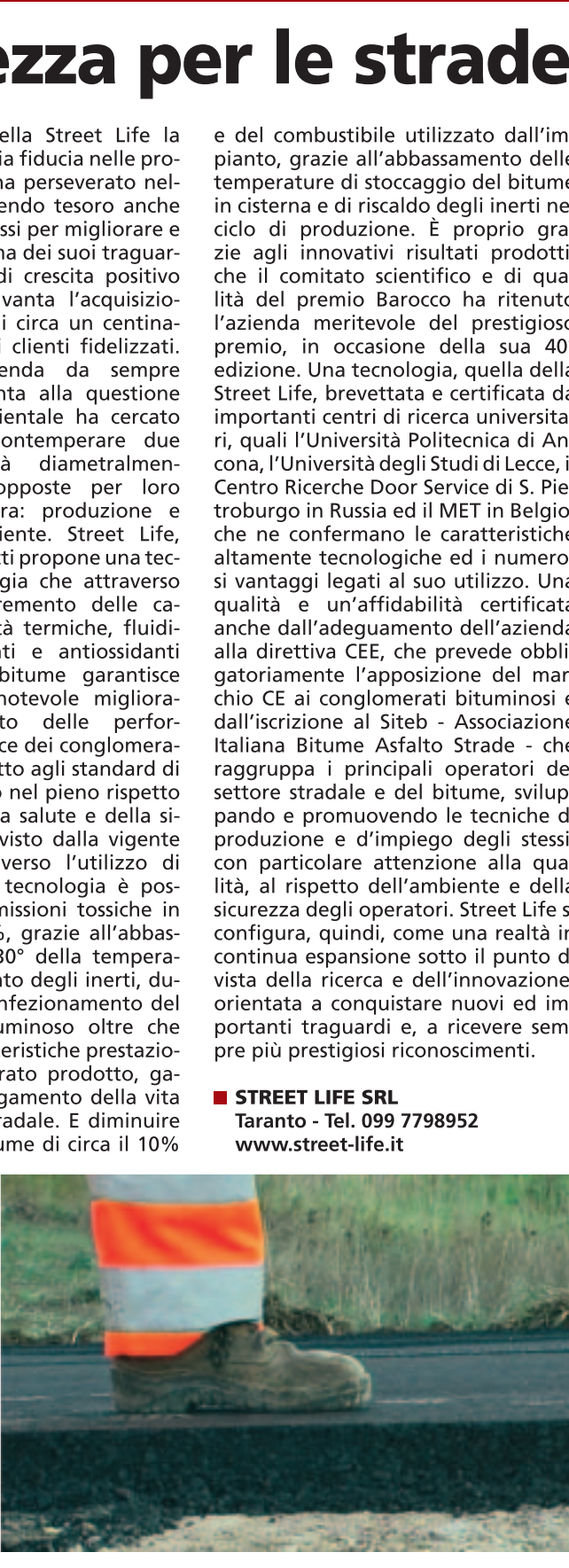
L'elisir di giovinezza per le strade

Street Life, fondata nel 2007, produce e commercializza prodotti innovativi rivolti al settore stradale. La ricerca e l'innovazione tecnologica sono da sempre alla base della sua filosofia aziendale. Facendo del proprio know-how il punto di forza del suo core-business è riuscita, nel suo primo triennio di vita, ad ottenere importanti conferme sia sui mercati nazionali che internazionali. Ama definirsi un laboratorio di soluzioni innovative, tese alla risoluzione delle diverse esigenze del mercato, in un'ottica di miglioramento e di crescita costante dei prodotti commercializzati. Street Life è la più giovane di un gruppo di aziende che, ormai da trent'anni, impone la sua presenza in diversi settori, grazie alla lungimiranza e al forte spirito imprenditoriale della leadership. Nonostante il periodo di forte crisi che caratterizza il nostro tempo, l'azienda ha cercato, riuscendoci, di entrare in un settore particolarmente ostico e competitivo come quello stradale. L'ha fatto con l'entusiasmo e la caparbià tipica di chi si rende protagonista di una nuova sfida in cui crede fortemente, ovvero quella di innovare il settore stradale con una tecnologia all'avanguardia. L'impresa si è presentata sin da subito ardua, sia per la negativa congiuntura dei mercati, che per la condizione di ristrettezza economica tipica di una piccola impresa. Questo però non ha

frenato l'ascesa della Street Life la quale, con temeraria fiducia nelle proprie potenzialità, ha perseverato nella sua attività, facendo tesoro anche degli errori commessi per migliorare e crescere. A conferma dei suoi traguardi vi è un trend di crescita positivo che vanta l'acquisizione di circa un centinaio di clienti fidelizzati. L'azienda da sempre attenta alla questione ambientale ha cercato di contemperare due realtà diametralmente opposte per loro natura: produzione e ambiente. Street Life, infatti propone una tecnologia che attraverso l'incremento delle capacità termiche, fluidificanti e antiossidanti sul bitume garantisce un notevole miglioramento delle performance dei conglomerati bituminosi, rispetto agli standard di mercato, operando nel pieno rispetto dell'ambiente, della salute e della sicurezza, come previsto dalla vigente legislazione. Attraverso l'utilizzo di questa innovativa tecnologia è possibile ridurre le emissioni tossiche in atmosfera del 50%, grazie all'abbassamento di circa 30° della temperatura di riscaldamento degli inerti, durante la fase di confezionamento del conglomerato bituminoso oltre che migliorare le caratteristiche prestazionali del conglomerato prodotto, garantendo un allungamento della vita utile del manto stradale. E diminuire il consumo del bitume di circa il 10%

e del combustibile utilizzato dall'impianto, grazie all'abbassamento delle temperature di stoccaggio del bitume in cisterna e di riscaldamento degli inerti nel ciclo di produzione. È proprio grazie agli innovativi risultati prodotti, che il comitato scientifico e di qualità del premio Barocco ha ritenuto l'azienda meritevole del prestigioso premio, in occasione della sua 40° edizione. Una tecnologia, quella della Street Life, brevettata e certificata da importanti centri di ricerca universitari, quali l'Università Politecnica di Ancona, l'Università degli Studi di Lecce, il Centro Ricerche Door Service di S. Pietroburgo in Russia ed il MET in Belgio, che ne confermano le caratteristiche altamente tecnologiche ed i numerosi vantaggi legati al suo utilizzo. Una qualità e un'affidabilità certificata anche dall'adeguamento dell'azienda alla direttiva CEE, che prevede obbligatoriamente l'apposizione del marchio CE ai conglomerati bituminosi e dall'iscrizione al Siteb - Associazione Italiana Bitume Asfalto Strade - che raggruppa i principali operatori del settore stradale e del bitume, sviluppando e promuovendo le tecniche di produzione e d'impiego degli stessi, con particolare attenzione alla qualità, al rispetto dell'ambiente e della sicurezza degli operatori. Street Life si configura, quindi, come una realtà in continua espansione sotto il punto di vista della ricerca e dell'innovazione, orientata a conquistare nuovi ed importanti traguardi e, a ricevere sempre più prestigiosi riconoscimenti.

■ STREET LIFE SRL
Taranto - Tel. 099 7798952
www.street-life.it



Nuovi strumenti. Una forma di delocalizzazione

Per le Pmi si sta aprendo la strada del private equity

Le persone più abbienti possono avvicinarsi ai mercati emergenti anche attraverso i fondi di private equity, che investono in quote di aziende che mostrano - al di là del contingente - buone prospettive di crescita. «Può essere una buona idea - afferma Umberto Barigozzi, titolare di uno studio di commercialisti e di una fiduciaria specializzata nel *family office* - per i piccoli e medi imprenditori che, scoraggiati da un'Italia in via di sgretolamento e oppressi da una burocrazia pesantissima, pensano alla delocalizzazione della loro attività».

L'importo minimo per investire nel private equity oscilla fra i 500mila e il milione di euro. Quindi non è certo alla portata di tutti. «Ma è una quota quasi simbolica - osserva Barigozzi, che fra i suoi clienti ha molti piccoli imprenditori - da chi possiede un'attività industriale di un certo successo».

Oggi tutti i gestori, anche i più prudenti, sovrappesano la componente equity nel loro portafoglio. E, all'interno di questa, gli *emerging* hanno un ruolo importante. «Anche i profili più conservativi sono diventati "aggressivi" - aggiunge Barigozzi - e questo è un orientamento con-

L'INVESTIMENTO
L'importo minimo oscilla tra i 500mila euro e il milione con la possibilità di entrare in mercati promettenti

diviso dalle case di investimento». Ecco allora il suggerimento agli imprenditori stanchi di tutti gli ostacoli fiscali e burocratici italiani: «Se volete delocalizzare perché, prima di spendere milioni per comprare o avviare un'attività, non avvicinarsi a

quei mercati entrando in un fondo di private equity?».

Scegliendo fra quelli che investono in aziende simili alla propria e in mercati promettenti, gli imprenditori possono ottenere un punto di osservazione privilegiato su quei mercati ed eventualmente decidere, dopo qualche anno, se allargare l'investimento (comprando o avviando direttamente un'azienda) oppure no. Senza contare che, in ogni caso, potranno guadagnare sul capitale investito.

Ma quali sono i fondi e i paesi potenzialmente più interessanti? Barigozzi finora ne ha individuati un paio: lo Stratus Capital Partners, che investe in Brasile e ha un forte credito internazionale, e l'East Capital, un fondo *private* svedese con una forte conoscenza di Russia e paesi dell'Est in genere e una specializzazione nei supermercati e nel settore delle vendite retail.

L'agenda

LE DATE

A CURA DI **Barbara Nepitelli**

OGGI

ASSONIME
■ Si svolgono i lavori del convegno "Tra imprese e istituzioni: 100 anni di Assonime". A Villa Farnesina, via della Lungara 230 (ore 16), e domani a Palazzo Corsini, via della Lungara 10 (ore 9).

TITOLI DI STATO
■ Comunicazione del Tesoro sull'asta di Bot e CTz di giovedì.
■ Arriva anche la prima comunicazione sull'asta di titoli a medio-lungo termine.

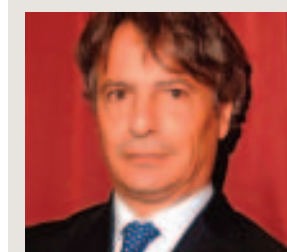
MARTEDÌ 23

ACEA
■ Incontro della società con i sindacati, alla presenza del sindaco, Gianni Alemanno. Domani Cda dell'azienda sul piano industriale.

CREDITO
■ UniCredit presenta il "Rapporto sul credito alle famiglie". La Posteria, via Sacchi 5/7, Milano (ore 10).

MERCOLEDÌ 24

CREDITO
■ Si svolgono da oggi a venerdì i lavori della convention "Credito al credito. Il mercato del credito tra sviluppo economico ed equità sociale" organizzato



dall'Abi (nella foto il presidente Giuseppe Mussari) in collaborazione con Assofin. Palazzo Altieri, Roma (ore 9,30).

TITOLI DI STATO
■ Seconda comunicazione sull'asta di titoli a medio-lungo termine.

GIOVEDÌ 25

FONDI
■ Assogestioni presenta il rapporto trimestrale dei fondi pensione aperti relativo al terzo trimestre.

TITOLI DI STATO
■ Asta di fine mese per Bot e CTz.
■ Eurex presenta gli Euro-BTP Futures. Westin Excelsior Hotel, via Veneto 125, Roma (ore 18).

VENERDÌ 26

DAMIANI
■ Cda per la terza trimestrale.

OLIDATA
■ Assemblea. Presso la sede, via Fossalta 3055, Pievesestina di Cesena, Forlì-Cesena (ore 10).

FEDERCASSE
■ Assemblea annuale. Auditorium della Tecnica, viale Tupini 65, Roma (ore 10).

TITOLI DI STATO
■ Asta di BTP-i.