

BORSA & FINANZA

13 settembre 2008

«È in arrivo la recessione degli utili»

Bruce Mee (Libra Europe Fund): «Le stime sui profitti 2009 sono ancora alte. Faranno chiarezza i bilanci di ottobre». Ok il rifugio nei governativi E Piazza Affari? «Ha molte banche, quando finirà la crisi del credito volerà»

Sono pochi quelli che di questi tempi riescono a battere il mercato. Ma per districarsi tra graffi dell'Orso, svalutazioni e volatilità ci vogliono abilità e sangue freddo. Bruce Mee ha entrambe le qualità. Il fondo che gestisce, l'hedge fund Long/Short Libra Europe Fund, guadagna da inizio anno il 5,5%, contro una perdita media del DjStoxx 600 che ha raggiunto il 24,4 per cento. «A ben vedere è una questione di controllo del rischio e capacità di selezione di singole storie», spiega lo stesso Mee. Sembra facile, insomma, ma non lo è per niente.

Mr Mee, partiamo dallo stato di salute dell'economia europea: il malato è grave?

Mi sembra chiaro che l'Europa è stata investita dallo tsunami finanziario generatosi negli Usa. I primi a essere colpiti sono stati i Paesi più a ovest: Regno Unito, Irlanda, Spagna e Portogallo. A partire dal terzo trimestre del 2007 hanno cominciato a soffrire per due motivi: erano le economie più leveraggiate e le più esposte agli eccessi del real estate.

Poi cosa è successo?

Prima dell'estate è diventato chiaro che anche la Francia stava soffrendo. Da grandi società come Carrefour e Danone è partito il segnale di consumi in calo drammatico. Ora che siamo tornati dalle vacanze, almeno per chi le ha fatte, è diventato evidente che il panzer tedesco è in tilt. La prima locomotiva europea subisce un forte rallentamento. Nelle prossime quattro-cinque settimane i dati in arrivo renderanno tutto più palese. Non a caso l'euro-dollaro ha invertito nettamente la rotta.

Insomma siamo messi peggio degli Stati Uniti?

Certo, proprio la Germania ha reso chiaro che in Europa il rallentamento è peggiore che negli Usa. E questo ha creato lo spazio per un calo della parità tra le due monete da 1,50 a 1,40.

Perché la nazionalizzazione dei debiti di Fannie Mae e Freddie Mac non ha frenato il dollaro?

Per due motivi. Innanzitutto, si è invertito il meccanismo secondo il quale gli investitori compravano commodity per coprirsi dalla debolezza del dollaro. Questo ha creato una grande domanda di biglietti verdi. Si pensi poi alla nazionalizzazione di Fannie e Freddie. Tra debiti e obbligazioni erano esposti per 5.400 miliardi di dollari: più dell'intero debito degli Usa. Eppure, né i rendimenti dei titoli di Stato, né il dollaro, si sono mossi. Perché? Perché il mercato sapeva che governo era dietro il debito. Lo stava già scontando. Naturalmente, titoli sono crollati perché la Casa Bianca ha eliminato ogni loro valore. Ma parlando del debito, tutto era già implicito nelle quotazioni.

Torniamo a voi. Come si riesce a battere l'Orso?

Siamo stati short sull'azionario per gran parte dell'anno e lunghi sul cash. A oggi, la nostra esposizione netta (posizioni lunghe meno posizioni corte, ndr) è pari a meno del 10 per cento. Siamo sì ribassisti, ma non troppo. Tuttavia, crediamo che il mercato rimanga difficile.

Su quali basi lo può affermare?

Ci sono tre variabili che influenzano il prezzo di un titolo: valutazioni, utili e liquidità. In quanto alle valutazioni, si è toccato il fondo a luglio. Il che è dire che il rischio è tornato a essere prezzato al meglio negli attuali multipli (si pensi al rapporto p/e). Riguardo gli utili, invece, il discorso è ancora tutto in divenire. È chiaro che per il 2009 le stime rimangono troppo alte, devono

scendere. La recessione degli utili è solo all'inizio. La fase più intensa la vedremo a ottobre, quando comincerà la stagione delle trimestrali. Infine la liquidità. Il ciclo del credito rimane negativo: l'enorme mole di cash creata dalla banche centrali rimane nei caveau: le banche pensano a sanarsi.

C'è luce in fondo al tunnel?

Può essere che il salvataggio di Fannie e Freddie possa permettere loro di tornare a prestare soldi. Questo può essere un elemento di svolta. Tra tre mesi, potremmo guardarci indietro e dire: è cambiato tutto. Non si dimentichi infatti che di norma il mercato azionario non migliora finché non migliora quello del credito. E che il secondo anticipa sempre il recupero del primo. L'affaire Fannie e Freddie può essere la svolta, ma ancora non lo è. Lo sarà quanto i mutui diventeranno più economici e il cash uscirà dalle banche.

Come giudica l'operato della Bce?

È chiaro che l'inflazione è, da questo mese, negativa. Ci vuole tempo perché i numeri lo riflettano, ma le variazioni mese su mese lo dicono chiaramente. L'inflazione è la storia di ieri. È dunque chiaro che dovrà tagliare. Dipende solo da quanto rapidamente le variazioni annuali inizieranno a calare. È anche molto chiaro che l'economia europea ha rallentato molto più rapidamente di quanto la Bce non avesse previsto. Dovranno agire. Da qui a sei mesi, mi aspetto che i tassi scendano.

Come gestire ora il portafoglio?

Si deve riconoscere che il rischio è molto alto, più alto di quanto non sembri. L'investitore deve allora pensare più al rischio che al ritorno. Deve essere molto attento e mantenere gli investimenti in titoli growth bassi e alti quelli in cash.

Cosa intende per cash?

Titoli governativi a breve scadenza. Poi, quando cambierà l'aria sul mercato del credito passeremo ai corporate bond. Infine si arriverà all'equity.

Che si dice a Londra dell'Italia?

Credo che sia un mercato molto interessante. È stato il primo in Europa ad andare male. In un certo senso, gli investitori italiani si sono dimostrati i più intelligenti. Resta da vedere se saranno i primi a cavalcare un rimbalzo. Inoltre, sul mercato italiano le banche pesano molto. Quando il mercato del credito si riprenderà, queste faranno bene, propiziando il rialzo del listino.