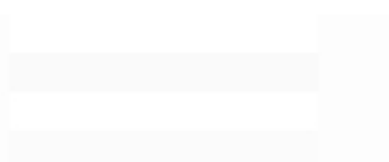


(NW)

Nel Btp c'è ancora Valore?

MI-FI

Obbligazioni L'emissione retail a 7 anni in arrivo lunedì ha un rendimento annuo lordo del 3,25%, poco meno di un decennale. Offrirà una cedola competitiva fin dall'inizio, pari al 2,6%, che salirà poi al 3,1 e 4%. Conviene sottoscrivere? Rispondono gli esperti

**Marco Capponi**

Chi è vicino al ministro dell'Economia Giancarlo Giorgetti e al direttore del debito pubblico

Davide Iacovoni sa bene quanto abbiano a cuore le emissioni speciali di Btp, strumenti di investimento pensati sì per finanziare le casse pubbliche, ma anche (e forse soprattutto) per consolidare il rapporto tra Tesoro e risparmio domestico.

E come nelle migliori storie d'amore, con il nuovo Btp Valore in emissione da lunedì 20 ottobre Via XX Settembre ha fatto un bel regalo ai piccoli risparmiatori, portando sul mercato primario un titolo retail a sette anni (il taglio minimo per acquistarlo è di 1.000 euro) che, secondo quanto calcolato da Skipper Informatica, avrà un rendimento a scadenza annuo lordo del 3,248% e netto del 2,842%. I numeri,

comprensivi del premio fedeltà finale dello 0,8% (0,11% lordo annuo) per chi lo comprerà in emissione e lo manterrà fino a scadenza, fanno sì che chi comprerà questo nuovo Btp si porterà a casa un sette anni che rende poco meno di un decennale, il cui rendimento si aggira oggi intorno al 3,35%. E molto più di un bond di pari durata: i tassi fissi a sette anni viaggiano infatti sotto il 3% lordo.

Ai raggi X. Il dato medio finale è frutto di tre cedole dal peso crescente, formula ancora mai sperimentata per questa famiglia di titoli di Stato, la cui ultima emissione (definita «straordinaria» dal Mef) risaliva al maggio 2024, il mese precedente al primo taglio dei tassi da parte della Bce.

La prima cedola, che potrebbe anche essere rivista al rialzo al termine dell'emissione (poco plausibile, trapela dai desk operativi), è del 2,6% per i primi tre anni. Una sorpresa rispetto alla vigilia, visto che gli esperti di mercato si aspettavano un Mef meno generoso all'inizio e più nella parte finale. Il 2,6%, ai rendimenti attuali, significa circa 40 punti base in più rispetto a un tasso fisso a tre anni.

Le successive cedole saranno del 3,1% per il quarto e quinto anno e del 4% per gli ultimi due: un po' meno delle aspettative, anche perché il Mef dovrà convincere i risparmiatori a tenere in pancia questo titolo per sette anni, una durata un po' lunga per questi bond speciali, anche in questo caso mai sperimentata prima per il Btp Valore. Secondo gli analisti, il Tesoro si è trovato a fare i conti nell'ultima settimana con una discesa dei rendimenti (e quindi una salita dei prezzi) dei titoli di Stato abbastanza marcata, e avrebbe quindi fatto fatica a offrire un cedolone importante nel biennio finale, a fronte di titoli a tasso fisso a sette anni che viaggiano sotto il 3%.

Il potere del premio fedeltà. Il ministero avrebbe quindi optato per un bel premio iniziale rispetto alla curva a tre anni, contando sul fatto che i piccoli investitori non sentiranno comunque l'esigenza di vendere il titolo. Anche perché solo alla fine si può beneficiare del premio fedeltà dello 0,8%.

Come riassume Giorgio Vintani, analista e consulente finanziario indipendente, «il Tesoro ha fortemente incentivato il possesso fino alla scadenza, in quanto le cedole più ricche sono al sesto e settimo anno. Il rendimento a tre e a cinque anni sembra competitivo nei confronti dei titoli di pari scadenza emessi sul mercato, ma è solo tenendolo fino a scadenza e incassando il premio fedeltà che si va vicini alla cedola del decennale». Il Tesoro, precisa l'esperto, «si è mostrato generoso incentivando l'acquisto di questa emissione».

Pro e contro. Se sul fronte di cedole e premio fedeltà il Tesoro ha fatto senza dubbio bene i compiti a casa, proponendo un titolo molto difficile da battere, non manca qualche perplessità. La prima e più evidente è che le condizioni macroeconomiche e di mercato sono molto differenti rispetto alle precedenti emissioni di Btp Valore. Nelle ultime due, arrivate a distanza di tre mesi l'una dall'altra nella prima metà del 2024, il Mef ha incassato quasi 30 miliardi di euro, chiamando a raccolta più di un milione di risparmiatori. All'epoca però il Tesoro poteva ancora permettersi di offrire, sulla scadenza dei sei anni, uno step-up del 3,25% e 4% nel primo caso e del 3,35% e 3,9% nel secondo.

Insomma, la vera scommessa non è tanto battere quello che c'è sul mercato oggi (il Btp Valore in emissione ci riesce bene), ma riunire sotto la bandiera del debito pubblico i ritardatari delle precedenti emissioni, o magari convincere qualcuno a fare il bis. Va controcorrente Gabriel Debach, market analyst di eToro: «Questo Btp Valore è fatto bene, ma non entusiasma. Rispetto a un normale tasso fisso le cedole sono trimestrali e non semestrali, ma forse offrire qualcosa in più avrebbe incontrato meglio le aspettative del piccolo investitore, a cui questo titolo è dedicato in esclusiva».

Le altre emissioni del 2025. Quello al via il prossimo lunedì sarà il terzo collocamento speciale di quest'anno. Il primo, a febbraio, ha riguardato la prima e unica emissione di Btp Più: un bond a otto anni, con tassi crescenti del 2,85% e 3,7% e, in più rispetto al Btp Valore, la possibilità per i risparmiatori di ottenere il rimborso anticipato durante una specifica finestra allo scadere del quarto anno. Btp Più ha raccolto quasi 15 miliardi da 451 mila investitori. Oggi sul secondario (tabella in pagina) tratta poco sopra la pari, ha un rendimento a scadenza lordo del 3,2% e netto del 2,8%. Valori abbastanza confrontabili con il Btp Valore, seppur con scadenza posticipata di un anno: il Btp Più, peraltro, sul secondario si comporta come un normale tasso fisso, visto che la facoltà di rimborso anticipato era prevista soltanto per chi lo avesse comprato in fase di emissione.

Poi, a maggio, il Mef ha rispolverato un suo vecchio classico: il Btp Italia, titolo indicizzato all'inflazione tricolore Foi e disponibile sia per investitori retail sia per istituzionali. Il collocamento si è concluso con una raccolta di 8,8 miliardi e 190 mila contratti: il tasso minimo è stato fissato all'1,85%. Sul secondario oggi prezza 100,8 e, secondo quanto calcolato da Skipper Informatica, offrirebbe al tasso di inflazione attuale un rendimento lordo del 3,2% e netto del 2,77%. Anche in questo caso si tratta di un valore confrontabile con il Btp Valore (la scadenza è peraltro la stessa), tanto più che Btp Italia potrebbe costituire una scommessa nell'ipotesi di una nuova fiammata inflazionistica.

Come usarlo in portafoglio. Rispetto ai precedenti collocamenti, sottolinea ancora Debach, «oggi il contesto è diverso: il tasso Bce è sceso al 2,5% dai picchi del 4,5%, e il rendimento offerto riflette questa nuova normalità: competitivo rispetto ai conti vincolati (per il confronto si veda l'articolo a pagina 13, ndr), ma non irresistibile».

In definitiva, quale può essere il ruolo di questo nuovo titolo di Stato in un portafoglio diversificato? «Btp Valore può rappresentare una componente difensiva all'interno della parte obbligazionaria, ideale per chi cerca flussi regolari e stabilità», evidenzia l'esperto. Ha senso, ad esempio, «per chi vuole sostituire una parte della liquidità o dei conti deposito con un titolo a rischio contenuto e rendimento certo, godendo anche di vantaggi fiscali e liquidità». Meno adatto invece, argomenta Debach, «per chi teme un ritorno dell'inflazione o desidera maggiore protezione reale. Per un investitore più dinamico, può essere la base su cui costruire un'esposizione più diversificata e reattiva ai cicli economici». In una semplice frase, conclude, «un titolo da cassetto, come è giusto che sia, più che da scommessa».

Uno sguardo al secondario. Come già anticipato, il nuovo Btp Valore non ha, allo stato attuale, grandi

concorrenti sul mercato secondario. Se si dà un'occhiata ai tassi fissi su scadenze confrontabili, l'unico modo per avere rendimenti maggiori è spostarsi sui decennali. Tendendo anche conto del fatto che, visto l'apprezzamento dei bond sovrani tricolore in atto da inizio anno (un +4,5% medio per le scadenze considerate), è difficile trovare ancora qualcosa che tratti sotto la pari.

Attualmente il titolo più simile al nuovo Btp Valore è un sette anni in scadenza a novembre del 2032, con cedole del 3,25% pagate ogni sei mesi, il che implica una leggera ottimizzazione fiscale rispetto al Btp Valore, che invece corrisponde interessi ogni tre mesi. Il titolo in questione prezza poco meno di 102, ha un rendimento annuo lordo del 2,99% e netto del 2,58%. Insomma, con il nuovo Btp speciale ci si porta a casa quasi 30 punti netti in più all'anno. (riproduzione riservata)

(NW)

Non uscite dalla borsa

MI-FI

mercati Nonostante molti lancino l'allarme bolla, Chedid (BlackRock) consiglia di restare investiti. Il tech è sempre il settore top a Wall Street, le banche e la difesa in Europa. Dove c'è valore anche nelle obbligazioni



Per Karim Chedid, responsabile delle strategie d'investimento Emea di BlackRock, non è il momento di uscire dal mercato. Anzi. Nonostante i record i fondamentali della borsa americana restano solidi: gli utili crescono in più settori e la spesa per l'intelligenza artificiale rappresenta una forza strutturale di trasformazione, non una replica della bolla del 2000.

Chedid vede valore anche nei bond europei, dove l'inflazione è sotto controllo, e suggerisce un approccio bilanciato tra attivo e passivo, con portafogli diversificati per fronteggiare correlazioni meno affidabili tra azioni e obbligazioni (su www.milanofinanza.it il video dell'intervista a Class Cnbc).

Domanda. L'azionario americano ha corso tanto ma voi continuate a dargli fiducia. Che cosa pensate che sosterrà ancora Wall Street?

Risposta. Restiamo positivi sugli Stati Uniti per tre motivi. Primo, perché il mercato è molto concentrato ma il 40% dell'S&P 500 è piatto o negativo; quindi non tutti i titoli americani sono cari. Secondo, perché gli utili stanno migliorando in modo più diffuso, non solo nel tech. Terzo, perché il posizionamento non è eccessivo: gli investitori sono esposti all'equity Usa ma non vediamo flussi paragonabili a quelli della scorsa estate. C'è ancora spazio per crescere.

D. Non pensa che siamo entrati nella fase in cui gli investitori corrono a comprare per paura di perdersi un rialzo che in realtà è prossimo alla fine?

R. No, e lo dico perché i fondamentali restano la chiave. E poi restare investiti è più importante che cercare il market timing perfetto. L'intelligenza artificiale è un tema centrale ma non è l'unico motore. I titoli tech oggi generano utili reali e l'adozione dell'intelligenza artificiale riguarda ancora solo il 10% dell'economia americana: significa che la crescita è appena iniziata.

D. Eppure mezzo mondo è in allarme. Dalla Bank of England alla Bce, da alcuni leader della finanza americana fino al capo del Fmi, arrivano appelli alla prudenza. Per loro siamo in una bolla simile a quella del 1999.

R. La situazione è molto diversa. Oggi la leva finanziaria è bassa e gli utili ci sono. Servono investimenti ingenti per l'adozione dell'AI e questo crea valore tangibile. Le aziende tecnologiche hanno bilanci solidi e un modello di business sostenibile. Non vediamo le caratteristiche speculative di 25 anni fa.

D. Oltre alla tecnologia quali settori e regioni vi sembrano più interessanti?

R. Guardiamo più ai settori che alle aree geografiche. Negli Stati Uniti la spesa fiscale resta concentrata su innovazione e AI; in Europa invece le opportunità riguardano finanza e difesa. Le banche beneficiano di tassi stabili intorno al 2% e la difesa riceverà impulso dai piani di spesa tedeschi ed europei. Ogni area ha la propria specializzazione ed è su quella che costruiamo le nostre strategie.

D. Politica fiscale e monetaria negli Stati Uniti e in Europa stanno cambiando anche la vostra asset allocation?

R. Sì, perché aumentano le differenze tra le regioni. Negli Stati Uniti il mix di crescita e inflazione è più complesso, mentre in Europa l'inflazione è scesa verso, e forse sotto, il target della Bce. Ci aspettiamo tassi stabili o ulteriori tagli nel 2026. Per questo siamo favorevoli ai titoli governativi europei, soprattutto sulla parte media della curva, pur con cautela sulle scadenze più lunghe.

D. Il dollaro ha perso forza e molti pensano che scenderà ancora. Consigliate di proteggere le esposizioni in valuta?

R. Nel sondaggio che abbiamo condotto tra i nostri clienti Emea il 50% ha coperto il rischio di cambio sull'equity Usa, un dato molto più alto rispetto al passato. La volatilità del dollaro è diventata un rischio aggiuntivo per i portafogli azionari. Il biglietto verde resta sopravvalutato rispetto ai differenziali di

rendimento e ha perso parte del suo ruolo di bene rifugio. Consigliamo coperture parziali nei prossimi anni.

D. Sono stati anni difficili per la gestione attiva: ha ancora senso o il futuro dei portafogli sarà sempre più passivo?

R. Ha più senso oggi che in passato. La volatilità e la dispersione creano opportunità per generare alpha (cioè superare il rendimento del mercato, ndr). Serve un approccio combinato: un core indicizzato, per restare pienamente investiti, e una componente attiva ad alta convinzione che sfrutti i disallineamenti di prezzo tra settori e regioni. Anche gli hedge fund sistematici possono contribuire a diversificare e stabilizzare i rendimenti.

D. In sintesi, che cosa consigliate di fare per i prossimi mesi?

R. Rimanere investiti. È un contesto favorevole al rischio, con buone prospettive per l'equity, in particolare sull'AI e sui settori difesa e banking in Europa. Nell'obbligazionario privilegiamo soluzioni multi-asset che generino income e protezione. E soprattutto diversificare: le correlazioni tradizionali tra azioni e bond sono oggi meno affidabili e richiedono portafogli più flessibili e aperti all'innovazione. (riproduzione riservata)

(NW)

Campioni ancora in forma

MI-FI

Piazza Affari/1 Alcuni titoli hanno messo a segno performance a tre cifre percentuali in 5 anni ma ora quotano sotto i massimi storici. Il parere degli esperti su chi può riprendere a correre tra banche, industriali e retail. Grazie a storie aziendali di successo

Non servono per forza i nomi altisonanti di Wall Street per trovare rendimenti da capogiro. Certo, difficilmente le azioni di Piazza Affari potranno replicare la performance monstre di Nvidia, protagonista assoluta del rally tecnologico americano negli ultimi cinque anni con una volata del 1.217%. Ma anche sul listino milanese ci sono titoli che, lontano dai riflettori, hanno regalato ritorni a tre-quattro cifre nello stesso periodo. Leonardo e la più piccola Maire guidano la classifica delle star tra il 2020 e il 2025, secondo un'elaborazione di Milano Finanza, dimostrando che la crescita non arriva solo dal settore bancario, tradizionalmente in prima linea e ora più che mai alimentato dal risiko (nella tabella in pagina ai primi posti c'è la Popolare di Sondrio, conquistata da Bper con un'ops senza delisting). Tra l'altro, e questa è la vera sorpresa, quasi tutti questi maratoneti quotano ora sotto ai loro massimi storici, anche di parecchio nel caso di Unicredit, Banco Bpm, Unipol e D'Amico, lasciando spazio a maggior ragione a nuovi scatti in avanti. In particolare, sottolinea a Milano Finanza Alberto Villa, Responsabile Equity Research di Intermonte, la compagnia assicurativa guidata da Carlo Cimbri ha beneficiato della razionalizzazione organizzativa e di buoni risultati finanziari.

Salire sul treno in corsa o scendere e incassare? «Siamo cauti sul settore bancario, specialmente dopo il rally degli ultimi anni. Con la compressione dei margini di interesse (il margine che le banche guadagnano tra prestiti e depositi) a seguito dei tagli dei tassi da parte della Bce per stimolare la crescita, sta venendo meno una delle principali fonti di crescita del fatturato degli istituti di credito», afferma Gianmarco Rania, portfolio manager di Banor. Le banche hanno fatto fronte a questa mancanza cercando di massimizzare gli utili da commissioni e risparmio gestito, «ma il fantasma della crescita zero sembra essere dietro l'angolo. Inoltre, con il rallentamento delle principali economie mondiali», avverte Rania, «si innalzerà il rischio di un aumento dei crediti deteriorati, che avrà un inevitabile impatto sulla redditività delle banche. Probabilmente l'euforia scatenata dal risiko è stata la parte finale di un rally strepitoso visto negli ultimi anni». Tra i titoli bancari che hanno corso molto e che Gianmarco Bonacina, Head of Research di Banca Akros, ritiene siano vicini al fair value c'è Credem «su cui abbiamo un rating neutral e un target price di 14,1 euro: nonostante sia una banca di alta qualità, ci

aspettiamo possa continuare a sottoperformare il settore in termini di evoluzione della redditività».

Difesa al capolinea. Anche la performance stellare dei titoli della difesa è probabilmente non ripetibile nei prossimi anni. Le azioni sono salite in modo significativo per le preoccupazioni legate alla guerra in Ucraina e, a detta di Rania, potrebbero scontare aumenti di spesa troppo ottimistici. Inoltre la risoluzione del conflitto a Kiev (Trump e Putin parlano di incontrarsi a Budapest) potrebbe ridurre l'urgenza della spesa militare, deludendo le aspettative elevate. Senza contare che le elezioni in tutta Europa potrebbero portare i governi attenti al bilancio a essere meno impegnati sulle promesse di spesa per il riarmo. Come nel caso della Spagna che ha ottenuto un'esenzione dal nuovo obiettivo della Nato di destinare il 5% del pil: spenderà il 2,1%. In effetti Leonardo, su cui Banca Akros ha un tp di 52 euro, ha registrato un forte re-rating del multiplo a 22 volte il p/e 2026, che riflette già l'aumento previsto delle spese in difesa da parte dei governi.

Retail a sconto. Discorso diverso per il settore retail, in particolar modo quello dell'abbigliamento. Dopo anni di inflazione elevata, i salari reali stanno tornando a crescere, aumentando il potere d'acquisto per beni non essenziali. I costi delle materie prime e della logistica, osserva Rania, sono scesi parecchio rispetto ai picchi del 2022, migliorando la redditività. Inoltre il turismo internazionale in Italia rimane forte, a beneficio dei brand di lusso e del fast fashion nelle città principali. Anche l'integrazione tra negozi fisici e online sta funzionando, con i negozi che diventano hub per ritiri e resi, migliorando l'efficienza. E dopo anni difficili, molti titoli retail quotano a multipli scontati rispetto alla media storica, offrendo potenziale di upside, «come nel caso di Ovs, coperta con buy e un tp a 5 euro, vista l'ottima esecuzione nell'aumentare la quota di mercato abbinata al miglioramento della marginalità», precisa Bonacina che punta anche su Sol (accumulate e tp a 55,5 euro) per lo sconto rispetto ai competitor «ingiustificato» visto che il business medicale (home care più gas tecnici per ospedali) rappresenta oltre il 60% del fatturato.

Altre belle storie aziendali, oltre a Ovs che anche per Villa ha saputo ritagliarsi uno spazio interessante e profittevole in un segmento di mercato competitivo, sono Maire, che ha realizzato un rilancio molto interessante nel settore dei progetti complessi di ingegneria a livello globale, e Txt (per il consenso Bloomberg quella con più margine di upside: +47%) che rappresenta un esempio di società di medie dimensioni che ha messo a segno una forte crescita sia a livello organico sia attraverso acquisizioni nel segmento digitale. Pur non escludendo fasi di prese di profitto, «in assenza di componenti strutturali negative come una recessione», puntualizza Villa, «molti di questi titoli, anche se riduci da performance superlative, non sono da escludere, soprattutto in un'ottica di medio periodo e considerando il rinnovato interesse per l'investimento azionario in Italia». (riproduzione riservata)

(NW)

Tartassate dallo short

MI-FI

piazza affari/2 Saipem, Amplifon e Cucinelli sono le tre azioni italiane su cui si concentrano le maggiori posizioni di chi opera allo scoperto Quali sono le scommesse che ispirano queste mosse degli hedge fund?

È la legge del mercato. Ci sono i compratori, ma anche i venditori. Ma tra i venditori c'è una categoria particolare: sono i ribassisti allo scoperto, terreno di caccia tipico dei fondi hedge, ma anche degli istituzionali. Qui chi vende non possiede i titoli, ma li prende a prestito da broker o fondi pensione, che si fanno pagare una lauta commissione. Ottenuti i titoli a prestito, si vendono sul mercato scommettendo su un ribasso del titolo. Per poi ricomprarli a un prezzo più basso, restituendoli ai prestatori e lucrando sulla differenza di prezzo tra quello di vendita e quello di riacquisto.

Un gioco da raffinati investitori che può rendere molto se si indovina la scommessa su una futura discesa dell'azione sotto tiro. Ma può anche finire in una *débacle* se il titolo invece va al rialzo. Croce e delizia di quei particolari fondi soprattutto hedge che hanno strategie cosiddette long-short, ma anche

fondi speculativi che individuano titoli considerati sopravvalutati e ci giocano contro.

Ma non ci sono solo scommesse speculative sulle singole azioni. Molti fondi si mettono short (corti, in gergo) per esigenze di copertura dei portafogli. Per dirla in sintesi, sono operatori che hanno posizioni lunghe su un titolo e si cautelano da eventuali cadute al ribasso comprando opzioni put sulle azioni. Così da neutralizzare quanto più possibile l'esposizione del portafoglio.

Questo in sintesi l'universo dei ribassisti di borsa. Poco conosciuti dal grande pubblico e che rivestono nei fatti una funzione riequilibratrice del mercato. La particolarità degli shortisti è però operare allo scoperto senza avere possesso del titolo. Per chi va contro al mercato, in particolare i ribassisti allo scoperto, conta eccome il tempo. Sbagliare previsioni e timing dell'operazione fanno la differenza tra i guadagni e le perdite. E in questo suona paradossale la forte concentrazione di posizioni nette corte (rilevate da Consob quotidianamente) su Saipem, che risulta il titolo più preso di mira dagli shortisti, ma che in realtà dall'aprile scorso anziché cedere terreno ha continuato a salire in borsa, cumulando una performance del 62%. In questo caso come vedremo la scommessa ribassista appare del tutto perdente. La società di estrazione petrolifera posseduta da Eni con il 21,2% delle quote e Cdp e con il 12,8% vanta a tutt'oggi suo malgrado ben 13 fondi che puntano al ribasso e che insieme cumulano ben l'11,5% delle quote azionarie del titolo. Che in soldoni vogliono dire oltre mezzo miliardo di controvalore. Un imponente attacco ribassista come pochi se ne vedono sul mercato.

Il secondo titolo più shortato è Amplifon, con il 4% del capitale soggetto a pressioni ribassiste, seguito da Cucinelli, su cui ha imperversato nei giorni scorsi la campagna del misterioso fondo Morpheus, che ha avanzato dubbi sull'effettiva presenza del gruppo di moda in Russia, generando o meglio preparando il terreno alla discesa del titolo e alla comparsa dei fondi short che mirano a guadagnare sulla caduta del titolo. L'elenco prosegue e conta (tabella qui sopra), oltre ai tre titoli sul podio dei ribassisti, altri 16 società su cui le posizioni al ribasso superano l'1% del capitale.

Tornando a Saipem, che è investito da una corrente ribassista molto forte, le posizioni di più lunga data sono quelle costruite nell'estate scorsa, in particolare a fine luglio e ad agosto. I fondi che allora scommisero sulla caduta di Saipem erano quelli di Elliott, Janus Henderson, Bg, ma anche Tig e Sand Grove. Posizioni costruite a prezzi di 2,2- 2,3 euro per azione Saipem. Il titolo oggi quota vicino ai 2,6 euro e quindi per il momento la scommessa è in perdita. Si vedrà strada facendo anche per quei fondi (indicati in tabella) che hanno costruito posizioni al ribasso nei giorni scorsi.

Saipem in realtà sta viaggiando vicino ai massimi di gennaio a quota 2,7 euro ed è in una fase rialzista, che ha annullato la caduta del titolo occorsa tra gennaio e aprile, quando l'azione era scivolata fino ai minimi di 1,6 euro. Una scommessa ribassista vincente andava fatta a inizio anno. E dimostra che il timing è fondamentale anche e soprattutto per i ribassisti allo scoperto.

Il timing invece non ha tradito gli shortisti su Amplifon. Ancora oggi sono aperte sei posizioni di fondi per un ammontare del 4% del capitale sulla società. Il leader mondiale nella produzione e vendita degli

apparecchi acustici viene da una lunga crisi borsistica: il valore dell'azione che si è dimezzato dai massimi relativi dell'estate del 2024 quando quotava oltre 33 euro. La crisi di borsa ha coinciso con un rallentamento della redditività industriale, pur con un fatturato crescente. L'azienda quotava alti multipli ed è bastata una piccola frenata sulla marginalità a innescare la disaffezione su titolo. Cui ha coinciso, in un mercato come Piazza Affari pieno di banche, la rotazione dei portafogli negli ultimi anni dai titoli industriali a quelli bancari. Ora però gli shortisti, che finora hanno vinto, devono stare attenti. Il gruppo è in ripresa e promette per il 2025 di chiudere i conti con un margine operativo lordo a quota 560 milioni con un peso sul fatturato che dovrebbe risalire al 23%, uno dei livelli più elevati degli ultimi anni. Se la borsa se ne accorgerà, è probabile un ritorno di fiducia sul titolo degli investitori lunghi.

Cucinelli, che ha quattro fondi ribassisti per il 3,4% del capitale, ha subito l'attacco del fondo Morpheus sulla Russia e del fondo londinese Pertento, che aveva già aperto una posizione short sul titolo e che ha guadagnato dal forte scivolone del titolo. Cucinelli però, assorbito il colpo e con conti in crescita, sta riassorbendo lo choc e l'azione è risalita da 83 euro ai 94 di questi giorni. Chissà se quelle posizioni verranno chiuse nei prossimi giorni? (riproduzione riservata)

(NW)

Chi correrà alle armi

MI-FI

Superpiano difesa Entro il 2039 in Italia attese commesse pubbliche fino a 130 miliardi di euro. Diventeranno ordini per le aziende che sapranno investire su sensori, software, cibernetica e missili. Leonardo e Avio ben posizionate. E ci sono pmi all'avanguardia nell'aerospazio

La difesa corre verso l'alta tecnologia. I nuovi eserciti si costruiscono con algoritmi e sensori e il piano della Difesa italiana lo conferma: nei prossimi anni la spesa pubblica premierà chi saprà innovare con droni, software, spazio e cyber. Secondo il Documento programmatico pluriennale del ministero della Difesa, nei prossimi tre anni il budget totale delle forze armate salirà dai 35 miliardi del 2025 ai 37 del 2027, con un incremento di oltre il 13% rispetto alle previsioni del 2024. Guardando al 2039, la previsione arriva fino a 130 miliardi di euro in investimenti, a cui dovrebbero aggiungersi circa 9 miliardi per le infrastrutture. È chiaro che non siamo più davanti a una risposta all'emergenza ucraina, ma a una tendenza strutturale che vuole ridefinire la politica industriale trasformando la difesa in uno dei principali motori di crescita del prossimo decennio. La parte principale della spesa, 46 miliardi, sarà destinata al rinnovo dei mezzi aerei. Seguono 20 miliardi per le forze terrestri e 15 miliardi per la componente navale. Ma una parte crescente della spesa si concentrerà su ambiti ad alta intensità di ricerca: dati, spazio, dominio subacqueo e difesa antidrone. Voci di spesa che rientrano anche nei nuovi programmi Nato, dallo European drone defense initiative allo Scudo spaziale europeo per la difesa antimissile.

Ma chi beneficerà di questa nuova ondata di spesa? Per Enrico Coco, analista di Intermonte, la chiave è capire dove si sta spostando il baricentro della difesa. La risposta è chiara: tecnologia. «Il cuore della crescita non è più nei mezzi o nelle piattaforme, ma nell'elettronica e nel software», spiega Coco, «è lì che si concentrano i nuovi investimenti: radar, sensori, sistemi di comando digitali, intelligenza artificiale. È questa la parte della spesa militare che sta accelerando più rapidamente».

In questo scenario l'Italia parte da una posizione di forza grazie a Leonardo, che sarà il principale beneficiario della crescita. «Ha un posizionamento di primo piano nell'elettronica per la difesa in Europa. E i 24 miliardi di ricavi previsti al 2029 potranno facilmente diventare 30», osserva Coco. Ma la vera svolta è la trasformazione dell'azienda: «Leonardo non è più solo un gruppo industriale, sta diventando un'azienda tecnologica. La parte che cresce di più è quella legata al software e alla sensoristica avanzata. Stanno persino progettando un cloud nello spazio per ridurre la latenza dei

sistemi basati a terra».

Anche Andrea Belloli, analista di Banca Akros, concorda sulla centralità di Leonardo ma allarga la prospettiva: «La spesa in difesa è ormai strutturale e offre una visibilità pluriennale. Le aziende del settore sono diventate troppo strategiche per pensare che i governi le lascerebbero indebolirsi». È anche per questo che i bond del comparto sono tra i più solidi del mercato: i piani di investimento pubblici garantiscono ordini a lungo termine, rendendo le obbligazioni del settore una scelta difensiva più sicura. Sul fronte azionario, Belloli individua le società meglio posizionate per intercettare il cambio di paradigma: «Leonardo e Bae Systems per la differenziazione tecnologica; Avio per l'esposizione al settore spaziale e missilistico; Hensoldt per la sensoristica e l'elettronica; Rheinmetall nel breve periodo per l'esposizione geografica alla Germania e alle munizioni, anche se nel medio-lungo periodo potrebbe essere troppo concentrata sulla componente terrestre». La distinzione tra breve e lungo termine, sottolinea Belloli, è decisiva: «Nel breve Rheinmetall è favorita dalla domanda immediata di mezzi corazzati, ma nel lungo saranno elettronica e software a guidare la spesa». In ambito terrestre, il riferimento è ai sistemi antidrone e alle tecnologie avanzate di guerra elettronica, oggi terreno di sperimentazione più che di profitto, ma che presto diventeranno centrali. Coco insiste su questo punto: «In Ucraina abbiamo visto come sia insostenibile lanciare missili da un milione di euro per abbattere droni che costano poche migliaia o centinaia di euro. Servono soluzioni alternative: laser, armi a microonde, software per l'intercettazione rapida. È qui che si gioca la prossima generazione della difesa». Leonardo è già impegnata su vari progetti europei in questo ambito, e anche la tedesca Hensoldt si sta muovendo per fornire sensori e radar adattati a scenari in cui masse di droni low-cost saturerebbero le difese attuali.

Nel comparto navale, Fincantieri mantiene un ruolo rilevante ma più tradizionale, concentrato sulle grandi navi di superficie. Più promettente la sua evoluzione nel dominio subacqueo, dove il gruppo investe nello sviluppo di sistemi per la sorveglianza e la sicurezza dei cavi sottomarini. Un segmento dalle grandi potenzialità per Fincantieri che però, come sottolinea l'analista di Banca Akros «potrebbe arrivare a pesare solo circa l'8% del fatturato e il 17% dell'Ebitda di gruppo nel 2027, ultimo anno del piano industriale». Diversa la traiettoria di Avio, che con i lanciatori di satelliti Vega occupa una posizione strategica per costruire un'autonoma capacità spaziale europea. Accanto ai grandi gruppi, il tessuto delle pmi italiane è sempre più cruciale per alimentare la filiera tecnologica. Officine Stellari (Vicenza) e Optec (Parabiago) producono ottiche di precisione per missioni spaziali internazionali; Ali (Napoli) realizza componenti avanzati per veicoli aerospaziali; Argotec (Torino) è un centro europeo di riferimento per la microingegneria orbitale; D-Orbit (Como) fornisce servizi logistici per lo spazio e potrebbe collaborare al lancio di 20 satelliti insieme a Leonardo. Realtà ancora di nicchia, ma in rapida crescita e bene inserite nella logica del dual use, cioè capaci di creare prodotti e servizi utilizzabili sia in ambito militare che civile.

Nell'analisi di Intermonte questa ondata di investimenti rappresenta «un vero piano di politica

industriale», perché la spesa in ricerca e sviluppo militare ha «un effetto moltiplicatore elevato sul pil, alimentando innovazione e filiere ad alto valore aggiunto». Belloli avverte però che «una parte significativa della spesa finirà negli Stati Uniti, che oggi forniscono molte delle tecnologie d'avanguardia utilizzate dai Paesi Nato». Ed qui che si apre la vera partita. Se l'Europa e l'Italia vogliono trasformare la difesa in una vera leva di sviluppo, dovranno riuscire a trattenere più investimenti sul continente. Una logica ben sintetizzata da Coco: «Negli anni Novanta abbiamo smantellato molte competenze industriali pensando che la sicurezza potesse essere importata. Ora dobbiamo ricostruire una filiera tecnologica autonoma». (riproduzione riservata)

(VOSG)

Risveglio cinese

*I Vostri Soldi In Gestione***di Fausto Tenini**

Il momentum sulle azioni cinesi si conferma molto tonico, con un allungo negli ultimi sei mesi del 25% circa per l'indice Csi200 che sale al 27% per l'Hang Seng, entrambi espressi in valuta locale. Ecco perché Xiaolin Chen, head of international di KraneShares, ritiene che le prospettive per la Cina restino tuttora promettenti, sebbene al tempo stesso si mostrino complicate.

Con le tensioni geopolitiche che continuano e i modelli commerciali globali che cambiano, la Cina sta cercando di diventare più indipendente economicamente, ma continua ad aprire alcuni segmenti del mercato agli investimenti stranieri. La prossima riunione del Partito Comunista Cinese, che si concentrerà sulla finalizzazione del prossimo piano quinquennale, dovrebbe mettere l'accento su innovazione, consumi interni e sviluppo tecnologico: segnali chiari che la Cina punta a bilanciare una crescita sostenibile con una solida gestione dei rischi. Anche se ci sono ancora ostacoli esterni, l'impegno della Cina per la sicurezza della catena di approvvigionamento e il progresso tecnologico

sottolinea il suo ruolo centrale nel plasmare il futuro panorama economico globale. Gli investitori che vogliono entrare nei mercati cinesi si stanno orientando sempre più verso gli Etf, segnala Chen. Tali strumenti offrono un accesso diversificato a molteplici settori, aziende di dimensioni differenti e varie aree geografiche all'interno della Cina. A differenza dei tradizionali fondi comuni, gli Etf sono in genere più liquidi, trasparenti nelle loro partecipazioni e caratterizzati da costi inferiori grazie alle strutture di gestione passiva.

Inoltre, reagiscono in tempo reale alle dinamiche di mercato e possono essere negoziati durante tutta la giornata, il che li rende adatti a soddisfare le esigenze sia degli investitori istituzionali sia di quelli al dettaglio. Questa flessibilità ed efficienza in termini di costi rendono gli Etf uno strumento vantaggioso per chi desidera cogliere le opportunità offerte dalla crescita in evoluzione della Cina senza i vincoli delle strutture dei fondi tradizionali. In termini di dinamiche di mercato, l'esperto di KraneShares ritiene che i settori che potrebbero trarre maggior beneficio dalle politiche cinesi e dalle tendenze globali includano la tecnologia e l'innovazione (spinti dai rapidi progressi in campi come l'intelligenza artificiale, la manifattura avanzata e le infrastrutture dati), i beni di consumo discrezionali (sostenuti dall'espansione della classe media e dall'aumento dei consumi interni), le energie rinnovabili e sostenibilità, in linea con la transizione verde della Cina e gli obiettivi ambientali delineati nei piani politici. Settori che sono destinati a continuare a beneficiare di afflussi di capitali, sostegno governativo e una crescita strutturale a lungo termine. In particolare, il settore dei semiconduttori in Cina sta vivendo una crescita incredibile, grazie ad alcuni fattori chiave: investimenti strategici del governo, con significativo sostegno statale e incentivi politici che hanno permesso un rapido e grande aggiornamento tecnologico, localizzazione della catena di approvvigionamento (le continue tensioni tra Stati Uniti e Cina hanno spinto Pechino a puntare sull'autosufficienza nel settore dei semiconduttori, proteggendo le aziende locali dagli shock esterni), l'aumento della domanda interna e globale, con l'accelerazione della digitalizzazione in tutti i settori, la domanda di chip ad alte prestazioni per l'intelligenza artificiale, il cloud computing e i veicoli elettrici continua a crescere.

Per gli investitori, questa sovraperformance rappresenta sia un'opportunità che un rischio. Il dinamismo del settore offre prospettive di crescita interessanti, ma comporta anche una certa volatilità dovuta ai cambiamenti normativi, all'incertezza tecnologica e alle dinamiche competitive in rapida evoluzione. Un portafoglio Etf ben strutturato può aiutare a gestire questi rischi, cogliendo al contempo i vantaggi dell'innovazione settoriale, conclude Chen. (riproduzione riservata)

(VOST)

Le utility giocano in difesa

*I Vostri Soldi Il Trader***di Fausto Tenini**

I mercati azionari europei confermano la solida impostazione grafica di medio periodo, realizzando nuovi massimi storici a livello di indici aggregati. Ma i prezzi non sono certo, mediamente, a sconto, e una posizione con beta non elevato può essere una buona scelta. Le azioni delle utility si stanno, a loro volta, muovendo molto bene, districandosi tra i saliscendi del mercato ma con minore volatilità, una delle caratteristiche più apprezzate di questa scelta settoriale. Nelle ultime settimane si nota, peraltro, un ulteriore incremento in termini di forza relativa per le utility europee in senso allargato (inglobando il Regno Unito); dinamica che ha permesso un progresso da inizio anno, comprendendo anche i dividendi distribuiti, per l'indice Stoxx Europe 600 Utilities del 26% circa, rispetto al +15% circa del mercato europeo.

I vantaggi sono ancora più evidenti allungando l'orizzonte temporale, con il settore europeo che ha restituito nell'ultimo decennio quasi il 9% medio annuo, rispetto al +7,6% medio del mercato. Buona

parte della performance di questa rosa di azioni è imputabile proprio ai dividendi, con una differenza media tra la dinamica dei prezzi e il total return (che include i dividendi) prossima al 5% annuo. La distribuzione degli utili, infatti, è una delle principali motivazioni per cui le utilities vengono inserite in portafoglio a cuor leggero, a maggior ragione in un contesto in cui i bond tendono a pagare sempre meno. Si tratta, quindi, di una scelta parzialmente difensiva, come evidenziato dalla correlazione rispetto al mercato prossima a 0,50 negli ultimi 3 anni, affiancata dal beta inferiore a 0,6; metriche che confermano la capacità dei titoli di questo settore di muoversi in modo sufficientemente autonomo rispetto all'indice di riferimento. Nel 2020, infatti, il mercato ha lasciato sul terreno circa il 3%, rispetto ad un progresso dell'11% circa per il settore considerato.

Guardando ai multipli attuali e agli indicatori fondamentali, la gran volata dei prezzi da inizio anno sta facendo in modo di comprimere il dividend yield medio, rendendo necessaria una attenta selezione per identificare i titoli meglio posizionati in tal senso. Il dividend yield annuo attuale è prossimo al 4,5% lordo, rispetto al 3% del mercato europeo. C'è però da dire che si stanno schiacciando non poco anche i rendimenti del mercato obbligazionario, con il Btp decennale che gira oggi al 3,4% rispetto al 4% di marzo 2025 e al 4,4% di novembre 2023, una proxy con cui è sempre utile confrontarsi per chi abbraccia la logica Income (generazione di rendimenti stabili). Mentre il P/e atteso per l'indice Msci Europe Utilities si colloca a 13,3, rispetto a 14,6 del mercato, quindi leggermente a sconto.

Molto interessante l'analisi dell'esposizione ai fattori di stile, possibile grazie al Factor box calcolato da Msci: predominanza marcata per il fattore Low Volatility (azioni a basso rischio) e Yield (azioni ad alto dividendo), a scapito della Qualità.

L'offerta europea di Etf che permettono di inserire facilmente in portafoglio il comparto delle utility è buona, con gli indici Msci Europe Utilities e Stoxx Europe 600 Utilities messi a disposizione dagli emittenti iShares, State Street Im, Amundi, X-Trackers e Invesco, in alcuni casi con replica fisica del sottostante e in altri casi con struttura sintetica, che ormai ha superato le problematiche di un tempo. Chi preferisce il rischio specifico, legato ai singoli nomi, ha a disposizione diverse opportunità, e anche l'Italia ha i suoi campioni che non hanno nulla da invidiare ai colossi d'oltralpe.

Tra i titoli italiani più capitalizzati Enel (P/e atteso pari a 12,3, dividend yield del 6%, beta di 0,6), A2a (P/e atteso pari a 10,5, dividend yield del 4,3%, beta di 0,6) e Terna (p/e atteso pari a 16,4, dividend yield del 4,5%, beta di 0,3) mantengono una invidiabile struttura grafica, e sulle correzioni si può tuttora prendere posizione al rialzo in ottica di medio periodo. Guardando ai titoli esteri, Engie (P/e atteso pari a 9,9, dividend yield del 7,7%, beta di 0,33) è ben posizionato come dividendo, seguito da Veolia (P/e atteso pari a 13,3, dividend yield del 4,7%, beta di 0,83) e dall'inglese National Grid (P/e atteso pari a 14,1, dividend yield del 4,3%, beta di 0,65). Sse (P/e atteso pari a 11,7, dividend yield del 3,5%, beta di 0,78) è apprezzata per la stabilità dei prezzi nel medio periodo, mentre Iberdrola (p/e atteso pari a 17,9, dividend yield del 3,8%, beta di 0,5) vanta un momentum molto positivo. Interessante la rimonta della

tedesche E.on (P/e atteso pari a 14,2, dividend yield del 3,4%, beta di 0,22) e Rwe (P/e atteso pari a 19,5, dividend yield del 2,7%, beta di 0,4), che hanno molto da recuperare rispetto ad altri competitor dell'area euro. (riproduzione riservata)

(VOST)

Ftse Mib sotto pressione

I Vostri Soldi Il Trader

È stata una settimana negativa sul mercato azionario italiano con l'indice Ftse Mib che ha subito una rapida flessione, alimentata dalla marcata debolezza del comparto bancario, ed è sceso sotto i 41.500 punti. La situazione tecnica di breve periodo si è pertanto indebolita: l'analisi quantitativa registra infatti un pericoloso rafforzamento della pressione ribassista, con i principali indicatori direzionali (Macd, Parabolic SaR e Vortex) che si sono girati in posizione short. Il cedimento di quota 41.350 può pertanto quindi innescare un ulteriore cedimento che può spingere i prezzi verso i successivi supporti grafici situato in area 41.100-41.070 prima e a quota 40.750-40.720 punti in un secondo momento. Un segnale di tenuta arriverà con il ritorno sopra i 42.500 punti anche se, prima di poter iniziare una risalita di una certa consistenza, sarà necessaria un'adeguata fase riaccumulativa. Da un punto di vista grafico, infatti, solo il breakout di quota 43.600 potrebbe fornire un nuovo segnale long di tipo direzionale.

Il rialzo del Btp future. Il Btp future (scadenza settembre 2025) ha compiuto un veloce balzo in avanti ed è salito con una certa decisione oltre i 121,85 punti. La situazione tecnica di breve periodo è migliorata,

con i principali indicatori direzionali che si sono girati in posizione long. Solo il forte ipercomprato registrato dagli oscillatori più reattivi può impedire un ulteriore allungo (che avrà un primo target a quota 122-122,05 e un secondo obiettivo a ridosso dei 122,30 punti) e innescare una fisiologica pausa di consolidamento. Difficile per adesso ipotizzare un'inversione ribassista di tendenza: da un punto di vista grafico, infatti, soltanto il ritorno sotto i 119,45 punti fornire un segnale negativo.

La situazione tecnica dell'euro/dollaro. Il cambio Euro/Dollaro (EUR/USD) si è appoggiato al sostegno grafico posto in area 1,1550-1,1545 ed ha compiuto un veloce recupero, Nonostante questo rimbalzo la situazione tecnica di breve termine rimane ancora contrastata: prima di poter iniziare una risalita di una certa consistenza sarà pertanto necessaria un'adeguata fase riaccumulativa. Un nuovo allungo dovrà infatti affrontare un primo ostacolo in area 1,1720-1,1730 e una seconda barriera a 1,1760. Da un punto di vista grafico, poi, soltanto il ritorno sopra 1,1825 potrebbe fornire un segnale di forza. Soltanto una discesa sotto 1,1540, tuttavia, potrebbe fornire un nuovo e pericoloso segnale ribassista.

I nuovi massimi dell'oro. L'oro (E-Mini Gold future) ha strappato con decisione al rialzo ed è salito fino a quota 4.390 dollari (facendo in questo modo registrare i nuovi massimi storici). La tendenza primaria rimane quindi positiva: solo il forte ipercomprato registrato dagli oscillatori più reattivi può impedire un nuovo allungo (che avrà un primo target in area 4.430-4.435 e un secondo obiettivo a ridosso dei 4.475 dollari) e innescare una fisiologica pausa di consolidamento. Difficile per adesso ipotizzare un'inversione ribassista di tendenza: pericolosa una discesa sotto i 4.190 dollari anche se, da un punto di vista grafico, soltanto il ritorno sotto i 4.100 dollari potrebbe fornire un segnale negativo.

La flessione del bitcoin. Bitcoin (\$) è stato respinto dai 116.000 dollari e ha subito una rapida correzione, con i prezzi che sono scesi fin sotto i 103.500\$. La struttura tecnica di breve periodo rimane pertanto precaria: un'ulteriore flessione può spingere i prezzi verso l'importante sostegno grafico situato in area 100.000-98.500 dollari. Soltanto una discesa sotto questa zona potrebbe provocare un'inversione ribassista di tendenza. Prima di poter iniziare un movimento rialzista di una certa consistenza sarà pertanto necessaria un'adeguata fase riaccumulativa. Un segnale positivo arriverà con il ritorno sopra i 116.000 dollari anche se un allungo dovrà comunque affrontare un duro ostacolo in area 121.500-122.000 dollari. Da un punto di vista grafico, poi, solo il breakout dei 126.000\$ potrebbe fornire un nuovo segnale rialzista di tipo direzionale. (riproduzione riservata)