

# InvestNews

N. 04/2015

Aprile 2015

Le quotazioni sui mercati azionari globali presentano un leggero calo in marzo, nonostante la controtendenza in Europa. L'indice MSCI World ha subito una flessione dello 0,7%, penalizzato soprattutto dai mercati statunitensi. In Europa, invece, si sono registrati rialzi sullo sfondo di chiarite economiche. La domanda di azioni europee si è mantenuta elevata e l'Eurostoxx 50 in marzo è cresciuto del 2,7%.

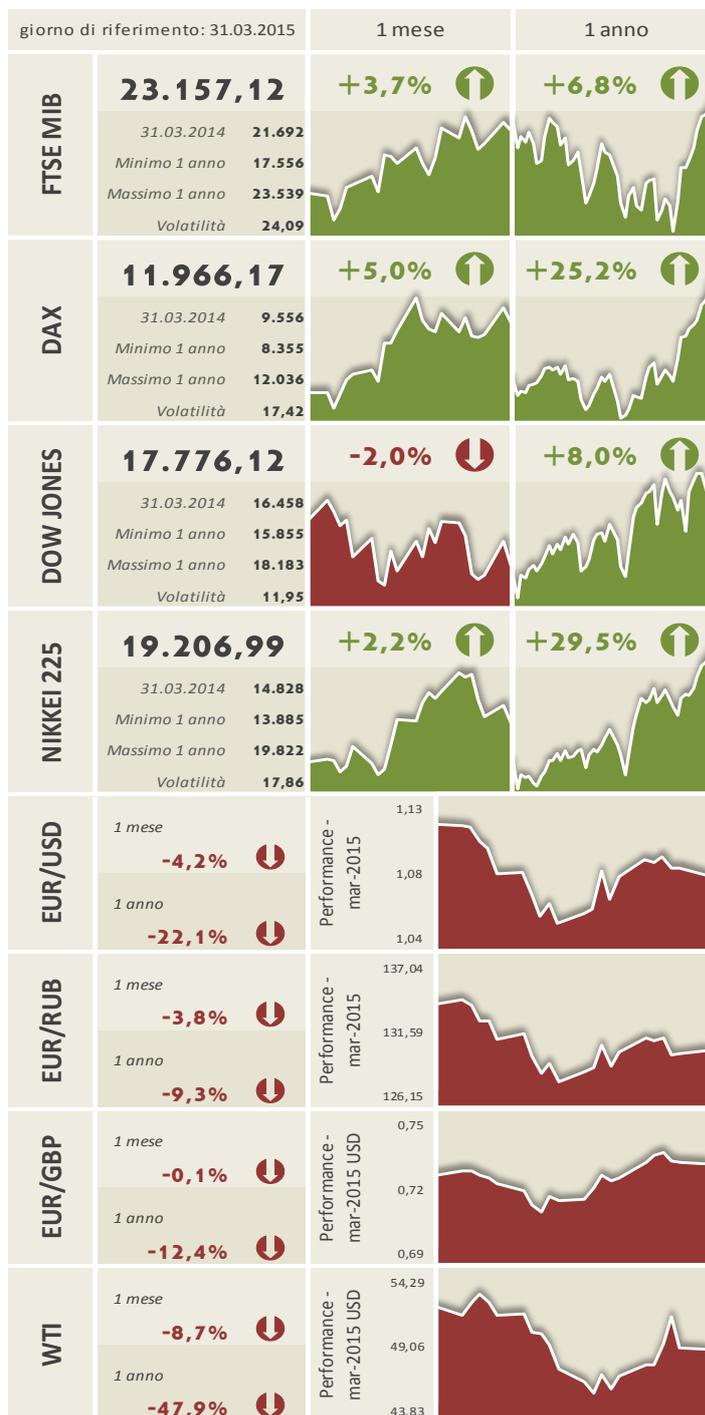
A far da volano ai mercati del Vecchio Continente è stata la pubblicazione dei primi dati relativi al volume degli acquisti di titoli da parte della Banca centrale europea (BCE) che, per la gioia degli operatori, hanno superato di nuovo le loro già elevate aspettative. Solo a tratti, in scia a notizie apparse sulla stampa, si sono riaccesi timori riguardo a un accordo tra la Grecia e Bruxelles, mentre nel frattempo si moltiplicavano le notizie positive sulla situazione economica nell'Eurozona. La situazione ha così iniziato a migliorare anche per molte aziende europee e lascia sperare in ulteriori notizie positive per il mercato per la nuova serie di dati che inizia in aprile.

In marzo il mercato azionario tedesco si è riconfermato ancora una volta come uno dei mercati più robusti. I titoli delle 30 maggiori aziende tedesche, che rappresentano l'indice azionario tedesco DAX, hanno riportato in prevalenza utili: a metà marzo l'indice è volato per la prima volta oltre la soglia di 12.000 punti. Su base mensile il rialzo è stato del 5,0%, mentre da marzo 2014 il barometro registra un incremento del 25,2%.

A Milano l'indice di riferimento FTSE Mib ha messo a segno in marzo un più 3,7%. Questo barometro si trova in una fase di rialzo costante dall'inizio dell'anno. Il livello attuale era stato raggiunto l'ultima volta all'inizio del 2011.

Ai mercati azionari statunitensi, invece, marzo ha riservato delle perdite. Sotto l'impatto dei deboli dati macro, l'indice Dow Jones Industrial Average ha ceduto il 2,0%, mentre il paniere più ampio S&P 500 ha perso l'1,7%. Chiusura contrastata per i mercati azionari asiatici, ma il mercato azionario giapponese ha proseguito il trend positivo. L'indice di riferimento Nikkei 225 ha, infatti, recuperato il 2,2%, chiudendo dall'inizio dell'anno con un soddisfacente 11%.

Il dollaro ha proseguito anche in marzo il suo trend di crescita. L'aspettativa di un imminente rialzo dei tassi da parte della Fed, che è stata attenuata solo a tratti da alcuni dati economici più deboli, tiene ancora "in tiro" la valuta americana. Rispetto alla tendenza di generale debolezza dell'euro, il dollaro si è apprezzato del 4,2% nel mese in rassegna.



# Uncredit S.p.A.

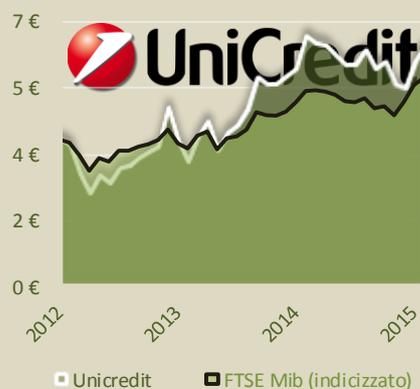
Sede legale *Roma/Milano*

Forma giuridica *Società per azioni*

Settore economico *Servizi finanziari*

## Andamento delle quotazioni

### Unicredit S.p.A. vs. FTSE Mib



ISIN *IT0004781412*

Indice *FTSE Mib*

Azionariato diffuso *43,9%*

## Dati e fatti aziendali

Fatturato 2013 *21,7 miliardi di EUR*

Crescita del fatturato *-20,6%*

Margine EBT 2013 *17,5%*

ROE *4,2%*

ROA *0,2%*

Utile 2013 *2,0 miliardi di EUR*

Totale attivo *844,2 miliardi di EUR*

Dipendenti *Ca. 160.000*

Capitalizzazione *37,6 miliardi di EUR*

## Indici

	2015e	2016e	2017e
P/E	<i>13,1</i>	<i>10,3</i>	<i>7,8</i>
Utile per azione	<i>0,49</i>	<i>0,62</i>	<i>0,82</i>
Crescita dell'utile (%)	<i>21,0</i>	<i>22,1</i>	<i>52,2</i>

## Ulteriori informazioni finanziarie



UniCredit S.p.A. è la holding di un gruppo finanziario italiano operante a livello internazionale, che fornisce servizi bancari completi. L'istituto gestisce una delle più grandi reti finanziarie europee e offre una gamma completa di servizi bancari per il settore retail e aziendale con tenuta conti, gestione di transazioni di pagamento, asset management nonché investment banking e management. Oltre che sull'Italia, il gruppo è focalizzato sull'Europa centrale e orientale. La banca gestisce, inoltre, filiali o partecipazioni in America del Nord e del Sud, Australia, Sudafrica e Asia.

Questo gruppo finanziario, che ormai è attivo a livello globale, deve le sue origini alla profonda riforma del mercato bancario italiano degli inizi degli anni '90: per consentire la privatizzazione delle casse di risparmio italiane, la legge Amato (1990) introduceva una netta separazione tra l'attività bancaria e l'interesse nazionale. Sulla base di queste riforme, negli anni successivi iniziò un processo di fusione di ampio respiro. Dalla fusione dei gruppi bancari Credito Italiano, che a sua volta era il risultato di diverse fusioni succedutesi negli anni precedenti tra istituti dell'Emilia Romagna, e Unicredito, un conglomerato di diverse banche italiane, nacque nel 1998 il nuovo gruppo bancario Unicredito Italiano. Appena un anno dopo vennero integrate nel nuovo gruppo altre banche regionali, tra cui la Cassa di Risparmio di Trento e Rovereto. Alcune delle banche che sono entrate a far parte del gruppo vantano una storia di più di 500 anni, come ad esempio l'ex Rolo Banca, che era stata fondata nel lontano 1473.

Un primo tentativo di espansione internazionale con l'acquisizione del Banco Bilbao Vizcaya Argentaria (BBVA) era fallito nel 1999 per il veto posto dalla banca centrale spagnola. Un anno dopo fu acquisita la divisione Global Investment del Pioneer Group di Boston e la società di asset management venne integrata nel gruppo. Passi concreti per l'internazionalizzazione della banca vennero fatti negli anni seguenti attraverso acquisizioni nell'Europa orientale e sud-orientale. Un elemento essenziale di questa strategia fu l'acquisizione della banca tedesca "Bayrische Hypo- und Vereinsbank AG" (HVB), con cui Unicredit riuscì a portare a termine la più grande fusione bancaria transfrontaliera mai tentata in Europa e la prima Opa amichevole di un istituto tedesco. Questa transazione permise a Unicredit di assumere una posizione leader del mercato austriaco tramite la nuova controllata Bank Austria, ex-controllata di HVB. In seguito a questa fusione vennero adottate diverse misure di ristrutturazione.

Un altro passo fondamentale verso il consolidamento fu la fusione con il gruppo finanziario italiano Capitalia, con cui la nuova banca assunse la leadership del mercato italiano. Complessivamente a quel tempo la banca gestiva circa 40 milioni di clienti con circa 170.000 dipendenti.

Nel 2010 il CEO Alessandro Profumo, che fino ad allora aveva contribuito in misura decisiva alla costruzione del gruppo, fu costretto a rassegnare le dimissioni dopo le dure critiche mosse all'impegno della banca in Libia. Gli successe Federico Ghizzoni, che sin dal primo anno si vide costretto a prendere decisioni difficili e strategiche: dopo una massiccia perdita di quasi 11 miliardi di euro nel terzo trimestre del 2011, la direzione annunciò una nuova impostazione strategica, un aumento di capitale di 7,5 miliardi di euro e il taglio di alcune migliaia di posti di lavoro. Inoltre, venne sospesa temporaneamente la distribuzione dei dividendi.

Adesso il gruppo è tornato a navigare in acque più tranquille e, tra le altre cose, nel 2014 ha superato a pieni voti una verifica del patrimonio bancario (Asset Quality Review) condotta da diverse istituzioni europee e uno stress test.

La banca è attualmente ripartita in sette divisioni: Retail, Corporate e Private Banking nonché Asset Management e Markets & Investment Banking. Inoltre, costituiscono divisioni specifiche le attività in Europa centrale e orientale e in Polonia. Complessivamente il gruppo gestisce una rete di circa 8.900 filiali e la gamma di prodotti e servizi offerti copre tutti gli aspetti principali dell'attività rivolta ai clienti.

Nel 2014, secondo dati provvisori il gruppo ha generato un fatturato di circa 22,5 miliardi di euro. Con una quota del 56% del fatturato totale, l'attività retail è la fonte di reddito più importante, seguita dall'attività in Europa centrale e orientale, con una quota del 17%, e dalla divisione Investment, con una quota del 16% del fatturato complessivo. Per quest'anno gli analisti stimano un leggero incremento del fatturato a 22,8 miliardi di euro.



## Cosa sono diventati 100.000 euro dall' 01.01.2012

	<b>Azioni europee</b> 133.259,75 <i>0,99% / 1306,63€ dal mese prec.</i>		<b>Azioni USA</b> 178.259,80 <i>2,52% / 4378,76€ dal mese prec.</i>
	<b>Azioni globali</b> 159.895,91 <i>2,45% / 3819,52€ dal mese prec.</i>		<b>Azioni tecnologia</b> 175.142,96 <i>2,03% / 3488,96€ dal mese prec.</i>
	<b>Azioni giappone</b> 165.802,84 <i>7,29% / 11269,68€ dal mese prec.</i>		<b>Azioni paesi emergenti</b> 113.548,56 <i>2,68% / 2961,60€ dal mese prec.</i>
	<b>Obbligazioni Europa</b> 121.307,81 <i>1,25% / 1494,02€ dal mese prec.</i>		<b>Lib.risp. Euribor 3M</b> 100.592,21 <i>0,01% / 08,35€ dal mese prec.</i>
	<b>USD</b> 122.942,88 <i>4,33% / 5106,15€ dal mese prec.</i>		<b>JPY</b> 88.790,63 <i>3,90% / 3334,45€ dal mese prec.</i>
	<b>ORO Londra</b> 86.793,38 <i>1,96% / 1667,69€ dal mese prec.</i>		<b>Immobili Italia</b> 95.926,07 <i>-0,08% / -75,44€ dal mese prec.</i>

## Elenco obbligazioni con diverso rischio/rendimento

DESCRIZIONE	CODICE ISIN	SCADENZA	RATEO	NOMINALE	PREZZO DEL 09.04.2015	RENDIMENTO LORDO	RATING S&P
Landw. Rentenbank 1,2% 2017	XS0547228188	20.09.2017	fisso	1,200	102,77	0,013	AAA
Bayr.Landesboden 2,5% 2022	DE000A0Z1TZ0	09.02.2022	fisso	2,500	115,51	0,159	AAA
BNG 4,785% 2016	XS0308134641	30.11.2016	fisso	4,785	107,51	0,118	AA+
GE Capital 4,35% 2021	XS0273570241	03.11.2021	fisso	4,350	124,43	0,498	AA+
Dt. Börse 1,125% 2018	DE000A1R1BC6	26.03.2018	fisso	1,125	102,92	0,084	AA
Deutsche Bahn 4,375% 2021	XS0452868788	23.09.2021	fisso	4,375	125,32	0,340	AA
Toyota 1,25% 2017	XS0881360555	01.08.2017	fisso	1,250	102,68	0,033	AA-
Nat. Australia Bank 4,75% 2022	XS0813400305	08.08.2022	fisso	2,750	114,26	0,691	AA-
BMW 0,5% 2018	XS1105264821	05.09.2018	fisso	0,500	100,72	0,236	A+
BNP Paribas 3,75% 2020	XS0562852375	25.11.2020	fisso	3,750	117,47	0,531	A+
ENI 4,875% 2017	IT0004760655	11.10.2017	fisso	4,875	111,44	0,221	A
GDF Suez 3% 2023	FR0011261924	01.02.2023	fisso	3,000	118,12	0,565	A
Eon 6,375% 2017	XS0148579153	29.05.2017	fisso	6,375	113,20	0,101	A-
Goldman Sachs 3,25% 2023	XS0882849507	01.02.2023	fisso	3,250	115,63	1,095	A-
Bertelsmann 4,75% 2016	XS0268583993	26.09.2016	fisso	4,750	106,72	0,073	BBB+
EVN Energie 4,25% 2022	XS0690623771	13.04.2022	fisso	4,250	122,16	0,911	BBB+
Enel 3,5% 2016	IT0004576978	26.02.2016	fisso	3,500	102,95	0,073	BBB
Mediobanca 4,5% 2020	IT0004608797	14.05.2020	fisso	4,500	116,29	1,129	BBB-
Lufthansa 6,5% 2016	XS0438813536	07.07.2016	fisso	6,500	107,49	0,350	BBB-
Petrobras Fin. 3,75% 2021	XS0982711987	14.01.2021	fisso	3,750	91,04	5,560	BBB-
Renault 4,625% 2020	FR0011052117	25.05.2016	fisso	4,625	104,58	0,446	BB+
LaFarge 4,75% 2020	XS0215159731	23.03.2020	fisso	4,750	117,96	0,956	BB+
Thyssenkrupp 4,375% 2015	DE000A1MA9H4	28.02.2017	fisso	4,375	106,30	0,923	BB
Hungary 3,875% 2020	XS0212993678	24.02.2020	fisso	3,875	113,33	1,001	BB+

Fonte: Bloomberg

## Il rapporto prezzo/utile (PER): riconoscere le azioni convenienti

Macinare un nuovo massimo dopo l'altro, un nuovo massimo storico dopo l'altro - così si presentano molti mercati azionari, tra cui anche quello americano e quello tedesco, dall'inizio del 2013. A metà marzo l'indice di riferimento della Borsa di Francoforte ha sfondato per la prima volta la soglia di 12.000 punti, un livello da cui l'indice era molto distante alla fine del 2007, ovvero poco prima dell'inizio della crisi finanziaria, quando il Dax oscillava ancora attorno agli 8.000 punti.

Questo risultato, in tempi in cui molti investitori sono accompagnati dalla sensazione costante che sui mercati finanziari internazionali qualcosa sia andato storto e che i meccanismi del mercato, di cui fino a solo 10 anni prima ci si poteva ancora fidare, non funzionino più a dovere, dà filo da torcere agli investitori in tutto il mondo. A seguire con scetticismo ogni nuovo massimo sono soprattutto quelli che non sono saliti in tempo sul treno e che adesso ne accarezzano l'idea. A questo punto sorge spontanea la domanda se le azioni non siano ancora nettamente sopravvalutate e se investire adesso convenga ancora. Sono domande assolutamente legittime, ma quelli che se le pongono sbagliano il parametro decisionale: il prezzo delle azioni. I punti di un indice o il prezzo di un'azione da soli non consentono di trarre una valutazione corretta. Solo se abbinati con altre grandezze e altri parametri possono fornire conclusioni realmente utilizzabili. Rapportare diverse grandezze al prezzo di un'azione o al livello di un indice consente di creare punti di riferimento su cui basare una decisione ponderata. Si pensi, ad esempio, a un lavoratore con uno stipendio di 2.000 euro netti al mese: lo stipendio da solo non consente di capire se questo lavoratore guadagna tanto o poco. Lo si capisce solo quando si paragona questa cifra ad esempio con il reddito dei suoi colleghi e con le loro attività.

Considerazioni così relativizzate sono d'aiuto anche nel mercato finanziario. Esiste una serie di modelli di valutazione diversi, alcuni estremamente complessi, altri che forniscono velocemente indicatori di facile comprensione.

Uno dei parametri più utilizzati è il rapporto prezzo/utile, o price/earnings ratio (PER). Come suggerisce il nome stesso, questo rapporto crea una relazione tra il prezzo di un'azione e l'utile annuo per azione della società. L'utile per gli investitori è naturalmente una grandezza cruciale, in quanto più alti sono i ricavi, tanto più preziosa è di norma una società. Il ritorno della forza reddituale si rispecchia nel PER, che non è altro che il multiplo dell'utile che gli investitori devono pagare per un'azione. PER elevati sono tendenzialmente un segnale del fatto che un'azione è costosa, mentre PER bassi segnalano il contrario.

**Un esempio:** un'azione viene scambiata a 100 euro. L'utile ammonta a 5 euro per azione all'anno. Di conseguenza, il prezzo dell'azione diviso per gli utili porta a un PER di 20. Anche con questo PER risulta comunque ancora difficile fare previsioni affidabili. Ma confrontando a questo punto il valore attuale con la media di lungo periodo dell'azione, si ottengono ipotesi estremamente fruibili. Se, ad esempio, il valore medio era di 10, gli investitori considerano il titolo costoso perché la sua quotazione supera del 100% la valutazione di lungo termine. Lo stesso vale anche per gli indici.

Il PER aumenta nel corso del tempo quando le quotazioni salgono più velocemente degli utili. Al contrario, diminuisce se i ricavi crescono più velocemente rispetto alle quotazioni.

Ci sono diversi modi per calcolare il PER. Da un lato questo calcolo può basarsi sull'utile passato, dall'altro possono essere utilizzate anche stime dell'utile futuro. Entrambe le opzioni presentano svantaggi.

Se si utilizza l'utile del passato, trarre conclusioni sull'andamento futuro è impossibile. In definitiva, ciò che ogni investitore vuole sapere è se il prezzo attuale di un'azione è adeguato. Per questo scopo bisogna avvalersi delle stime degli analisti di banche e società di ricerca e spesso si utilizza la media di queste previsioni per determinare il PER. Il problema è che le stime sono abbastanza imprecise. Capita spesso che le ipotesi degli analisti siano troppo ottimistiche e sovrastimino gli utili futuri. I PER così calcolati sono pertanto generalmente inferiori a quelli basati sugli utili annuali più recenti e spesso gli analisti devono correggere nel tempo le loro previsioni al ribasso.

Il PER di una società che registra perdite non è assolutamente attendibile. Un'altra grave lacuna è il calcolo su base annua, che conduce a distorsioni cicliche: durante una fase di boom, quando gli utili sono alti, le valutazioni delle azioni appaiono tendenzialmente vantaggiose, mentre in una fase recessiva, quando gli utili calano, appaiono costose. Nel 2009, ad esempio, quando è iniziata una delle fasi di rialzo più lunghe della storia, questa circostanza avrebbe portato a considerare le azioni come troppo costose e quelli che sulla scorta di queste considerazioni si sono tenuti lontani dalle borse, sono stati mal consigliati.

Un rimedio è il cosiddetto rapporto prezzo/utile di Shiller, detto anche Cape ratio o Shiller P/E. Nel 2009, questo PER avrebbe fornito un segnale diverso: anche questo parametro era schizzato verso l'alto, ma non con la stessa forza del PER classico. La differenza deriva da una base di calcolo leggermente diversa dello Shiller P/E, sviluppato dall'economista e premio Nobel per l'economia Robert Shiller. Invece di usare solo gli utili della società per un anno, utilizza il reddito medio di ogni decennio. Di conseguenza, le fluttuazioni cicliche vengono smussate. Molti investitori professionali si basano pertanto sullo Shiller P/E, che è un buon indicatore di mercato soprattutto per investitori orientati sul lungo termine.

Partendo da questo parametro, molti mercati azionari presentano una valutazione moderata all'inizio 2015, come la Germania, che con un rapporto Shiller P/E di 16,6 si avvicina al valore medio di 17,8. Anche gli utili delle aziende russe e italiane risultano molto vantaggiosi. Le azioni statunitensi, invece, con 27,1 quotano molto al di sopra della loro valutazione media di 15,9.

Tuttavia, nell'interpretazione del PER gli investitori dovrebbero tenere conto anche di altre variabili come, ad esempio, il livello generale dei tassi d'interesse. Nonostante la facile interpretabilità e l'attendibilità, le conclusioni si possono ridimensionare ulteriormente anche in base ad altri parametri. Il consiglio infallibile non esiste nemmeno in questo caso.

I contenuti di questa newsletter servono da informativa di carattere generale e vengono controllati e aggiornati regolarmente. Raiffeisen InvestmentClub non si assume alcuna responsabilità in merito all'attualità, la correttezza, la completezza e la qualità delle informazioni fornite. Sono sostanzialmente escluse pretese di attribuzioni di responsabilità a Raiffeisen InvestmentClub per danni materiali o immateriali eventualmente causati dall'utilizzo o il mancato utilizzo delle informazioni in oggetto ovvero dall'utilizzo di informazioni erranee o incomplete. Le evoluzioni delle quotazioni pubblicate si riferiscono al passato e non costituiscono garanzia per sviluppi futuri. Le informazioni fornite NON possono sostituire una personale e competente consulenza di professionisti.

### COLOFONE

Editore: Raiffeisen InvestmentClub [www.raiffeisen.it/investmentclub](http://www.raiffeisen.it/investmentclub)  
Redazione: Martin Altstätter / Cassa Centrale Raiffeisen dell'Alto Adige  
Spedizione: Federazione Cooperative Raiffeisen soc.coop.

