

**P**iazza Affari è ai massimi da cinque anni. Ma non ci sarà un altro crollo in stile marzo 2000. Anche se alcuni fenomeni (e titoli) andranno maneggiati con cura. Parola di Alessandra Manuli, gestore di Hedge invest sgr, **Nicola Ricolfi**, fondatore di Nextam partners sgr, e **Francesco Zantoni**, responsabile di Kairos partners fund, riuniti in un forum organizzato da *Milano Finanza*.

**Domanda. Dopo tre anni di crescita quasi ininterrotta, piazza Affari oggi ha fiato o i timori sono eccessivi?**

**Ricolfi.** La borsa italiana il fiato l'ha già da un pezzo. Nel 2005 Eni da sola ha generato oltre il 30% del ritorno complessivo dell'Sp/Mib. Se, oltre a quello del settore petrolifero, eliminiamo il contributo di Bnl, Antonveneta e la presunta resurrezione di Fiat, situazioni che nemmeno sotto tortura definirei di buona qualità fondamentale, il vero ritorno delle azioni italiane nel 2005 è stato pari a meno della metà di quello delle borse europee.

**Manuli.** Comunque sia, nel 2005 l'indice italiano ha registrato una performance del 15%, contro quella del 23% dell'indice euro-

peo Eurostoxx e del 27% del Dax tedesco. Noi restiamo positivi e stimiamo per il 2006 un indice ancora in crescita del 10%.

**Zantoni.** In realtà, ritengo che oggi sia molto difficile prevedere la direzione del mercato. Certo, non mi aspetto che la borsa italiana possa avere dinamiche diverse da quelle delle altre piazze europee, forse ci potrà essere solo una maggiore volatilità prima delle elezioni di aprile. Peraltro, una correzione che smussi gli eccessi sarebbe auspicabile.



Francesco Zantoni

**Punto sui negletti delle infrastrutture e sui piani di Aem Milano**

**D. Sul fronte Usa, invece, nel 2005 la borsa ha segnato il passo. Un'eventuale crescita fiacca americana potrebbe ammutolire la ripresa tedesca e, così, quella italiana?**

**Manuli.** In realtà, noi crediamo che la crescita americana rimarrà moderatamente sostenuta nel 2006 e che i primi segnali di rallentamento si avranno solo nel 2007-2008. A ogni modo la crescita europea sarà nel 2006 maggiormente guidata dalla spesa per investimenti da parte di società che stanno attuando ristrutturazioni.

**Zantoni.** Certo, un impatto del rallentamento Usa all'inizio sarebbe inevitabile, perché i mercati tendono a muoversi all'unisono. Ma più che altro mi aspetto una ro-

## SLALOM IN BORSA/2 Non c'è un vera bolla. Ma (Kairos) fanno i conti con i facili boom. E su Milano? Non sarà

tazione tra settori: da banche ed energy la leadership passerebbe all'assicurativo. E, paradossalmente, forse anche al comparto delle infrastrutture, viste le grandi lacune.

**Ricolfi.** E poi non va dimenticato che la debolezza italiana è principalmente endogena, quello del ciclo economico internazionale è in larga misura un alibi. Quindici anni fa la quota italiana del commercio internazionale era pari a circa il 5%, oggi credo sia sotto il 4%: il mondo, veloce o lento, comunque progredisce, siamo noi che siamo fermi.

**D. Più in generale, vede nella situazione attuale analogie con il boom pre-bolla del 1999-2000?**

**Ricolfi.** La grande e rassicurante differenza risiede nel livello delle valutazioni, che pur non potendosi definire moderate, non hanno nulla a che vedere con i multipli psicologici di quel periodo. Inoltre, il comportamento dei privati non evidenziano i sintomi maniacali di quegli anni. Non credo che oggi si potrebbe ripetere quello che avvenne nell'aprile 2000, quando un sito olandese annunciò l'imminente quotazione via web della società Frite Air («aria fritta»), raccogliendo in poche ore adesioni da 500 investitori per milioni di dollari (veri), per poi spiegare che era un pesce d'aprile.

**Manuli.** Anch'io non vedo analogie. Lo

S&P 500 dal 1995 al 1999 ha registrato un rendimento cumulato del 219%, mentre dal 2003 al 2005 la performance è stata del 41%. Ricordiamo, poi, che in Europa le valutazioni societarie nel 2005 sono cresciute in linea con i profitti aziendali e di conseguenza i p/e rimangono pari a 13 volte contro una media degli ultimi dieci anni di 16.

**Zantoni.** Se proprio vogliamo cercare una bolla, io la cercherei solo nei mercati emergenti e in qualche settore.

**D. Un altro tema da non sottovalutare è quello del costo del denaro. Perché in Europa i rendimenti dei titoli di stato restano così bassi? Eppure deficit statali e inflazione sono tutt'altro che sotto controllo... Ritenete che la Bce stia facendo una politica troppo lassista?**

**Ricolfi.** Al contrario: fosse possibile, per il consiglio direttivo della Bce arruolerei solo banchieri centrali americani, che avrebbero il coraggio di combattere la debolezza dell'economia con tassi anche temerariamente bassi e di cercare di influenzare il cambio per intervenire sul ciclo economico, non per seguirlo come avviene in Europa.

**Manuli.** Va considerato che la politica dei tassi della Bce è legata solo al contenimento dell'inflazione. E l'indice di inflazione co-

Manuli (Hedge invest), Ricolfi (Nextam) e Zantoni banche, petroliferi e la resurrezione Fiat dicono...

## la piazza dei miracoli

re in Europa è pari all'1,4%, quindi ben al di sotto del limite della Bce del 2%.

**D. Intanto nel forum di Davos sono emerse stime che danno il prezzo del petrolio tra un anno a 120 dollari. Condividi queste previsioni?**

**Manuli.** Stimiamo che il prezzo del petrolio rimarrà alto e intorno ai 60 dollari a causa sia di una domanda a livello globale, che non vediamo in rallentamento, sia di incertezze generate da tensioni politiche e da anni di limitati investimenti da parte delle aziende del settore. Che rimangono interessanti, anche perché prevediamo un'importante attività di consolidamento, come testimoniano le acquisizioni di fine 2005.

**Ricolfi.** Trovo semplicemente disonesto spacciarsi per capaci di fare previsioni intelligenti sul prezzo del petrolio. Osservo,

però, che importanti società di raffinazione e distribuzione private hanno annunciato l'intento di quotarsi a breve: forse un buon segno del fatto che chi ne capisce ritiene poco probabili avanzamenti del prezzo del petrolio paragonabili a quelli che abbiamo alle spalle.

**D. Nel 2005 l'energy ha avuto un grande concorrente a piazza Affari nei bancari. Il boom è finito? O quali sono invece le storie più interessanti?**

**Zantoni.** Noi non compriamo titoli perché al centro di manovre speculative. Valutiamo solo i fondamentali e, in questo momento, è difficile trovare del valore nelle banche italiane.

**Ricolfi.** In realtà, ammetto che la tentazione di investire speculando sulle prossime opa esiste. Ma anch'io credo che, quando si investe in banche, bisogna ricordare che i bilanci sono innanzitutto co-

struiti su una valutazione soggettiva del rischio e sono, quindi, materiale da maneggiare con cautela. Per questo ci orientiamo sempre alla qualità, tanto che in questo momento in Italia investiamo solo in Unicredit e Popolare Verona, dove l'aspetto speculativo non solo manca, ma potrebbe addirittura giocare, transitoriamente però, in negativo.

**Manuli.** Noi invece siamo ancora positivi sul settore in Italia, proprio per il consolidamento europeo in atto. I titoli su cui puntiamo? Intesa, UniCredit e Mps.

**D. Vi spaventa invece la crisi delle tlc?**

**Zantoni.** Il settore attraversa un'importante fase strutturale e, anche se le valutazioni attuali sono attraenti, restano incertezze sulle dinamiche reddituali future. Insomma, le tlc sono forse il settore più a buon mercato, soprattutto in Europa, ma il problema è: quanto dovrò abbassare le stime in futuro?

**Manuli.** Sono d'accordo. In seguito alla sotto-performance il settore può offrire buone opportunità, ma occorre tenere sotto controllo l'andamento dei margini.

**Ricolfi.** In realtà, tra gli ex-monopolisti ci sono dividendi interessanti e sostenibili nel settore, le borse lo capiranno. Sono più set-

tico sugli operatori alternativi: sospetto sempre più che alcune grandi promesse, che a tratti eccitano gli investitori, non mostreranno mai un segno più davanti all'ultima riga del conto economico.

**D. A parte oil e finanziari, quale potrebbe essere il settore protagonista del prossimo trimestre?**

**Manuli.** Nel primo semestre 2006 l'assicurativo, che torna interessante in presenza di tassi in rialzo in Europa.

**Zantoni.** A parte che non credo in oil e finanziari, a piazza Affari, come detto, punto sulle infrastrutture e acquisto titoli come Finmeccanica e Impregilo. Ma mi aspetto novità importanti anche dal piano industriale di Aem Milano.

**Ricolfi.** Personalmente non investo in settori, ma in aziende. Non investirei mai in società legate all'auto per una valutazione settoriale, ma sono convinto azionista di Brembo ed ElringKlinger. In astratto non investirei nemmeno in società legate agli elettrodomestici, ma sono un fedele azionista di Sabaf. E

chi potrebbe guardare a Saiflo e Luxottica come investimenti di qualità equivalente? (riproduzione riservata)



**Coi tassi in rialzo scocca l'ora degli assicurativi**



**Nelle tlc occhio a chi non riuscirà mai a chiudere in utile**

