

BORSA E FINANZA
12 aprile 2003

SARA BENEWITZ
SIMONA CORNAGLIA
LAURA GALVAGNI

Il caso ha voluto che alcuni tra i maggiori gestori si trovasse da pochi minuti nella nostra redazione mercoledì 9 proprio quando le tv trasmettevano l'ingresso dei primi tank Usa nel centro di Baghdad. Dunque, anche per le Borse cominciava il dopo Saddam. A commentarlo: Gregorio De Felice (Banca Intesa); Fabrizio Fiorini (Gestelle); Alberto Foa (Anima); Massimo Fortuzzi (AAA bank); Carlo Gentili (Nextam); Massimo Morchio (Ras am); Gherardo Spinola (Azimut); Gianluca Verzelli (Bnp Paribas banque privé).

BORSA & FINANZA

In queste settimane sui listini c'è stata una sorta di "sindrome Vietnam", ovvero l'incognita di un conflitto lungo e dispendioso. Quale sarà la reazione dei mercati a una risoluzione rapida del conflitto?

Massimo Fortuzzi: Non ci sarà un grande rialzo. Il rimbalzo ci può stare perché gli investitori istituzionali hanno molta liquidità da impiegare, ma sarà solo per pochi e per i piccoli fondi: per realtà di grandi dimensioni, infatti, il rischio consiste nella difficoltà di capitalizzare nel corso di un mese la performance. Però resto positivo sulle prospettive dei mercati da qui a fine anno. Le attese sugli utili per azione delle società Usa prevedono una crescita del 10-12% grazie al taglio dei costi. È vero però che lo scorso anno l'eps è salito del 4% e il mercato è calato del 20 per cento. Facendo un tuffo nel passato, negli anni Ottanta il mercato è però cresciuto, con picchi e cadute, del 7% annuo, in linea con la media degli eps.

Fabrizio Fiorini: Non sono del tutto d'accordo. Anzi, i mercati potrebbero ripercuotere al contrario la strada fatta sulla scia dell'euforia che il pervasivo a ogni chilometro di avvicinamento a Baghdad. Quindi potremmo avere l'equity in correzione, i bond in recupero e l'euro in rialzo.

Gregorio De Felice: A mio avviso la reazione c'è già stata e ha portato a un relief rally (rally di sollievo, ndr). Qualche

«Un rimbalzo subito, per il futuro si vedrà»



I partecipanti al Forum di Borsa & Finanza. Da sinistra: Gregorio De Felice, capo ufficio studi, ricerca e analisi finanziaria di Intesa; Massimo Morchio, direttore investimenti di Ras am; Laura Galvagni (B&F); Fabrizio Fiorini, responsabile obbligazionario Aletti Gestelle; Ovidio De Paolini (B&F); Ugo Bertone (B&F); Carlo Gentili, Nextam partners; Sara Benezwiz (B&F); Alberto Foa, ad di Anima; Massimo Fortuzzi, ad di AAA bank; Gianluca Verzelli (di spalle), direttore investimenti di Bnp Paribas banque privée; Erano presenti anche Gherardo Spinola, responsabile azionario internazionale Azimut, e Simona Cornaglia (B&F).

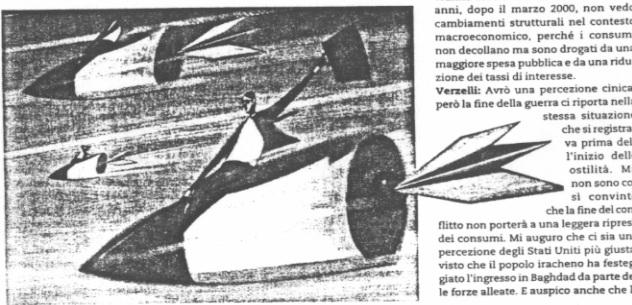
Fortuzzi: «La ripresa ci può stare ma sarà breve». De Felice: «Il rialzo del sollievo c'è già stato. Ora bisogna fare i conti con l'economia che peggiora»
Foa: «L'effetto pace? Fra il '39 e il '45 il Dow Jones è raddoppiato. Basare le strategie su calcoli del genere è insensato»

altro rialzo di proporzioni modeste ci può ancora stare. Ma ricordiamo che al termine della guerra del Golfo nel '91 l'azionario interruppe la fase di rialzo proprio con la fine del conflitto. Dopo si ebbe un periodo di elevata volatilità, tutt'altro che brillante. Ora l'attenzione tornerà a focalizzarsi sui fondamentali economici, che non sono brillanti né in Europa né negli Stati Uniti. Anzi, distratti dalla guerra, non in molti si sono accorti che soprattutto negli Usa gli

indicatori sono peggiorati, dall'occupazione agli ordini di beni durevoli, ai consumi delle famiglie. Gherardo Spinola: Cosa sarà ora la reazione dei mercati? Sono in dubbio, preferisco sospendere la valutazione. Massimo Morchio: Gran parte della reazione positiva dei mercati c'è già stata e ha riguardato solo una variazione della propensione al rischio e non un atteggiamento realmente diverso sugli sviluppi di utili e prospettive di

Dopo la fine della guerra quale sarà lo scenario macroeconomico?

Fortuzzi: Gli anni '90 sono stati di pace e di trasmissione di capitali verso investimenti civili, e non militari, che hanno generato un ciclo di progresso tecnologico. Nel prossimo decennio la geopolitica conterà molto e gli equilibri tattici saranno continuamente da rivedere. Per questo le visioni di asset allocation dovranno essere almeno annuali. Da tre anni, dopo il marzo 2000, non vedo cambiamenti strutturali nel contesto macroeconomico, perché i consumi non decollano ma sono drogati da una maggiore spesa pubblica e da una riduzione dei tassi di interesse. Verzelli: Avrà una percezione cinica, però la fine della guerra ci riporta nella stessa situazione



che si registra prima dell'inizio delle ostilità. Ma non sono così convinto che la fine del conflitto non porterà a una leggera ripresa dei consumi. Mi auguro che ci sia una percezione degli Stati Uniti più giusta, visto che il popolo iracheno ha festeggiato l'ingresso in Baghdad da parte delle forze alleate. È auspicio anche che le

Morchio: «Guerre e pestilenze non hanno schiacciato i prezzi. È un buon segnale per puntare sulle azioni». Spinola: «Occasioni? Ce ne sono. Persino in Giappone»

tensioni in Europa rientrano e ci sia un più cauto approccio dei Paesi che si erano schierati contro il conflitto e quindi contro la decisione aglo-americana. La ripresa degli investimenti sarà limitata al settore della difesa, perché c'è il timore che le tensioni si allarghino ad altre aree come la Siria e l'Iran.

Gentili: Finalmente siamo tornati alla normalità, che comporta anche la presenza di conflitti. A differenza degli anni '90, che sono stati caratterizzati da un conformismo politico. Per chi fa una gestione attiva questo è un periodo che offre spunti interessanti, perché in un momento di crisi le aziende che sapranno reagire meglio verranno premiate. Quindi bisogna andare a individuare singole storie di qualità.

Foa: Sono impressionato dalla lungimiranza dei miei colleghi, che fanno stima per il futuro. Negli ultimi 12 mesi, infatti, tutte le previsioni effettuate si sono ribaltate. Del resto, dal '39 al '45 il valore del Dow Jones è raddoppiato e non era certamente un periodo di pace. Vorrei fare un'osservazione e un'analisi. L'osservazione è che non è l'economia che muove la Borsa ma viceversa, in quanto l'158.950 è il più grande leading indicator. Infatti, quan-

do si è sgonfiata la bolla del marzo 2000 i mercati sono crollati, eppure gli effetti reali sul pil della caduta della new economy si sono visti solo nel 2001. Per passare all'analisi, negli anni '90 si è registrato un eccesso di investimenti che oggi scontiamo. Aggiungiamo che gli Usa sono il Paese più indebitato al mondo, ma il debito estero è del settore privato, non del settore pubblico. Per contro, il Giappone è il Paese con la più alta propensione al risparmio che fa da contraltare agli Usa. Quindi è necessario un riequilibrio tra Giappone e America. In Europa invece è tutto più equilibrato.

De Felice: La guerra praticamente è finita e i toni prebellici si sono rivelati infondati, come quello dell'aumento del prezzo del petrolio. Gli indici di fiducia negli Stati Uniti si riprenderanno. Il premio per il rischio guerra tende a scomparire, e questo per i tassi a lungo significa mezzo punto in meno. Ci si aspetta un rally di sollievo tra il 10% e il 15% che durerà un mese circa, poi si tornerà a ragionare sui fondamentali che sono peggiori di quelli che avevamo lasciato prima del conflitto. E questo è vero per gli Usa che per l'Europa. Gennaio e febbraio sono stati due mesi di consumi negativi, e lo stesso dovrebbe ripetersi per marzo. Le attese per la crescita del pil sono poco sopra il 2%, che non prelude però a una duratura ripresa del mercato azionario.

Morchio: Come ha osservato Foa, nessuno di noi ha la capacità di prevedere il futuro. Alla fine del 2002 tutti si aspet-

tavano una ripresa quest'anno. Ora siamo preparati al peggio ed è più difficile essere sorpresi in modo negativo. Ma il fatto che guerre e pestilenze non abbiano inciso troppo sui corsi del mercato, mi fa pensare che potrebbe non essere così sbagliato tornare a investire in azioni.

Fiorini: La situazione dopo la guerra non è cambiata. Per me in questo momento è meglio comprare bond.



GIANLUCA VERZELLI
Bnp Paribas

In questo contesto, quali saranno i settori e le società italiane che potranno trarre benefici dalla fine del conflitto?

Spinola: Non abbiamo modificato la composizione del nostro portafoglio in funzione della guerra. Ritengo però che alcune buone occasioni siano presenti particolarmente in Europa e in misura minore in Giappone.



CARLO GENTILI
Nextam partners

Morchio: La nostra attività di gestione è basata essenzialmente sullo stock picking. Quindi andiamo a pescare i temi interessanti che di volta in volta si presentano, indipendentemente dal contesto.

Foa: Noi facciamo gestione attiva, siamo degli stock picker che si muovono sui mercati sempre in cerca delle opportunità da sfruttare. Le previsioni, come il già detto, non sono il nostro mestiere.

Fiorini: I settori telecom ed energia potranno beneficiare non del fatto che la guerra è finita, bensì del processo di ri-

Gentili: «Per parte mia scelgo Autogrill»
De Felice: «Energia e costruzioni. È presto per i cicli»
Fortuzzi: «Non sono d'accordo, la ripresa ripartirà proprio da lì»

strutturazione dei bilanci il primo e del fatto che è l'unico capace a generare un forte cash flow il secondo. Inoltre, la discesa del petrolio è stata meno rapida di quanto ci si attendeva. De Felice: Ritengo che le società impegnate nelle grandi costruzioni e quelle operanti in campo petrolifero, come ha già sottolineato Fiorini, potranno dare le maggiori soddisfazioni. Per i titoli ciclici, invece, è ancora presto. Potremo anche registrare una ripresa del comparto assicurativo, molto penalizzato nell'ultimo periodo.

Fortuzzi: Non sono d'accordo. Penso infatti che i cicli potranno ripartire con soddisfazione di tutti.

Gentili: Faccio un solo nome, Autogrill. La società, infatti, è sottovalutata e ha buoni fondamentali: è naturale quindi che possa beneficiare di una ripresa dei consumi. Verzelli: In questo contesto non ha senso ragionare per settori. Al limite si possono fare alcune osservazioni su comparti che sono rimasti più indietro e che hanno valutazioni interessanti come il bancario e l'assicurativo. Abbiamo un portafoglio azionario molto diversificato per limitare il rischio, e sele-

(continua a pagina 10)

I conflitti e l'economia dalla Seconda guerra mondiale all'Irak, passando per Corea, Vietnam e Desert Storm

SPESA PER LA DIFESA* Quota in % del Pil Quota picco del PIL	II GUERRA MONDIALE 1940 37,9%	COREA 1950 14,1%	VIETNAM 1965 9,4%	GUERRA DEL GOLFO 1991 4,8%	GUERRA IN IRAK 2002 4,1%**
	1944	1953	1968	1992	2003

COS'È SUCCESSO

La crescita media durante del 12% stata della guerra, ma l'inflazione è balzata al 10% dal 1945-48 dopo che i controlli dei prezzi furono eliminati.

Le grandi manovre per la guerra hanno spinto la crescita oltre il 7% nel 1951. Ma, mentre l'inflazione è andata alle stelle, i controlli sui prezzi vennero reintrodotti.

Le alte spese per la difesa hanno dato il via al boom, ma hanno generato il surriscaldamento dell'economia che ha portato ai colli della spesa e ai prezzi del 1971.

Quella del Golfo è stata una guerra troppo corta e con costi troppo bassi per spingere il motore economico. In ogni caso, aveva spinto l'inflazione (esclusi gli alimentari ed energia) al 6% all'inizio del 1991.

Un balzo notevole delle spese della difesa dovrebbero favorire una ripresa economica. Ma, nonostante lo stimolo, l'inflazione (escluso l'energia) dovrebbe rimanere bassa.

* ANNO FISCALE ** STIMATO