

7 0 5 1 3  
9 4771394677303  
UK £3.40 - Ch.fr. 10.00  
Francia € 6.00



**Fidelity**  
INTERNATIONAL

Premio Morningstar  
Miglior Società Multi Asset  
2014 - 2015 - 2016  
**2017**

**FINTECH ITALIA LA MAPPA DI CHI INSIDIA LE BANCHE** **TRIMESTRALI SORPRESA, I PROFITTI FANNO BOOM**

**MILANO FINANZA**

www.milanofinanza.it



**Fidelity**  
INTERNATIONAL

Premio Morningstar  
Miglior Società Multi Asset  
2014 - 2015 - 2016  
**2017**

€ 4,20\* Sabato 13 Maggio 2017 Anno XXIX - Numero 093 MF il quotidiano dei mercati finanziari *Classeditori* Spedizione in A.P. art. 1 c.1 L. 46/04, DCB Milano \*Offerta indivisibile con MF Fashion (Milano Finanza € 3,80 + MF Fashion € 0,40)

**LE INTERVISTE DOC**

<b>Warren Buffett</b> Perché non bisogna uscire dalla borsa	<b>Gianni Tamburi</b> Piazza Affari, la rincorsa è solo all'inizio	<b>Renato Mazzoncini</b> Ferrovie si quoterà così E su Alitalia...	<b>Klaus-Peter Roehler</b> Allianz in Italia vola grazie agli agenti
--	---	---	---

**FONDI OBBLIGAZIONARI** Nonostante i tassi rasoterra un gruppo di gestori riesce a dare rendimenti anche clamorosi. Come fanno?

# Quelli che rendono

(e quelli che vanno indietro) il **18%**

**ORSI & TORI**  
DI PAOLO PANERAI

**M**aria Elena Boschi è colpevole? Se al vertice della Banca d'Italia ci fossero stati ancora uomini come Guido Carli o Carlo Azeglio Ciampi, neppure il dubbio della colpa avrebbe sfiorato la giovane sottosegretaria alla presidenza del Consiglio per quanto riguarda i tentativi di salvataggio della Banca Etruria di cui era vicepresidente suo padre. Per una semplice ragione: il salvataggio delle banche non aveva tempo di arrivare, con Carli e Ciampi, nella sfera politica perché allora la Banca d'Italia, anche come organo di controllo del sistema bancario attraverso la cosiddetta Vigilanza, anticipava i possibili crack. In effetti ad assolvere la sottosegretaria Boschi è lo stesso Ferruccio de Bortoli, che nel suo ultimo bel libro, *Poteri Forti (o quasi)*, ha raccontato di contatti fra la Boschi e il ceo di allora di Unicredit, l'onestissimo e pacato Federico Ghizzoni, perché la seconda banca italiana salvasse l'Etruria. Venerdì 12 il *Corriere della Sera* ha pubblicato una bella foto della Boschi e di Ghizzoni durante la festa di celebrazione di 15 anni di Unicredit. Nel contesto presente già allora di una Bankitalia passiva, può essere colpevole che la Boschi abbia parlato dell'Etruria, istituto di credito della sua città oltre che co-guidata da suo padre? Con l'onestà che lo contraddistingue, lo stesso de Bortoli non ha obiettato alla precisazione di Unicredit che allora non ci furono pressioni, rimanendo plausibile che la Boschi incontrando il capo di Unicredit abbia potuto parlare della situazione della



## Mettere al primo posto i tuoi progetti ci ha fatto meritare il primo posto.

L'attenzione che dedichiamo ai progetti di vita delle famiglie italiane ci ha fatto meritare la fiducia di un milione di risparmiatori\* e ci motiva ogni giorno a fare sempre meglio. Questo impegno si riflette nella qualità delle nostre soluzioni di investimento, che hanno ricevuto numerosi e prestigiosi riconoscimenti. Dai più valore ai tuoi risparmi con ANIMA.

Anche nel 2017 ANIMA è stata premiata come **miglior gestore di fondi Italia Big**

[www.animasgr.it](http://www.animasgr.it)

**ANIMA** CHI RISPARMIA ANIMA

\*Fonte: ANIMA. Per maggiori informazioni consultare il sito [www.istituto-qualita.com](http://www.istituto-qualita.com). Prima dell'adesione leggere il KIID, che il proponente l'investimento deve consegnare prima della sottoscrizione nonché il Prospetto pubblicato e disponibile presso la sede della società, i soggetti incaricati della distribuzione e sul sito internet [www.animasgr.it](http://www.animasgr.it). I rendimenti passati non sono indicativi di quelli futuri. Il collocamento del prodotto è sottoposto alla valutazione di appropriatezza o adeguatezza prevista dalla normativa vigente. Il valore dell'investimento e il rendimento che ne deriva possono aumentare così come diminuire e, al momento del rimborso, l'investitore potrebbe ricevere un importo inferiore rispetto a quello originariamente investito. Messaggio pubblicitario.

quello che sono i rendimenti dei titoli di Stato e dell'immobiliare, che vi si adattano piuttosto velocemente e in maniera abbastanza diretta. Le azioni non si adeguano allo stesso modo ma hanno lo stesso principio: qualsiasi investimento vale tutto quello che è il cash che ne tiri fuori quando disinvestirai, attualizzandolo a oggi.

**D. Secondo Bernanke i tassi resteranno bassi, intorno al 3%, per molto tempo. È d'accordo?**

**R.** Nel 2009 nessuno pensava che ci sarebbe stata una ripresa come quella che c'è stata, con 100 mila nuovi posti di lavoro al mese. L'economia ora va bene. Le persone non si aspettavano che i tassi sarebbero saliti così lentamente. Io non pensavo, nel 2009, che avremmo avuto questi tassi sette anni dopo. Ma chiunque oggi preferisca le obbligazioni alle azioni sbaglia. Sono anni che lo dico. Le azioni possono scendere anche del 50%, ma anche il bond a 30 anni può scendere a quel livello con questi tassi. Le obbligazioni non sono una buona scelta rispetto alle azioni e questo è dettato dalla matematica.

**D. Attendeva con ansia l'esito delle elezioni francesi?**

**R.** Sono andato a letto molto presto! Non ricordo di aver mai comprato o venduto in base all'esito delle elezioni. A qualsiasi elezione.

**D. Non si ritiene bravo nell'investimento d'impulso?**

**R.** Pensate a tutti gli eventi successi nei 75 anni trascorsi da quando ho cominciato a investire. Se avessi reagito a ogni cosa, la mia performance storica non sarebbe buona, perché in alcuni momenti sarei rimasto fuori dal mercato; e a me non piace stare fuori dal mercato. Per me non è stare dentro o fuori dal mercato, io voglio avere delle aziende. Se comprassi un'azienda agricola, non la comprerei in funzione di chi è presidente o dell'esito delle elezioni, ma in base al business.

**D. L'economia americana ora le sembra adeguata al dato sul pil, che è allo 0,7%?**

**R.** No. Penso che dalla crisi del 2009 sia cresciuto a un tasso del 2%. Deviazioni da questo dato derivano probabilmente da problemi che riguardano la raccolta delle informazioni o da fattori stagionali, oppure perché le misurazioni sono paragonate al trimestre di un anno prima e quindi il cambiamento di due decimi diventa un ottavo annualizzato... Insomma, cose matematiche. Non guardo quei dati con troppa attenzione. È ovvio: nel 2008-2009 l'economia si stava sgretolando, è ovvio che allora era importante capire quanto velocemente si stesse sgretolando rispetto a recessioni passate. Lì ho guardato meglio i numeri, ma non ho mai agito in funzione del pil. (riproduzione riservata)

**PARLA TAMBURI** Nel suo libro *Prezzi & Valori* aveva anticipato la forte sottovalutazione di tanti titoli azionari italiani. Ma adesso teme che Piazza Affari sia cresciuta troppo velocemente? Al contrario...

## Gli analisti? In analisi

di Gabriele Capolino

**S**e Warren Buffett è considerato un investitore leggendario, Gianni Tamburi, 63 anni, fondatore di Tip-Tamburi Investment Partners, si è guadagnato una solidissima fama di investitore accorto e in grado di scoprire valore dove altri non riescono. Le performance di Tip in borsa sono ragguardevoli: più 41% da inizio anno e 50% medio di ritorno ai suoi soci negli ultimi cinque anni. Merito anche di uno stile di investimento contrarian, come quando considerò un affare, in beata solitudine, la Fiat che Marchionne stava costruendo. Oppure quando, nell'agosto del 2016, incitò i gestori a comprare azioni delle banche italiane attaccate dalla speculazione internazionale. Da allora la borsa italiana è stato uno dei migliori investimenti al mondo, ma a giudicare dal pil e dai conti pubblici ciò potrebbe sembrare stonato. E allora *MF-Milano Finanza* è andato a chiedergli se ha cambiato opinione.

**Domanda. A maggio vige sem-**

**pre il monito Sell in May and go away, vendete tutto e andate in vacanza. Molti suggeriscono di farlo, perché la borsa italiana è salita del 13% da inizio anno e si sente dire che molte valutazioni cominciano a essere tirate. Che ne pensa?**

**Risposta.** In ottica di trading, visti i notevoli rialzi di questi ultimi mesi, qualcosa si potrebbe anche in parte alleggerire, però credo che il trend resti buono, per cui il grosso del patrimonio sia in azioni sia in obbligazioni lo terrei.

**D. Nel libro *Prezzi & Valori*, che ha scritto assieme al team di Tip e di cui in questi giorni esce anche l'edizione in inglese, avete affrontato molti temi legati alla valutazione delle aziende, sottolineando diversi manifesti casi di sottovalutazione borsistica di titoli italiani. A distanza di cinque mesi, questi titoli come si sono comportati?**

**R.** L'enorme soddisfazione per chi ha concepito e poi scritto quel libro tempo fa è quella di avere avuto il coraggio di mettere per iscritto e poi cercare anche di dimostrare che i mercati di tutto il mondo sarebbero cresciuti ancora, pur avendo raggiunto i massimi nell'estate 2016 (il libro era stato completato in novembre, ndr). Ora la crescita è praticamente quotidiana, con l'America che è andata ancora su e l'Europa che sta facendo esattamente quello che avevamo previsto. Pensate alle decine di titoli che oggi sono al di sopra di tutti i target price indicati dai broker, a dimostrazione della confusione mentale di una buona parte degli analisti.

**D. Finita la paura francese con l'elezione di Macron, l'attenzione dei ribassisti mondiali sembra volersi dirigere verso l'Italia, considerata di nuovo**

**l'anatra zoppa. Lei ha la stessa impressione?**

**R.** Assolutamente no, anzi. Morgan Stanley ha appena pubblicato uno studio che fa prevedere ancora anni di forti afflussi sulle borse europee e anche su quella italiana.

**D. Un'analisi delle trimestrali compiuta in questo numero mostra una sorpresa: i risultati tendono a essere molto migliori del previsto. Se lo aspettava? Non lo giudica uno squarcio di sole in una giornata plumbea?**

**R.** Come abbiamo scritto nel libro pubblicato con voi di *MF-Milano Finanza*, da anni ormai le previsioni di utile sono regolarmente smentite in positivo. L'anno scorso ben i due terzi degli analisti hanno sbagliato le stime sullo S&P 500, il mercato più trasparente al mondo. Pensate che, se si dovessero rispettare le loro stime, secondo Bloomberg, il margine operativo lordo di tutte le società che fanno parte di quell'indice dovrebbe crollare di oltre il 20% già nei prossimi trimestri, una cosa assurda. E la paura, unita all'incapacità ormai acclarata della maggior parte degli analisti di capire quan-



*Prezzi & Valori, il libro di Gianni Tamburi e del team di Tip, è anche in edizione inglese. Per info: [www.classabbonamenti.com](http://www.classabbonamenti.com)*



Giovanni Tamburi

**D. Carlo Messina, capo di Intesa, ha richiamato il governo e i politici sulla necessità di affrontare la riduzione del debito pubblico. Questo governo può provarci?**

**R.** Qualsiasi governo italiano deve provarci. Quello del debito pubblico è il più grande tema del Paese e in particolare il governo Gentiloni, essendo chiaramente a termine, dovrebbe farlo. E anche a Renzi converrebbe molto.

**D. L'altra spada di Damocle che riguarda sia le finanze pubbliche sia le valutazioni aziendali è la fine del Quantitative easing della Bce. Secondo lei quando comincerà a influenzare davvero le valutazioni?**

**R.** Non è un problema attuale. Anche negli Usa tante banche e tanti analisti superficiali e banali continuano a brandire la fine del Qei come una clava per spaventare i clienti, ma ogni giorno di più si dimostra che, come scrivevamo in *Prezzi & Valori* mesi fa, l'effetto di tutto ciò è praticamente zero. E vedrete che sarà così ancora per un bel po' di tempo.

**D. Per stimolare l'investimento azionario il governo ha lanciato i Pir. Che impressione ha di questo provvedi-**

**mento di agevolazione fiscale?**

**R.** Ottima: è uno dei modi per avvicinare l'enorme risparmio privato italiano al capitale delle imprese. Bisogna però fare ancora di più per dare modo agli imprenditori di affrontare l'accenuato dinamismo impresso da globalizzazione e digitale e i passaggi generazionali.

**D. L'impressione però è che il Pir sia stato vestito come un ausilio per l'investimento nei titoli di piccole aziende, mentre nella concreta attuazione si rivolge al massimo ai titoli di medio-alta capitalizzazione.**

**R.** Il problema è che di piccole società quotate ce ne sono ancora poche, per cui comunque i Pir aiutano e incentivano a investire in borsa in ottica di medio termine, cosa di cui c'è molto bisogno, a prescindere dal tipo di titoli; e infatti da mesi sono aumentati i volumi, è calata la volatilità, c'è molta più attenzione alle piccole e medie imprese, per cui sono comunque un bene.

**D. Lei è sempre stato un po' scettico sull'efficacia dell'Aim come borsa delle piccole aziende. Il 9 maggio *MF-Milano Finanza* ha anticipato**

**che il comitato Aim ipotizza di introdurre una soglia minima di raccolta di 2,5 milioni per essere ammessi. È la pietra tombale del mercato?**

**R.** Attenzione, noi siamo, con Digital Magic e Telesia, tra i maggiori investitori sull'Aim. E stiamo guardando varie altre società. Però molti operatori hanno paura della scarsità dei volumi; di fatto molte delle società è come se non fossero quotate, altre sembrano non vedere l'ora di scappare sul Mta, per cui la strada è ancora lunga. Secondo me non

è sbagliato mettere una soglia minima, perché il rischio è che altrimenti ci si ritrovi con tante botteghe troppo piccole per poter attrarre dei seri investitori.

**D. È soddisfatto di questa prima parte dell'anno per Tip?**

**R.** Più che soddisfatto. Il titolo è salito di oltre il 40%, nei giorni scorsi abbiamo superato il 50% medio annuo di total return a 5 anni. Poi quasi tutte le società del gruppo Tip stanno andando molto bene e questa è la cosa più importante. Che si vuole di più?

**D. Nell'agosto 2016 un suo appello, attraverso *MF-Milano Finanza*, ai gestori affinché investissero anche almeno l'1% delle masse nelle banche italiane per far fuggire i ribassisti, è stato foriero di ottime plusvalenze per chi lo avesse seguito. È ancora del parere?**

**R.** Sempre di più. Mi spiace solo non essere minimamente esperto di banche per poter dar vita a qualche strumento organizzato di investimento. Pensi ha chi ha investito nell'aumento di capitale Unicredit, in pochi giorni ha realizzato un forte capital gain. E forse non è finita. (riproduzione riservata)