

IL FORUM DEI GESTORI

LE OCCASIONI DA COGLIERE SU AZIONI BOND E VALUTE

Crescita e leva fiscale

Politica e rally italiano

Il ruolo dei titoli difensivi

Le mosse sui finanziari

GLI ESPERTI

Sovrappesare
l'azionario e
selettività sui bond

I SETTORI

Caccia al valore
tra banche, petroliferi
e titoli industriali

IL FORUM DEI GESTORI

Non ci sarà recessione e dai mercati ancora occasioni da cogliere

■ Anche quest'anno si è tenuto il consueto forum con i gestori presso la sede del Sole 24 Ore. Questa è la 23esima edizione e conferma una volta di più quanto sia consolidato ormai l'appuntamento con i lettori. I consigli degli esperti sono sempre utili, soprattutto se la situazione dei mercati finanziari è incerta. Il 2018 non è stato un anno semplice per i lettori e capire come affrontare il 2019 non è affatto banale. Come di consueto sono intervenuti all'appuntamento esperti di grandi case di investimento italiane ed estere e hanno spiegato quale sia il loro approccio al mercato e, soprattutto, in che modo si muovano per cercare di limitare il grado di rischio dell'investimento e per garantire un adeguato livello di diversificazione, fattore imprescindibile per creare un portafoglio efficiente, piccolo o grande che sia.



COVER STORY a cura di
Isabella Della Valle
e Marzia Redaelli



ANDREA CONTI

50 ANNI
Responsabile Macro Research di Eurizon, la Sgr del gruppo Intesa Sanpaolo. Eurizon è un player di spicco nel panorama europeo dell'asset management che propone un'ampia offerta di prodotti, diversificata per filosofia di gestione, stile e profilo di rischio/rendimento. È tra i leader del settore in Italia con un patrimonio di 312 miliardi di € che arriva a quasi 400 includendo la partecipazione in Cina.



FABRIZIO FIORINI

50 ANNI
Responsabile investimenti e vice direttore generale di Pramerica Sgr, società che offre una diversificata proposta di soluzioni d'investimento, tra cui gestioni patrimoniali, fondi comuni, sicav e gestioni per clienti privati e istituzionali. La società gestisce 60 miliardi di € e ha una capacità di investimento globale grazie anche al network Pramerica Financial di cui fa parte.



MANUEL POZZI

42 ANNI
Direttore Investimenti di M&G Investments, tra le principali società di gestione del risparmio internazionali. Fondata a Londra nel 1931, M&G Investments è parte di M&G Prudential, il business dedicato agli investimenti e alla gestione del risparmio costituito ad agosto 2017 dalla controllante Prudential PLC, con un patrimonio gestito pari a 386,6 miliardi di euro (al 30 giugno 2018).



FRANCESCO SANDRINI

48 ANNI
Head of multi asset balanced, income and real return in Amundi, il più grande asset manager in Europa per patrimonio gestito e tra i primi dieci a livello globale. Amundi gestisce, attraverso sei principali centri d'investimento - Boston, Dublino, Londra, Milano, Parigi e Tokyo - asset per oltre 1.470 miliardi di euro (al 30 settembre 2018).



ALESSANDRO TESTORI

46 ANNI
Direttore investimenti di Axa Investment Managers Italia. Axa I.M. tra le principali società di gestione del risparmio internazionali, con circa 759 miliardi di euro di asset in gestione (al 30/06/2018), Axa I.M. impiega oltre 2.390 dipendenti in tutto il mondo e opera su 30 uffici in 21 paesi. Axa I.M. fa parte del gruppo Axa, leader mondiale nella protezione finanziaria e nella gestione patrimoniale.

Il volano per la crescita economica è la leva fiscale

SCENARIO

La politica ora si rende conto dell'importanza di stimolare il sistema

■ Il 2018 è stato un anno complesso dove la variabile politica si è rivelata determinante soprattutto per le sorti del listino italiano. Molti ancora i punti da chiarire per cercare di tracciare una direzione dei mercati. Con l'aiuto dei gestori ecco cosa possiamo aspettarci per il 2019.

Tentori. Il tema dominante sarà un rallentamento sincronizzato così come il tema dominante lo scorso anno poteva essere una crescita sincronizzata che ci portò ad avere un'esposizione a prodotti a rischio. Probabilmente non ci sarà una recessione il prossimo anno ma si comincerà a parlare di recessione dalla seconda metà dell'anno prossimo in poi.

Fiorini. Tutto il mondo si aspetta che nel 2018 ci fosse un'accelerazione, che non c'è stata perché l'intervento scomposto della politica ha precluso questo scenario e il mercato ha pensato che il passaggio successivo fosse la recessione. La recessione non la vedremo per diversi anni, questo è un ciclo economico completamente diverso da quelli del passato e il rallentamento economico è il nuovo paradigma, che ci mantiene sui livelli in linea con il potenziale e ci permette di generare inflazione che è il vero obiettivo delle banche centrali. Inoltre la politica si sta rendendo conto che serve un intervento fiscale a sostegno della crescita economica. Qualcosa che è mancato nei cinque anni precedenti. E quindi è un plus in

termini prospettici. Il vero problema di quest'anno è che l'intervento è stato fatto nella direzione giusta in modo sbagliato. L'esempio di Macron è eclatante: ha fatto una scelta sbagliata alzando le accise e ha fatto la scelta giusta capendo che occorre intervenire sul ceto meno agiato. L'intervento sull'Italia da parte dell'Europa in questo senso, non è tanto la condanna del 2%; è la condanna di come è composto quel 2%. Infine il contributo delle banche centrali dovrebbe essere di accompagnare questo stimolo fiscale senza contrastarlo con una politica monetaria restrittiva.

Sandrini. Siamo in una fase tardiva del ciclo e non è interesse né di Trump né di Xi Jinping esacerbare i rapporti provocando una recessione. Però c'è un'anomalia legata alla dimensione enorme dei bilanci delle banche centrali. Negli Stati Uniti i tassi di interesse si sono alzati di 200 punti base e l'effetto sui mercati emergenti è stato simile al rialzo di 300 punti base del 1994, quando si scatenò la crisi del Peso messicano. Le politiche monetarie si fanno restrittive dopo anni di espansione e dobbiamo fare i conti con gli effetti collaterali. Inoltre, anche gli istituti di credito, che hanno ruoli primari sul mercato obbligazionario, hanno cominciato a ridurre l'indebitamento. Ciò significa che non possiamo più contare sulle banche per alimentare la montagna di credito in circolazione. È un cambio di paradigma completo, e bisogna muoversi con estrema cautela, soprattutto nel settore obbligazionario più remunerativo.

Pozzi. Non abbiamo preoccupazioni per l'economia Usa. I consumatori americani hanno meno leva finanziaria rispetto a 10 anni fa, le banche mostrano bilanci solidi e una

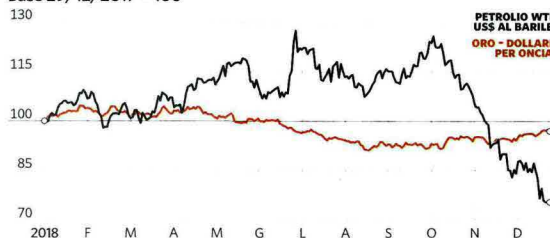
buona redditività e il livello dei tassi a lungo termine è uguale a due anni fa. Allora il mercato era super positivo, saliva e il trentennale aveva lo stesso rendimento di oggi. Quello che è aumentato sono i tassi a breve e a medio. Nel 2019 il ciclo di rialzi proseguirà, ma il livello di stretta monetaria non è assolutamente paragonabile ai cicli passati. L'economia europea invece ha la grande incognita di Brexit; fino a marzo non avremo grandi idee in più rispetto a quelle che abbiamo avuto negli ultimi due anni sul futuro di Brexit e il suo impatto per il resto d'Europa. Se non succederà niente di drammatico, l'economia europea tornerà a crescere a un livello che è più vicino al potenziale, attorno all'1,7% e gli utili aziendali potranno tornare a crescere sui livelli normali.

Conti. Il 2019 sarà un anno di potenziale crescita, ma finché il dibattito rimane sul tema «il 2020 sarà l'anno di recessione» è difficile che i mercati si comportino in maniera normale. Se la Fed e la paura della guerra commerciale si calmeranno, allora il rallentamento che abbiamo visto in Europa e negli emergenti si arresterà. Sarà interessante guardare quello che farà la Cina che sta pilotando questo «rallentamento controllato» della sua economia in maniera molto precisa e sta ridando stimolo all'economia. Quindi dobbiamo vedere quanto ci metterà l'economia cinese a recepire lo stimolo che le autorità stanno dando e potremmo avere l'America che rallenta un po', la Cina e gli emergenti che ripartono. In Eurozona, invece, i temi saranno politici. Le elezioni europee ci terranno impegnati fino a maggio e dopo si parlerà della successione di Draghi e dell'eventuale rialzo dei tassi.

L'economia nel mondo

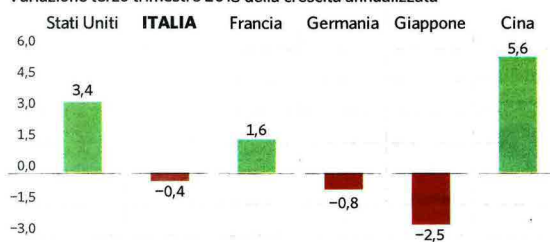
MATERIE PRIME

Base 29/12/2017 = 100



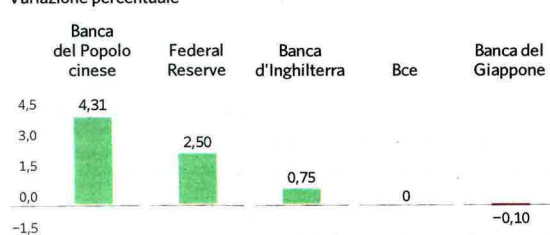
IL PRODOTTO INTERNO LORDO

Variazione terzo trimestre 2018 della crescita annualizzata



I TASSI DI INTERESSE DELLE BANCHE CENTRALI

Variazione percentuale



© RIPRODUZIONE RISERVATA

Sovrappesare l'azionario e selettività sui bond

ASSET ALLOCATION

Investimenti tematici e mercato del credito i temi interessanti

■ Cauto ottimismo sull'azionario e selettività sui bond. Ok al settore tecnologico, mentre c'è più scetticismo sull'Europa. È questo in sintesi il sentiment dei gestori

Tentori. Poiché lo scenario macro è stato già prezzato, è lecito attendersi una performance importante all'inizio del 2019 quindi un classico rally di gennaio. L'equity deve tener conto di trend tematici e quello sui prodotti della tecnologia è uno dei principali e di lunga portata: l'offerta di titoli legati a questo tema è dominata dalla Silicon Valley, quindi un investimento legato alla tecnologia ha uno sbilanciamento verso gli Stati Uniti e forse anche Corea e Giappone. Anche sul fixed income il mercato Usa è interessante con i rendimenti reali a questi livelli. In Europa la scommessa è sull'Italia; se il mercato dovesse stabilizzarsi sarebbe un hot performer nel 2019 sia sul debito pubblico, sia sui bancari. Sul tecnologico c'è stato un repricing importante negli ultimi tre mesi, ma se la rivoluzione digitale è ancora in atto anche a questi livelli di utili non ci appaiono cari.

Fiorini. Le asset class sono sicuramente l'azionario, in sovrappeso perché ha avuto una correzione dettata dai timori di recessione; invece sono scettico sull'obbligazionario europeo, perché la normalizzazione dei tassi è una medicina e non un problema per l'Europa. Sono più costruttivo sui governativi Usa, perché il Treas-

ury al 3% secondo me rappresenta un valore che resisterà per diverso tempo. Il problema del Treasury è il dollaro, che potrebbe soffrire. La diversificazione valutaria per un europeo sarà estremamente dannosa il prossimo anno, mentre l'euro potrebbe essere la valuta principale. Gli emergenti possono fare molto bene e sono un asset class su cui differenziare in termini di bond, equity e valuta.

Sandrini. Condivido la lettura precedente sulla parte azionaria. Parte della correzione è già avvenuta e le aspettative macro implicite sia a livello deflativo, sia di crescita nei corsi azionari sono un buon punto di entrata per costruire una posizione per il 2019. Al livello di diversificazioni geografiche abbiamo ridotto il sovrappeso sugli Stati Uniti perché tutte le carte sono scoperte sul tavolo dal punto di vista della politica fiscale e abbiamo aumentato l'esposizione sugli emergenti, partendo dalla Cina che sta mettendo in piedi uno stimolo fiscale e monetario. Non puntiamo invece sull'India finché non sarà chiaro il rapporto tra la parte di esecutivo che guida le politiche fiscali e l'autonomia della banca centrale. Sull'Europa la correzione è stata molto violenta però ci sarà la sedimentazione dei rischi geopolitici nel breve periodo e, credo, un rimbalzo nella prima parte di quest'anno.

Pozzi. A eccezione degli Stati Uniti, oggi diversi mercati sono a sconto e offrono un punto d'ingresso interessante. Se si paga un mercato italiano dieci volte gli utili è un punto di partenza interessante. E così altri mercati europei più vicini a 12 volte gli utili stimanti dal consenso per il 2019. Sulla parte obbligazionaria, invece, abbiamo il problema di non essere investitori americani, se lo fossimo si po-

trebbe investire in titoli di stato o credito di buona qualità con rendimenti che vanno dal 3 al 4/4,5%. Però siamo investitori europei, ragioniamo in euro, e ci scontriamo con dei tassi free risk che non sono tassi ma tasse. Perché sono rendimenti negativi piuttosto importanti. La fortuna per chi dovesse avere liquidità da investire è che negli ultimi tre mesi si stanno creando opportunità di mercato interessanti sul lato del credito. I corporate bond europei hanno iniziato a sven- dere, prima per il tema Italia, soprattutto sul settore high yield, e c'è stato un aumento degli spread importante; tanto che oggi molti emittenti tripla B hanno spread da alto rendimento. Vediamo opportunità su alcune fasce del credito investment grade, anche su scadenze lunghe, ma dobbiamo rimuovere il rischio tasso. Sulla parte emergente era dal 2009 che non si vedevano rendimenti medi degli indici Embi Plus oltre il 7% e anche sulla parte in valute locali. Oggi quasi tutte le valute, a eccezione del Ren- mimbi cinese, sono sottovalutate. Il che diventa un punto di ingresso più interessante dal punto di vista del profilo rischio-rendimento.

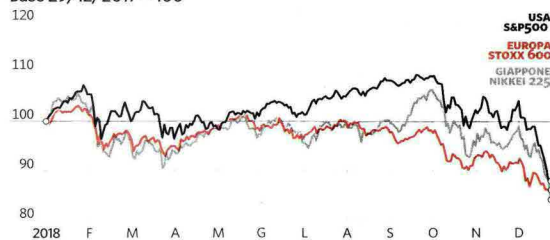
Conti: Nel 2019 i mercati azionari potrebbero riprendere quel sentiero di apprezzamento abbandonato a febbraio. Noi abbiamo un atteggiamento di moderato sovrappeso sui mercati azionari che però non possono salire se non sale l'America. Sovrappesiamo anche Giappone ed emergenti, meno l'Europa per l'incertezza politica. Nel mondo obbligazionario, preferiamo titoli emergenti in valute forti e governativi Usa a breve e media scadenza, che presentano rendimenti interessanti. Molto dipenderà però dal dollaro.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

I mercati finanziari nel 2018

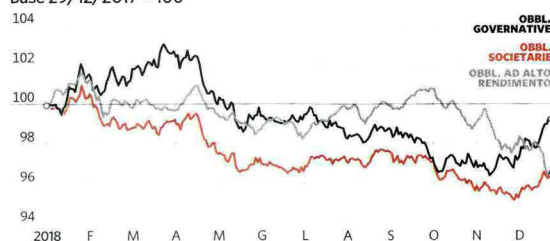
INDICI AZIONARI

Base 29/12/2017 = 100



INDICI OBBLIGAZIONARI GLOBALI

Base 29/12/2017 = 100



VALORE DELL'EURO VERSO LE ALTRE VALUTE

Apprezzamento/calo nel 2018. Var. %

Vs Dollaro Usa	-5,0
Vs Sterlina inglese	1,1
Vs Franco svizzero	-3,5
Vs Yen Giapponese	-6,8
Vs Yuan cinese	0,7
Vs Rublo russo	12,8

Il rally italiano dipende dal rischio politico

Il recupero del mercato finanziario tricolore è legato alla fiducia degli investitori sulla stabilità di sistema

Il mercato finanziario italiano è penalizzato dall'incertezza politica, ma potrebbe essere la sorpresa del 2019, se l'economia europea si stabilizza e le tensioni, anche internazionali, rientrano. Ecco cosa pensano i gestori di Piazza Affari e Btp.

Tentori. Basterebbe un rallentamento anche esiguo della crescita in Italia per riportare lo spettro della sostenibilità del debito, che preoccupa gli investitori di lungo termine più che la composizione della manovra o il nome dei singoli membri del governo. Nel 2019 c'è un competitor nuovo sul mercato, il Btp. Quest'anno c'è stata molta volatilità però i titoli nella fascia 1-3 anni hanno perso poco, a fronte del rendimento a -0,4% dei depositi presso la Bce. Anche i fondi Pir sono stati pensati con uno spread diverso da quello attuale. Molto probabilmente ci sarà una performance importante da parte del mercato italiano governativo; non crediamo al default o alla insostenibilità del debito; quanto perso nella parte lunga della curva verrà recuperato nel 2019 e di conseguenza anche il settore bancario dovrebbe riprendersi.

Florini. L'anno scorso, prima delle elezioni a marzo, abbiamo fatto l'errore di pensare che le cose non andassero così male. L'insegnamento di quest'anno, invece, è

di ipotizzare uno spread strutturale. La borsa italiana pagherà un differenziale di credibilità come il Btp lo spread di bilancio. O forse anche maggiore, perché un Governo che non ti dà certezza sulle regole, frena i capitali stranieri. Sulla sostenibilità del debito non ho grandi dubbi, anche nel caso di rallentamento. Un deficit al livello attuale ci preclude la possibilità di recupero, non ci peggiora: il rifinanziamento del debito è meno vulnerabile rispetto ad anni fa, perché il 30% dei titoli del Tesoro è in mano alla Banca Centrale Europea, gli stranieri hanno il 27% (e non scenderanno ulteriormente) e il resto è in mani italiane. Però ci dobbiamo tenere lo spread che col tempo pesa sul conto degli interessi. La Borsa sarà più penalizzata delle altre Piazze europee per il deficit di credibilità che peserà in maniera significativa. Il vantaggio del nostro indice azionario è che, per la sua stessa composizione, è sensibile all'aumento dei tassi di interesse e alle decisioni della Banca Centrale Europea, che quindi potrebbero aiutarlo. Però si tratta comunque di un aiuto esogeno, un tantum, che per essere sostenibile deve essere compensato da un miglioramento endogeno.

Sandrini. Per analizzare il mercato italiano partiamo dalle banche, che sono una parte importante del listino: è stato fatto molto lavoro per pulire i bilanci dai crediti deteriorati, ma siamo ancora a metà dell'opera. Quindi i titoli sono più vulnerabili all'allargamento dello spread o ai rischi legati alla Brexit (che potrebbe penalizzare le esportazioni). Certo, c'è ampio spazio per le sorprese, perché il mercato

Focus Piazza Affari

Base 29/12/2017 = 100



LA PAROLA CHIAVE

Volatilità

È una parola tornata d'attualità sulle Borse, dopo anni di assenza dovuta all'effetto «tranquillante» della liquidità fornita dalle banche centrali. Misura l'oscillazione delle quotazioni azionarie, obbligazionarie e di qualsiasi altra attività finanziaria rispetto al valore medio ed è sintetizzata in un numero indice che permette di fare raffronti nel tempo. Di solito aumenta nelle fasi di ribasso, perché l'incertezza favorisce l'accettazione di maggiori scostamenti dei prezzi in acquisto e in vendita da parte degli investitori. L'indice più noto di volatilità è il Vix, che misura la volatilità delle opzioni sulle azioni dell'S&P500 americano.

sconta molte delle criticità. Non siamo molto positivi per la prima parte dell'anno. Siamo abbastanza scettici sul rimbalzo delle banche, che semmai stanno tagliando i costi. Non vediamo riforme per il ciclo elettorale europeo a brevissimo che potranno cambiare le regole del gioco, né attività di fusioni e aggregazioni particolarmente attive. Sui Btp pensiamo che un buon punto d'entrata sarebbe con un ulteriore restringimento di 40-50 punti base tra lo spread a 2 e a 10 anni, che prezzerebbe più volatilità nel breve termine.

Pozzi. In realtà quest'anno non è andato tutto male sul mercato italiano: gli utili aziendali sono cresciuti e a doppia cifra per l'indice Ftse Mib. Però è cambiata la percezione degli investitori per via del contesto politico che è la causa principale. Noi come gestori stranieri abbiamo una logica molto internazionale, e il fatto che i fondamentali delle aziende migliorino toglie qualche timo-

re. Nell'ottica dell'investitore italiano le valutazioni offrono opportunità, sia per i classici titoli da cassetta (Eni, Enel ecc.) che pagano dividendi, sia per le società che hanno un fatturato internazionale e diversificano il portafoglio. L'Italia ha un alto debito e la politica deve fare i conti con lo spread; così un investitore internazionale, come siamo noi, deve fare i conti con la volatilità. Però chi avesse Btp in portafoglio farebbe bene a tenerli: pagano un premio da titolo ad alto rendimento, ma il rating dell'Italia è superiore e ha un surplus primario.

Conti. Il ciclo economico maturo favorisce i mercati finanziari italiani. Di valore ce n'è molto, ma il premio a rischio politico dovrebbe scendere ancora, e noi temiamo che non cali abbastanza e non così in fretta. Crediamo che gli investitori non siano disposti ad anticipare nulla rispetto alla potenzialità del mercato italiano. I tassi a breve termine italiani sono interessanti all'interno di un portafoglio diversificato, mentre quelli a lungo termine saranno più sensibili alle incertezze, ma dipendono anche dall'andamento del Bund tedesco, che potrebbe far restringere lo spread senza che i prezzi dei Btp risalgano. L'ideale è che il rischio politico scenda perché il Governo, come fece l'esecutivo greco, diventi più realista e dialoghi con l'Europa per evitare infrazioni. Questo è il requisito necessario, oggi non sufficiente, perché l'Italia possa continuare su un sentiero di crescita economica percepito dal mercato tanto da ridurre il premio al rischio e dare spinta alle attività finanziarie.

REPUBBLICA RISERVATA



Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.