

A

MERCATI OSTAGGIO DELLA MANOVRA

Eugenio Montesano
 twitter @kunstbar

La stagione estiva è stata decisamente negativa per il mercato azionario italiano, con il FTSE MIB che ad agosto ha perso l'8,76%. La debolezza del mercato è riconducibile principalmente ai timori di una manovra di bilancio aggressiva e in rotta di collisione con le autorità europee e i mercati. La salita dei rendimenti dei BTP e l'allargamento dello spread rispetto al bund sono stati ampi e repentini e hanno innescato le vendite sulle azioni domestiche e sui finanziari in particolare.

A Piazza Affari gli occhi degli analisti sono tutti puntati sulla manovra finanziaria e sugli effetti che avrà sui listini tricolore. Per alcuni, una legge di bilancio senza eccessivo deficit (nell'ordine del 2,2% del PIL) da parte del Governo potrebbe dar vita a un recupero dei titoli azionari. Ma i rischi percepiti restano alti e i timori di un'Italexit non svaniscono. Abbiamo dunque chiesto ad alcuni dei principali gestori di fondi azionari PIR-compliant se il peggio è passato o se, invece, bisogna tenere le cinture di sicurezza ancora allacciate.

L'ITALEXIT NON È PIÙ UN PROBLEMA. L'ATTENZIONE È TUTTA PER LA LEGGE DI BILANCIO E IL DEFICIT

“Dobbiamo capire quanto questo governo abbia la volontà di controllare la spesa pubblica e soprattutto il debito. Questo è fondamentale per l'andamento dei BTP e quindi per il sistema finanziario che ha un peso molto importante sul listino italiano”. È la lettura di **Gilles Guibout**, gestore del fondo AXAWF Framlington Italy. “Negli ultimi due anni gli investitori internazionali erano tornati positivi sulla zona euro e in particolare sull'Italia che con il passato governo aveva iniziato una serie di riforme im-

I 10 MIGLIORI FONDI PIR PER RENDIMENTO NEL 2017

FONDO	ISIN	PERFORMANCE 2017	PERFORMANCE DA INIZIO ANNO (YTD 2018)	SPESE CORRENTI	RATING MORNINGSTAR
Zenit Multistrategy Stock-Picking PIR Q	LU1172560655	29,84	-11,24	1,57	-
Fondersel P.M.I. A	IT0000386489	28,81	-4,60	1,85	★★★★★
OYSTER Italian Opportunities R EUR PR	LU0933608696	21,65	-4,27	1,70	★★★
Schroder ISF Italian Equity A Acc EUR	LU0106238719	20,67	-3,63	1,61	★★★
AXAWF Fram Italy F Cap EUR	LU0087656855	20,31	0,22	1,07	★★★★★
OYSTER Italian Value C EUR PR	LU0096450399	18,58	-7,65	2,13	★★
CS (Lux) Italy Equity IB EUR	LU0108801654	17,79	-0,57	1,00	★★★★★
Amundi Dividendo Italia B	IT0004253800	16,89	-1,15	1,94	-
Investitori Piazza Affari	IT0005027039	15,12	-1,92	0,99	★★
Mediolanum Flessibile Futuro Italia LA	IT0001019329	13,78	-3,57	1,80	★★★

Fonte: Morningstar Direct. Dati % in euro disponibili al 15 settembre 2018. Sono state escluse le classi istituzionali.

portanti”, prosegue Guibout. “Tuttavia il programma presentato dall’attuale governo ha aperto la possibilità di un ampliamento del deficit e di un nuovo ampliamento del debito già insostenibile. Questo scenario si è riflesso immediatamente sull’andamento dello spread e sui titoli direttamente correlati allo spread come banche e utility”.

“La manovra finanziaria è un appuntamento importante atteso dai mercati”, conviene **Elena Ferrarese**, senior equity portfolio manager di **Amundi**. “Le incertezze sulle politiche economiche hanno provocato un aumento sensibile dello spread sui titoli di

stato che ha provocato ribassi importanti soprattutto nel settore bancario. Il target di deficit è il numero su cui i mercati saranno concentrati ma sarà cruciale anche conoscere quali saranno le assunzioni sottostanti”.

È importante ricordare che a seguito della legge finanziaria, tra settembre e ottobre, le agenzie di rating renderanno note le loro valutazioni sulla situazione del debito italiano. “Tali valutazioni”, sottolinea Ferrarese, “avranno ripercussioni sull’andamento dei titoli governativi. I mercati azionari scontano già parte dell’incertezza e il 2% di deficit sembra essere il consensus su cui si

AMUNDI ASSET MANAGEMENT AMUNDI DIVIDENDO ITALIA

Il rischio di portafoglio è monitorato giornalmente. Non dobbiamo dimenticare che il settore maggiormente penalizzato è stato quello finanziario, bancario in particolare, proprio perché sensibile all’andamento dello spread.

Il peso del settore bancario nell’indice italiano è particolarmente importante e quindi la performance ne è fortemente correlata. L’impostazione di portafoglio ha visto una netta prevalenza verso settori industriali e consumi discrezionali che sono tradizionalmente trainati dall’export e dalla crescita mondiale. Questa scelta ha permesso di contenere i ribassi di portafoglio.

L’andamento del settore bancario, non solo quello italiano, è influenzato anche dall’andamento dei tassi di interesse. Nel 2018 tutto le banche hanno sofferto, infatti la performance dell’indice bancario euro è scesa di circa il 16%.

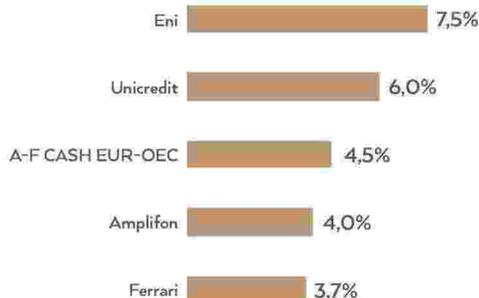
Le nostre banche hanno subito maggiori ribassi a causa dell’aumento dello spread, raggiungendo livelli valutativi particolarmente a sconto. Una riduzione dell’incertezza unita all’approvazione di una legge finanziaria di qualità è molto probabile che possa dare vita ad un recupero dei prezzi riducendo lo sconto valutativo.



Elena Ferrarese
AMUNDI ASSET MANAGEMENT

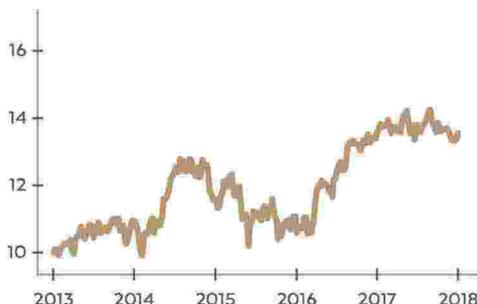
Gestore	Elena Ferrarese
Fondo (mln euro)	230
Benchmark	65% Bloomberg Valo Ftse Mib Net Return + 10% Bloomberg Barclays Euro Treasury 0-6 Months + 25% Ftse Italia Star
Beta 3 anni	0,74
Alfa 3 anni	5,21
1° settore	Industriali (20,5%)
2° settore	Finanziari (18,6%)
3° settore	Beni ciclici (16,5%)

COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO



Fonte: Morningstar, dati al 31/08/2018

ANDAMENTO A 5 ANNI



Fonte: Morningstar Direct; dati in migliaia di euro; periodo: 21/09/2013 - 15/09/2018; scala: 21/09/2013 = 10.000 euro



sta posizionando il mercato. I dati macro italiani sono comunque impostati al positivo; la crescita del PIL del secondo trimestre ha mostrato una leggera ripresa degli investimenti. La volatilità sui mercati potrebbe continuare seguendo le dichiarazioni dei vari esponenti di governo; un giudizio finale si potrà dare solo alla pubblicazione del testo finale della legge finanziaria” sulla quale, argomentano **Alfredo Piacentini** e **Sandro Occhilupo** di **SYZ Asset Management**, “non si può ancora dire con certezza in quanto i numeri non sono ancora chiari”.

Certo è che il pessimismo che c'è stato da parte degli investito-

ri stranieri “li ha portati gradualmente fuori dal mercato italiano negli scorsi mesi, sia dal mercato equity che da quello sovrano”, aggiungono Piacentini e Occhilupo. Il risultato è che oggi le azioni delle aziende italiane quotano con uno sconto di circa il 20% rispetto agli altri Paesi dell'Eurozona. “Questo ha creato degli entry point interessanti in quanto il mercato sta già prezzando un problema nella legge di bilancio. Se invece questa legge sarà meno problematica e più parsimoniosa di quello che ci si aspetta, ci saranno probabilmente delle sorprese positive sui mercati”, commentano i gestori di SYZ. Previsioni che trovano riscontro

AXA INVESTMENTS MANAGERS AXA WF FRAM ITALY

La valutazione debole dell'Italia è il riflesso di una struttura che lascia un peso molto più importante ai titoli finanziari. Il rischio che l'Italia avrebbe potuto ampliare il deficit e uscire dall'euro ha infatti spinto gli investitori stranieri a vendere soprattutto i titoli impattati dall'andamento del BTP, come i bancari. E sono proprio questi titoli che hanno portato le valutazioni sui minimi.

Diversa è la realtà al di fuori di finanza e utility. Se guardiamo alle società più piccole (non solo quelle quotate sul segmento Star) come Ferrari, Amplifon, Diasorin, Datalogic, non sono scese, anzi continuano a trattare sui massimi.

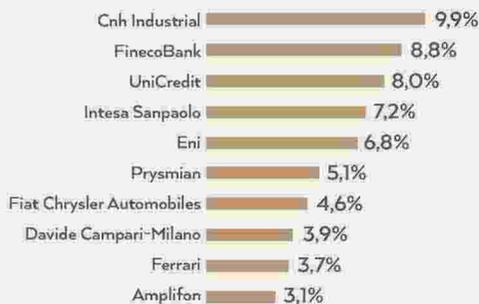
Queste società offrono grandi opportunità per chi come noi fa un'attenta selezione titoli, approccio che ci ha permesso di sovraperformare l'indice pur avendo anche dei titoli bancari in portafoglio. Nel nostro fondo abbiamo un approccio di selezione titoli sempre bilanciato tra quelle società di qualità che hanno un potenziale di rialzo o di prospettive di crescita a lungo termine e quelle più a medio termine, come le banche, che hanno un potenziale di rialzo nel quadro di un mercato che dovrebbe consolidarsi e offrire delle opportunità agli attori bancari più solidi.



Gilles Guibout
AXA INVESTMENT MANAGERS

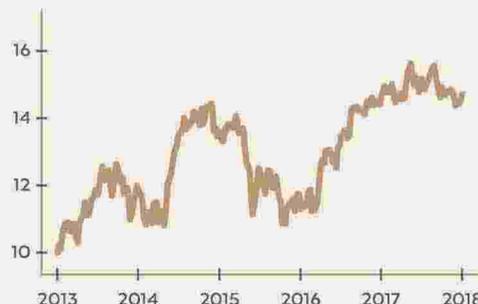
Gestore	Gilles Guibout
Fondo (mln euro)	368
Benchmark	100% FTSE Italia All Share Price Return
Beta 3 anni	0,93
Alfa 3 anni	2,25
1° settore	Finanziari (31,2%)
2° settore	Industriali (26,3%)
3° settore	Beni di consumo (20%)

COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO



Fonte: Morningstar, dati al 31/08/2018.

ANDAMENTO A 5 ANNI (EURO)



Fonte: Morningstar Direct, dati in migliaia di euro; periodo: 21/09/2013 - 15/09/2018; scala: 21/09/2013 = 10.000 euro



LE AZIONI ITALIANE QUOTANO CON UNO SCONTO DEL 20% RISPETTO A QUELLE DEGLI ALTRI PAESI DELL'EUROZONA

nell'ultimo paper di **Morgan Stanley** sull'Italia: secondo il report della banca d'affari **'How to play the budget'**, se il governo non aggraverà il deficit con la finanziaria potremmo assistere a una rivalutazione fino al 12%.

Di buone notizie Piazza Affari avrebbe effettivamente bisogno: dal 4 marzo è infatti sempre più difficile spuntare rendimenti sul comparto azionario italiano, come dimostrano i rendimenti dei migliori fondi PIR-compliant del 2017, tutti negativi da inizio anno (tranne il fondo di **AXA IM**, positivo dello 0,22% - vedi tabella a pag. 64).

ERSEL FONDERSEL P.M.I.

In questa difficile fase ha premiato investire in titoli difensivi ed esposti ai mercati esteri, con un particolare riguardo al lusso ed ai farmaceutici. Al contrario non ha pagato essere esposti agli industriali ciclici, ai media e soprattutto ai finanziari. In generale sono stati penalizzati tutti i titoli con un alto debito perché la salita dei tassi ne rende più costoso il pagamento degli interessi. Fondersel PMI ha mantenuto una componente di mid caps di circa il 50%, coerentemente con il proprio benchmark, ed ha quindi contenuto le perdite.

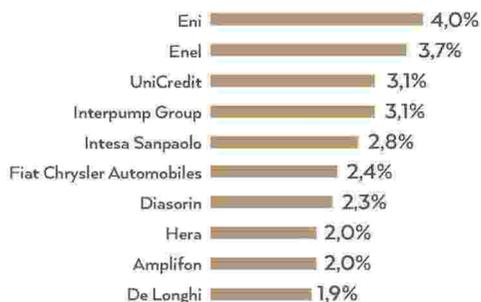
L'indice principale italiano è particolarmente esposto alle banche ed alle assicurazioni (che pesano circa il 40% del totale) e quindi non stupisce se, nella fase di correzione, le small e mid cap si sono comportate molto meglio della media e si sono riportate sui massimi assoluti rispetto alle blue chip. I finanziari sono andati male ovunque. Al contrario gli industriali, il lusso ed i farmaceutici sono andati bene in tutti i mercati. Ogni anno assistiamo alla cessione di qualche gioiello nazionale: aziende di media dimensione proprietarie di tecnologie all'avanguardia, cedute dai fondatori a fronte di premi importanti. Appare quindi fisiologico che i titoli a conduzione familiare incorporino un "premio di cessione" rispetto al mercato.



Carlo De Vanna
e Marco Nascimbene
ERSEL

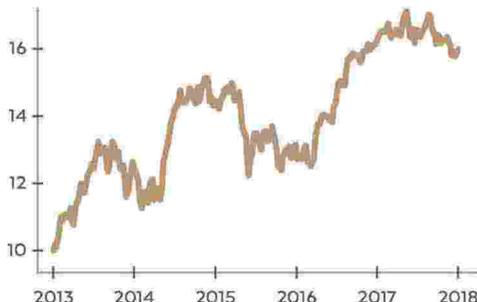
Gestori	Carlo De Vanna e Marco Nascimbene
Fondo (mln euro)	90
Benchmark	50% FTSE Mib TR + 50% FTSE Italia Mid Cap TR
Beta 3 anni	0,9
Alfa 3 anni	4,25
1° settore	Finanziari (21,7%)
2° settore	Industriali (17,2%)
3° settore	Beni ciclici (15,1%)

COMPOSIZIONE DEL PORTAFOGLIO



Fonte: Morningstar; dati al 31/08/2018

ANDAMENTO A 5 ANNI



Fonte: Morningstar Direct; dati in migliaia di euro; periodo: 21/09/2013 - 15/09/2018; scala: 21/09/2013 = 10.000 euro

“Effettivamente il risultato delle elezioni dello scorso marzo ha segnato uno spartiacque per il mercato azionario italiano, fino a quel momento il migliore nell’anno tra i principali paesi industrializzati. Poi nel giro di tre mesi il mercato ha perso oltre il 15% e lo spread è tornato in area 3%” rammentano **Carlo De Vanna** e **Marco Nascimbene** di **ErseI**. Secondo i gestori il rischio di Italexit appare da tempo accantonato, “anche da parte di chi lo ha cavalcato in campagna elettorale”, mentre rimane il timore che un’ulteriore salita dei tassi italiani, se non accompagnata dalla

crescita del PIL, “possa rendere il debito non più sostenibile”, anche alla luce di un contesto globale sempre più sfidante.

“L’ultima parte dell’anno sarà influenzata dalla manovra di bilancio e da come verrà accolta da parte dei mercati, ma non dobbiamo scordarci anche i timori di rallentamento dell’economia mondiale, l’attesa per la Brexit e l’effetto delle manovre sui dati da parte degli USA. Si tratta ovviamente di rischi globali ma potrebbero sommarsi ai rischi specifici del mercato italiano”, concludono Nascimbene e De Vanna.

Al momento della chiusura dell'articolo non erano ancora noti i dettagli dell'aggiornamento del DEF italiano.

SYZ AM OYSTER ITALIAN OPPORTUNITIES

Potendo avere un orizzonte temporale di medio-lungo periodo, crediamo che investire in business di qualità con barriere all’entrata sia una strategia vincente. Se poi possiamo utilizzare la volatilità di questi momenti a nostro vantaggio per acquistare gli asset di qualità a prezzi migliori, siamo ancora più soddisfatti. In generale, un modo per ridurre il rischio è di analizzare il portafoglio linea per linea e valutare il potenziale rialzo contro il potenziale ribasso concentrando il portafoglio sulle posizioni con il miglior rapporto rischio/rendimento.

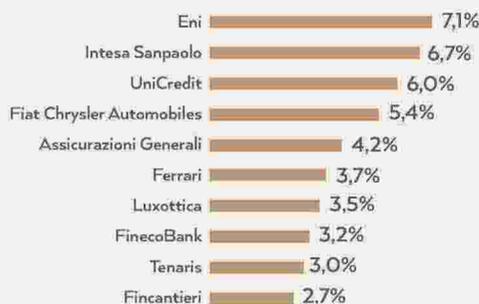
Riteniamo che le migliori opportunità si possano trovare in due aree. La prima è quella dei titoli che negli scorsi mesi sono stati penalizzati eccessivamente dal mercato e ancora non hanno goduto di un rimbalzo. In generale ci sono alcuni business, con generazione di cassa stabile e pochi rischi di mercato “interno” che si possono oggi comprare a valutazioni molto vantaggiose. C’è poi il mondo degli esportatori, business di qualità con una bassissima incidenza del mercato italiano, con posizionamenti di nicchia ad alto valore aggiunto che quotano a sconto rispetto ai loro concorrenti europei e americani, ma non hanno nulla da invidiare in termini di posizionamento competitivo e potenziale di crescita del business.



Sandro Occhilupo
e Alfredo Piacentini
SYZ AM

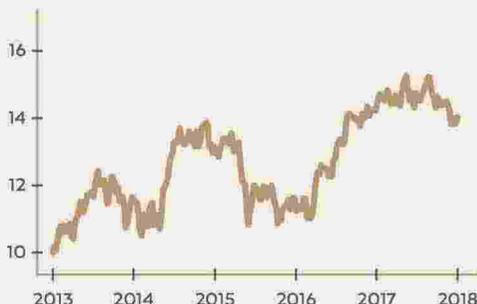
Gestore	Alfredo Piacentini e Sandro Occhilupo
Fondo (mln euro)	85
Benchmark	FTSE Italia All Share (PR)
Beta 3 anni	0,86
Alfa 3 anni	2
1° settore	Beni ciclici (29,1%)
2° settore	Finanziari (26,4%)
3° settore	Industriali (13,7%)

COMPOSIZIONE DEL PORTAFOLIO



Fonte: Morningstar; dati al 31/08/2018

ANDAMENTO A 5 ANNI (EURO)



Fonte: Morningstar Direct; dati in migliaia di euro; periodo: 21/09/2013 - 15/09/2018; scala: 21/09/2013 = 10.000 euro