

# +PLUS 24

LA SETTIMANA  
DI FINANZA  
E RISPARMIO

Il Sole **24 ORE**

SABATO 28 DICEMBRE 2019

Supplemento al numero odierno del Sole 24 Ore  
Poste Italiane Sped. in A.p. -D.L. 353/2003  
conv. L. 46/2004, art. 1, c.1, Dcb Milano

[ilsole24ore.com/sez/risparmio](http://ilsole24ore.com/sez/risparmio)

ATTUS

IL FORUM DEI GESTORI

## CAUTELA SUI **BOND**, SI GUARDERÀ ALLE **AZIONI**

# 2020

**I tassi restano negativi. Focus sulla crescita degli utili  
Gli esperti prediligono gli asset europei rispetto a quelli Usa**

### **BORSE & SETTORI**

Piazza Affari ha multipli ancora interessanti. Nei portafogli titoli finanziari, utility verdi e lusso

### **I RISCHI**

Attenzione alla sostenibilità di facciata e ai prodotti illiquidi: attività alternative solo per esperti e in piccole dosi

# COVER STORY

IL FORUM DEI GESTORI

## Si punta sulla ripresa dell'azionario,

■ Si è tenuto anche quest'anno il forum dei gestori, un appuntamento fisso che il Sole 24 Ore porta avanti da ben 24 anni. In questo lungo periodo si sono alternati tanti esperti che hanno vissuto gli scenari più vari e più o meno delicati per i mercati finanziari. E ogni volta hanno cercato di individuare nelle diverse situazioni, i punti di forza e quelli di debolezza con l'obiettivo di aiutare gli investitori a operare scelte oculate e non sulla scia di situazioni momentanee che ne lungo periodo avrebbero potuto rivelarsi sbagliate. Con questo spirito si sono confrontati anche quest'anno esperti di primarie case di investimento e hanno tracciato le linee guida del 2020 in termini di scenario, asset allocation, stock picking e prospettive per l'industria del risparmio gestito.

COVER STORY a cura di  
**Vitaliano D'Angerio, Isabella Della Valle e Marzia Redaelli**



## Nel 2020 ripresa guidata dalla crescita degli utili

### SCENARIO

La situazione oggi si è stabilizzata ma i tassi restano negativi

■ Tassi a zero, dazi e dinamica degli utili aziendali sono lo scenario di sottofondo nelle battute conclusive del 2019 e in quelle iniziali del 2020. Ecco qual è il sentiment dei gestori.

**Solina:** Non ci aspettiamo una ripresa eccezionale per l'anno prossimo e ci auguriamo che si allarghi, non rimanga concentrata negli Stati Uniti perché manca la ripresa nei Paesi emergenti e in Europa, la Cina è sufficiente che si stabilizzi. La differenza rispetto all'anno scorso è il prezzo della volatilità: in questo periodo del 2018 il Vix era intorno a 30-40 e oggi siamo in un mercato molto più compiacente. Quest'anno, dovessimo assistere a questa graduale ripresa, potremmo avere una crescita degli utili negli Stati Uniti del 5-7%, più che sufficiente per garantire delle buone performance. Quello che difficilmente vedremo sono tassi di interesse in America sopra al 2,5%. Noi oggi abbiamo una posizione di duration abbastanza ridotta, però non ci sentiamo di pensare che assisteremo a un rialzo dei tassi marcati.

**Di Naro:** Stiamo vedendo dati migliori rispetto a quest'estate quindi la situazione sembra essersi stabilizzata, ma per gli investitori il quadro non è piacevole. I tassi rimangono negativi, o comunque molto vicini allo zero, e se facciamo un paragone fra quello che avevamo a disposizione 6-7 anni fa e quello che abbiamo a disposizione oggi, lo stes-

so benchmark europeo che aveva una yield to maturity del 2,65 oggi ne ha unopari a zero con un rating medio più basso. I tassi sono poco investibili e questo è un problema sostanziale perché gran parte dei clienti puntano proprio su perform'asset. Oggi nonostante la performance molto positiva del mercato, dovuta all'espansione dei multipli più che alla crescita degli utili nel 2019, intravediamo la possibilità di ricevere un rendimento positivo dato non più dell'espansione dei multipli ma dalla crescita degli utili intorno al 5-10%. Per quanto riguarda la politica monetaria, ha consegnato tutto il consegnabile e il richiamo continuo alla politica fiscale d'ora in avanti è il tema più interessante.

**Martorana:** Stiamo assistendo a una stabilizzazione degli indicatori di crescita, fiducia delle imprese e produzione industriale. Pensiamo che questo trend continuerà nei prossimi trimestri, quindi non ci saranno dei rimbalzi da un punto di vista di crescita e di fiducia però ci sarà una stabilizzazione. Questo supporterà i mercati azionari dove è importante prendere coscienza del fatto che il 2019 è stato un anno estremo: abbiamo avuto l'economia che decelerava e tutti i mercati che hanno avuto performance molto positive.

**Fiorini:** Sono più che per una stabilizzazione, per un'accelerazione soprattutto in Europa e Paesi emergenti. La politica monetaria è stata adottata in maniera efficace, i Paesi emergenti sono riusciti a tagliare i tassi in un contesto in cui le loro divise erano sotto pressione. Mi aspetto un recupero degli indici di fiducia a cui seguirà anche un recupero dell'economia. Più delusione, invece, dalla parte americana dove lo stimo-

lo fiscale è ormai esaurito. Nel 2019 la crescita economica è stata rivista al ribasso 4 volte dall'Fmi e i mercati sono saliti. Nel 2020 la crescita economica sarà rivista leggermente al rialzo e i mercati saranno positivi ma con rialzi molto più contenuti. La crescita economica ci sarà, però trasformarla in un aumento dei ricavi diventa complicato, in un aumento degli utili ancora più complicato, perché c'è una situazione in cui i margini si stanno comprimendo, quindi la traduzione in scelte operative sui mercati azionari è diversa da quella che è la considerazione sull'economia quindi mi aspetto una performance del mercato azionario molto più contenuta rispetto al 2019 e molto più complicata perché sarà una performance lenta.

**Sandrini:** Siamo nel ciclo di espansione storicamente più lungo, dove si è investito molto meno di quanto si sarebbe dovuto. Questa situazione ci porta a pagare dazio sulla produttività. Non credo che l'accordo di facciata sui dazi sia foriero di una chiarezza nel breve, anche se sarà un volano per i mercati. Il settore manifatturiero ha sofferto molto nel 2019 e hanno performato moltissimo tutti i settori proxy dell'obbligazionario, che è andato bene. Siamo in una situazione dove a livello macroeconomico sarà difficile fare ipotesi eroiche di crescita perché il trend dipende dalla produttività che però non farà da supporto, ma si può ipotizzare un livello di rimbalzo ciclico che vuol dire un livellamento di indicatori manifatturieri che sta già facendosi vedere in Europa. Gli Stati Uniti sono più indietro su questo processo e hanno consumi e servizi ancora molto solidi.

### I mercati finanziari nel 2019

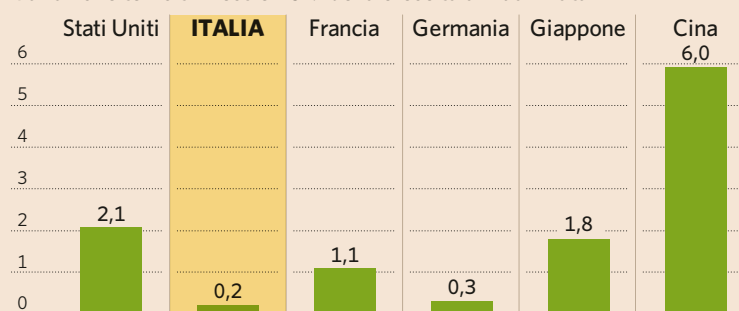
#### MATERIE PRIME

Base 31/12/2018= 100



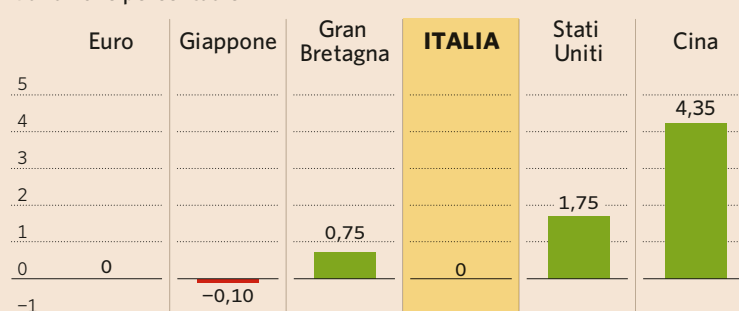
#### IL PRODOTTO INTERNO LORDO

Variazione terzo trimestre 2019 della crescita annualizzata



#### I TASSI DI INTERESSE DELLE BANCHE CENTRALI

Variazione percentuale





# molta cautela sui bond



**FILIPPO DI NARO**

**52 ANNI**  
È direttore investimenti di Anima, operatore indipendente nell'industria del risparmio gestito, con un patrimonio in gestione di 186 miliardi. Il gruppo Anima, anche grazie a progressive acquisizioni, incorpora specializzazioni differenti e complementari e propone un'ampia gamma di prodotti e di servizi e con un'offerta articolata tra fondi comuni Sicav di diritto italiano ed estero.



**FABRIZIO FIORINI**

**51 ANNI**  
Fa il suo ingresso in Pramerica Sgr nel febbraio 2018 in qualità di Chief Investment Officer, alla guida di un team di investimento di oltre 50 professionisti di solida e comprovata esperienza, con quasi dieci anni di permanenza media nella società. Vanta un'esperienza ventennale nel settore del risparmio gestito. Si è laureato in Economia presso l'Università di Modena nel 1994.



**FRANCESCO MARTORANA**

**37 ANNI**  
Amministratore delegato di Generali Insurance Asset Management, società di Generali Investments specializzata in Liability Driven Investing. In Generali da novembre 2013, in precedenza è stato responsabile asset liability management & strategic asset allocation per le società del gruppo e poi nominato head of Investments di Generali Investments con 485 miliardi di attivi in gestione.



**FRANCESCO SANDRINI**

**49 ANNI**  
Alla guida del team Balanced, Income and Real Return di Amundi Sgr, è anche responsabile del fondo Amundi Funds Global Multi-Asset Conservative. Amundi è il primo asset manager europeo in termini di masse gestite e tra i primi 10 a livello mondiale. Gestisce asset per 1.563 miliardi attraverso sei centri d'investimento e un team di 4500 professionisti dislocati in 37 paesi



**ALESSANDRO SOLINA**

**53 ANNI**  
Dal 2010 è direttore investimenti di Eurizon, la società di gestione del gruppo Intesa Sanpaolo, ai vertici del panorama del risparmio gestito italiano con una quota di mercato del 14,5 per cento. Attiva anche sui mercati internazionali con un patrimonio che, considerando la partecipazione in Cina, arriva a 407 miliardi di euro a fine settembre 2019.

## Bene Europa e Giappone. Gli Usa piacciono meno

### ASSET ALLOCATION

Tra i settori tornano a essere interessanti il finanziario e i ciclici

■ Gli Stati Uniti passano in secondo piano nella scaletta delle preferenze, mentre l'attenzione dei gestori è puntata sull'azionario europeo, giapponese ed emergente. Sui bond si guarda ai corporate con un occhio di riguardo al merito di credito.

**Solina:** Preferiamo la componente azionaria, mentre sulla parte a spread, l'allargamento dell'economia arriva anche ai Paesi emergenti e all'Europa. Dovremmo assistere a un dollaro meno forte specialmente contro le local currency dei Paesi emergenti. Quindi questo fa sì che sugli emergenti a componente obbligazionaria abbiamo già un buon posizionamento. Per quanto riguarda la parte corporate, l'unica area su cui siamo investiti è quella europea perché al di là dello spread che è ancora abbastanza interessante il sostegno della Banca Centrale è rilevante.

**Di Naro:** L'anno potrebbe essere interessante per diversi settori tra cui quello dei titoli finanziari perché i tassi sono stabilizzati e la ristrutturazione interna di molti istituti è quasi conclusa. Le valutazioni sono molto basse e rappresentano buone opportunità. I temi che ci interessano poi sui risky asset sono più geografici. In termini valutativi vediamo bene Europa e Giappone dove le opportunità ci sono, ci piacciono meno gli Stati Uniti perché il mercato è più tirato sulle valutazioni. In Giappone c'è poi il tema dello sviluppo e del miglio-

ramento della governance, che è un processo di medio termine che sta procedendo abbastanza rapidamente e questo potrebbe rendere molto interessante per gli investitori internazionali il mercato.

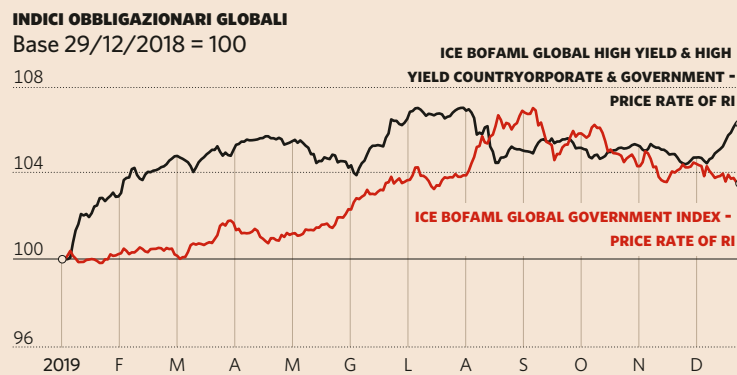
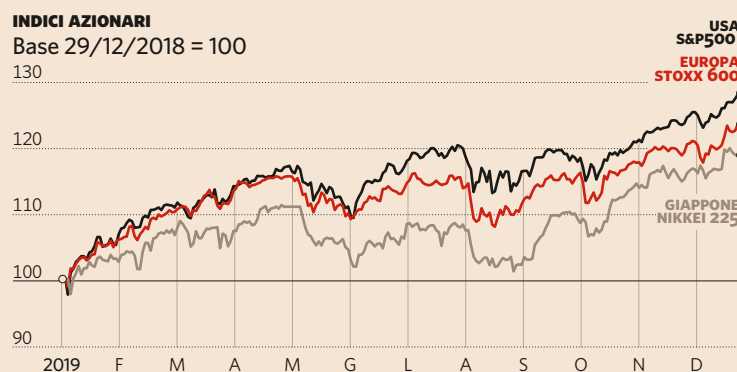
**Martorana:** Siamo sottopesati sui governativi e sovrappesati soprattutto su investment-grade credito ed equity. Sull'high yield c'è un fenomeno di polarizzazione maggiore delle valutazioni. Il differenziale di spread tra titoli doppia B e singola B o Tripla C è aumentato, il che significa che il mercato sta differenziando di più in base alla rischiosità degli emittenti. Ci aspettiamo che sulla parte yield nella seconda parte del 2020 ci possa essere un allargamento dello spread ma selettivo. Stiamo parlando di rendimenti che a 3-5 anni saranno comunque molto più bassi su tutte le asset class rispetto a quelli che abbiamo sperimentato negli ultimi 3-5 anni. Sull'azionario attendiamo una crescita degli utili comunque inferiore al consensus e preferiamo l'area Europea ed emerging market rispetto agli Usa.

**Fiorini:** L'azionario è un asset class sulla quale investire, ma mi aspetto una performance del mercato azionario molto più contenuta di quella del 2019; bisogna andare con grande calma e sulle debolezze, non inseguire nessun tipo di trend. Sono molto più positivo su corporate ed Emergenti, perché è lo scenario ideale, liquidità abbondante, tassi bassi, crescita in miglioramento quindi tassi di fallimento in contrazione, per cui i corporate possono fare molto bene soprattutto in Europa e nei Paesi emergenti. Governativi emergenti possono fare molto bene perché uno scenario di dollaro debole, tassi bassi, guida abbondante è quel-

lo che serve a questa asset class, con una volatilità più bassa e un ritorno che probabilmente sarà in linea con quello dei mercati azionari. Per un investitore europeo il 2020 è l'anno in cui non bisogna diversificare sul dollaro, ma sulle divise emergenti. L'euro è stato estremamente sfavorito dai flussi di capitale in uscita negli ultimi due anni perciò la diversificazione per gli europei in termini valutari è rischiosa.

**Sandrini:** Sarà importante andare in dettaglio su stili e settori. I ciclici, tenderanno a sovraperformare tutti quei settori difensivi proxy dei tassi, come le utilities. Credo che in Europa si possa pensare a un discreto rimbalzo dei finanziari e dei bancari, mentre a livello regionale è opportuno privilegiare i paesi penalizzati dai timori su Brexit e dazi commerciali, quindi sulla parte manifatturiera. Gli Stati Uniti sono vicini a una situazione di fair value rispetto all'Europa e al Giappone, che hanno invece un discreto gap valutativo ancora da comprimere. Quindi le scelte di asset allocation sono a favore di Europa, emergenti e Giappone piuttosto che Stati Uniti. A livello obbligazionario è una situazione di congelamento dove anche se non vedremo utili spettacolari, sarà difficile vedere un incremento dei costi perché non c'è inflazione salariale, non c'è la volontà di alzare i tassi, non c'è un rally energetico. È ragionevole un deprezzamento del dollaro verso l'euro e verso tutte le valute che amplificano la scommessa pro-euro come la corona svedese ma soprattutto anche a favore delle valute emergenti. Questo darà una buona opportunità di performance sulle valute emergenti e sul debito emergente.

### I mercati finanziari nel 2019



**VALORE DELL'EURO VERSO LE ALTRE VALUTE**  
Apprezzamento/calo nel 2019. Variazione %

Vs Dollaro Usa	-3,1
Vs Sterlina inglese	-5,5
Vs Franco svizzero	-3,3
Vs Yen giapponese	-4,0
Vs Yuan cinese	-1,3
Vs Corona svedese	1,6