

## IL FORUM DEI GRANDI GESTORI

### PIÙ AZIONI NEL 2011

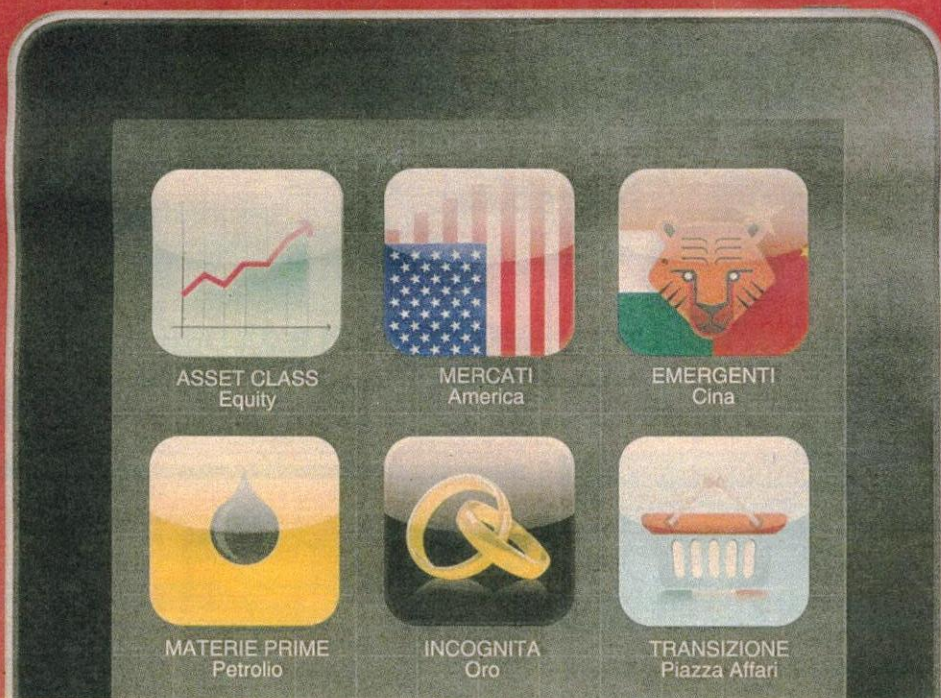
I business ciclici  
in cima alla lista  
degli asset manager

### OBIETTIVO WALL STREET

La Ue arranca:  
privilegiati Usa,  
Asia ed emergenti

### TENERE I BTP

I bond sovrani  
vanno sottopesati  
in modo selettivo



## Rebus fiscale tra risparmio e patrimoni

di Antonio Quaglio

La questione fiscale è dominante e – almeno in Europa – è inevitabile che sia così. Nel 2011 il rigore resta una *input* probabile di ogni scenario: anche per il settore finanziario e l'industria del risparmio. Quando la Banca d'Italia, alla vigilia di Natale, ha pubblicato la sua indagine aggiornata sui bilanci delle famiglie italiane, anche Marco Fortis – sulle colonne del Sole 24 Ore – non ha potuto non evocare (pur escludendola) una possibile imposizione patrimoniale. Poco dopo, nel decreto milleproroghe, il

ministero dell'Economia ha introdotto un codicillo che allevia per le banche le sanzioni legate al recupero tributario degli aiuti pubblici alle fusioni, già da tempo bocciate dalla Ue: un'agevolazione-tampone, certamente meno incisiva di quelle richieste nell'*exit strategy*. L'Asso-gestioni, dal canto suo (lo ha rivelato il Sole 24 Ore) ha confermato in cima ai propri 63 *desiderata* la spostamento del prelievo sostitutivo sui fondi comuni italiani: dal "maturato" al "realizzato".

continua a pag. 5

**I LIBRI DI MARK UP** CHI LAVORA DIETRO LE QUINTE DEL FASHION?

Le professioni più ricercate, i percorsi professionali e "come si fa per"

(€ 29,00, pag. 136)

Per acquistare il volume: [www.ilsopalese.it](http://www.ilsopalese.it)  
Il prodotto è disponibile anche nelle librerie professionali. Trova quella più vicina all'indirizzo [www.ilsopalese.it](http://www.ilsopalese.it)

GRUPPO 24 ORE

## Il tavolo degli esperti

Tanti gli spunti emersi nel 15esimo Forum degli asset manager che si è tenuto presso la sede del Sole 24 Ore. Il direttore Gianni Riotta ha aperto i lavori avviando poi la discussione degli esperti con la redazione. Hanno partecipato: Alberto Albertini, ad di Banca Albertini Syz; Giordano Beani, direttore investimenti di Bnp Paribas; Manuela D'Onofrio responsabile investimenti del private banking di UniCredit; Carlo Gentili ad di Nextam Partners; Pietro Giuliani, presidente di Azmut Holding e Mario Tomasi condirettore di Aletti Gestibile



## I CONSIGLI DEI GESTORI / 1

## Rendimenti 2011? Occhio all'equity

Interessano meno i bond, si punta sugli emergenti e piacciono gli Usa

È un quadro variegato quello che emerge dal 15esimo Forum sull'asset management organizzato dal Sole 24 Ore. Non ci sono grandi scommesse da fare, ma un cauto ottimismo sui mercati si: la convinzione che gli stati si siano rimboccati le maniche per uscire dalla crisi, il miglioramento degli utili aziendali un po' dappertutto e l'obiettivo comune a tutti di contenere l'inflazione sono elementi che possono favorire lo spirito di iniziativa degli investitori. Ma quello che viene comunque raccomandato, forse quest'anno più che gli anni scorsi, è la selettività nelle scelte, sia per quanto riguarda l'equity, sia per i bond.

Ecco quali sono a grandi linee le opinioni sullo scenario 2011 espresse dai money manager che hanno preso parte al consueto incontro di fine anno (delle quali si parla dettagliatamente nelle pagine seguenti): ancora fiducia sui mercati emer-

genti (che tanto emergenti non sono più), buona dose di ottimismo sugli Stati Uniti, mentre chi zoppica di più è l'Europa con i suoi vincolanti problemi di debito pubblico. Dal fronte valutario ci si aspetta molta volatilità e per quanto riguarda lo stato di salute della moneta unica, si teme che la difficile situazione debitoria di molti paesi europei possa schiacciare l'euro; nessuno, però, ritiene realisticamente possibile che possa uscire di scena. La situazione dei paesi periferici desta non poche preoccupazioni, anche se, a differenza dello scorso anno quando la Grecia colse un po' tutti alla sprovvista, situazioni di stati come Spagna, Irlanda o Portogallo non hanno avuto lo stesso effetto sorpresa (e sono stati sottoposti subito a pesanti strette fiscali). Per questi paesi, al di là dei loro problemi reali di liquidità, c'è anche la convinzione che la variabile speculativa abbia avuto e conti-

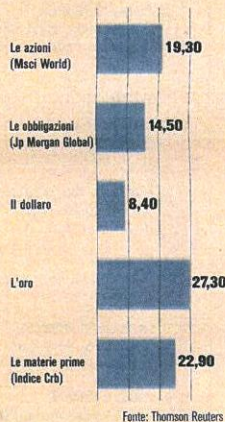
nui ad avere un ruolo non indifferente nell'evoluzione della crisi. Ciò premesso, se proprio si deve puntare sul Vecchio continente, meglio andare in Germania che tra tutti gli stati membri è quello che si muove meglio: spingerà molto sull'export (complice la debolezza dell'euro) e sarà più competitiva. Tra le materie prime interessa ancora il petrolio.

Dal fronte dei listini azionari, il mercato resta interessante soprattutto negli Stati Uniti dove le aziende continuano a generare profitti e gli utili sempre più spesso superano le attese degli analisti, mentre c'è cautela sull'Europa. Guardando in casa nostra, poi, Piazza Affari ha un peso sempre più marginale all'interno dei portafogli dei gestori (c'è chi ha un solo titolo), anche se c'è chi fa notare che negli ultimi anni il listino milanese ha perso più terreno degli altri e quindi potrebbe avere margini di rivalutazione interes-

santi. Gli evergreen della situazione, però, continuano a essere gli emergenti, nonostante i tassi di crescita che si vedranno nel 2011 non saranno della stessa entità di quelli avuti finora. La riflessione degli esperti su quest'area, tranne qualche eccezione, è che oggi rispetto al passato ci sia un grado di maturità maggiore: si tende a non favorire una crescita di natura esclusivamente speculativa, ma si punta sulla qualità. Ed è proprio per questo che la politica monetaria delle banche centrali è orientata al contenimento dell'inflazione. Le obbligazioni, invece, sono un'asset che piace di meno però nei portafogli c'è ancora spazio per corporate e high yield, mentre il peso dei governativi si riduce, soprattutto in Europa. Poco attraenti in termini di rendimento i bund e i treasury, mentre c'è attenzione sugli emergenti, che problemi di debito non ne hanno («ma non hanno neppure le

## Quanto hanno reso

Gli investimenti finanziari nel 2010.  
Dati in %, aggiornati al 28/12/2010



strade» ha fatto notare criticamente uno degli esperti).

Nel corso del forum è stato affrontato anche il tema del risparmio gestito in Italia e delle sue prospettive. Quello che è emerso non è certo un quadro roseo. La sensazione è che il sistema sia bancocentrico, poco stimolato e sempre più orientato oltre confine (resta ancora da sciogliere il nodo dell'equiparazione fiscale tra fondi italiani ed esteri). Critiche abbastanza forti che lamentano anche una mancanza di riforme adeguate che renda il risparmio gestito made in Italy finalmente competitivo con gli altri paesi europei. Un problema, questo, che non sembra proprio destinato a essere risolto in tempi brevi, visto che viene rilevato ogni anno durante il Forum negli stessi termini. E siamo alla 15esima edizione.

Isabella Della Valle  
i.dellavalle@isole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## In breve

A fianco sono stati riassunti i suggerimenti dei gestori sui diversi temi toccati nel corso del Forum. Le opinioni sono ovviamente diverse ma emerge un certo consenso per gli Stati Uniti. Mercato da preferire, non solo per l'investimento azionario ma anche per quello obbligazionario. Anche gli emergenti sembrano mettere tutti sulla stessa lunghezza d'onda, mentre le posizioni sono più discordanti per quanto riguarda le percentuali da destinare al mercato azionario.



**Alberto Albertini**  
61 anni  
Amministratore delegato di Banca Albertini Syz  
Il gruppo Albertini Syz opera nel private banking, con la gestione di patrimoni per privati e istituzionali, e negli investimenti alternativi.



**Giordano Beani**  
46 anni  
Direttore investimenti di Bnp Paribas I.P.  
Le masse del risparmio gestito in Italia della banca francese superano i 28 miliardi di euro, di cui 17,5 in fondi comuni.



**Manuela D'Onofrio**  
48 anni  
Responsabile investimenti di UniCredit private banking  
Le Sgr del gruppo hanno una quota di mercato del 14,7%. Il patrimonio gestito da UniCredit sfiorano 110 miliardi di euro.

## LO SCENARIO

PAG. 05

**I tre blocchi.** Nel 2011 ci sarà la resa dei conti tra le diverse direzioni prese dai tre blocchi economici mondiali: la Cina e gli emergenti che crescono con pericolo di inflazione, l'America che cerca di far ripartire l'economia e l'Europa, bloccata, alla ricerca di austerità.

**Prudenza, ma non troppa.** Per un portafoglio con un medio grado di rischio il suggerimento è investire il 45% in obbligazioni e liquidità, il 40% in azioni e il 15% in fondi hedge. Tra i settori meglio puntare sui ciclici, che permettono di cavalcare la crescita.

**Tra lusso e alimentari.** In Europa i titoli più interessanti sono Dalimier, Rheinmetall, Basf, Richmond e la spagnola Ebro Foods che produce riso. Tra i titoli bancari la scelta cade su Deutsche Bank, mentre Autogrill è l'unica azione italiana.

**Due anni inutili.** Nell'agosto del 2008, Bankitalia aveva riunito molti protagonisti del risparmio gestito intorno a un tavolo. Purtroppo solo il 5% di quanto deciso all'epoca è stato realizzato negli ultimi due anni.

**Nubi europee.** Si conferma un'Europa a due velocità, con un'alternanza di momenti di panico e di euforia. Alcuni paesi periferici potrebbero dover ricorrere a una ristrutturazione del debito. Gli emergenti, invece, daranno il maggior contributo alla crescita mondiale.

**Sfruttare la ripresa.** I mercati azionari possono offrire sorprese positive. Il suggerimento è puntare su titoli dei settori ciclici, che sono legati alla ripresa. Per la parte obbligazionaria viene dato più spazio ai titoli corporate e high yield.

**Interesse per i gruppi esposti agli emergenti.** Negli Stati Uniti i titoli indicati sono Mbia, Bank of America, e il costruttore Kb Home. In Europa i petroliferi come Repsol, l'italiana Tenaris e la catena distributiva Metro, trainata dai consumi in Germania.

**Anche colpa nostra.** I gestori italiani non hanno nulla da invidiare a quelli stranieri per capacità e competenze. Ma bisogna fare un piccolo esame di coscienza: forse la crisi attuale del risparmio gestito è anche un po' colpa nostra.

**Chi crescerà e chi no.** L'economia americana e quella cinese continueranno a crescere; la prima grazie all'azione della Fed, la seconda centrerà l'obiettivo dell'8%. La crisi europea, invece, non sarà risolta in tempi brevi. Il 2011 sarà molto difficile per i paesi periferici.

**Governativi in affanno.** Il 2011 sarà un anno difficile per i titoli di stato, ma per chi non vuole rinunciare, il consiglio è andare sui BTP. Niente bund o treasury. Sul versante equity la preferenza cade sugli Stati Uniti e sugli emergenti.

**Poco peso all'Italia.** La scelta va sugli Stati Uniti con titoli legati alla crescita domestica e dei paesi emergenti: Citibank, Apple e Occidental Petroleum. L'Italia è rappresentata da un solo titolo, Tema, che ha la caratteristica di essere molto difensivo.

**Scarsa lungimiranza.** Le banche italiane hanno avuto poca attenzione nei confronti del risparmio gestito, considerato una sorta di appendice. E ora, senza investimenti, non si possono fare miracoli con gli stranieri alle porte.

## L'ASSET ALLOCATION

PAG. 06

## I TITOLI

PAG. 06

## RISPARMIO GESTITO

PAG. 07

Lo scenario macro. Tre aree del mondo a confronto nel 2011

# Economia europea a due velocità

Quale dunque lo scenario che ci si deve attendere per il 2011?

**Albertini.** Credo che il 2011 porterà a una resa dei conti tra due direzioni opposte che stanno prendendo i tre blocchi economici mondiali. Cina e i paesi emergenti in fase di crescita elevata con pericolo di inflazione, Stati Uniti dove si fa di tutto per far partire l'economia e un'Europa che sembra essere totalmente bloccata su una via diversa, con una ricerca di austerità che è in netto contrasto con la necessità di far ripartire l'economia.

**Beani.** Negli Stati Uniti per superare un'attesa di crescita del 2,4/2,5% ci vorrebbe un passaggio del testimone rispetto alla politica monetaria della Fed. Confermiamo un'Europa a due velocità ma non riteniamo che si vada verso la disgregazione dell'euro. Non escludiamo, nel 2012, che alcuni dei paesi periferici debbano ricorrere ad una ristrutturazione del debito. Quindi, in Europa il 2011 sarà ancora un'altalena tra momenti di panico e euforia. Infine, i paesi emergenti se daranno il maggior contributo alla crescita mondiale nei prossimi 10/20 anni, da un punto di vista congiunturale sono in fase di leggero rallentamento. Per cui vedere numeri di crescita economica molto elevati nel 2011 ci sembra difficile.

**D'Onofrio.** Il nostro outlook 2011 si basa su tre ipotesi. La prima: l'economia americana continuerà a crescere nel 2011 e ci potrebbero essere delle sorprese positive rispetto all'ipotesi di consensus che vede il Pil americano crescere tra il 2,4/2,5, grazie all'azione della Fed di continuare nel quantitativo easing. La seconda ipotesi riguarda l'economia cinese che continuerà a crescere,

## L'Asia rallenta il passo e l'inflazione rimane sotto controllo

ma in modo più moderato rispetto agli ultimi 18 mesi. Le autorità riusciranno effettivamente a centrare un obiettivo di crescita per il 2011 più vicino all'8% e con un'inflazione che dovrebbe raggiungere il picco nei prossimi tre mesi. Infine, la crisi europea avrà dei tempi lunghi di soluzione. Ci aspettiamo un 2011 ancora molto difficile per i paesi periferici, sia da un punto di vista di mercati obbligazionari sia azionari, con la Germania che continuerà a beneficiare della crisi, grazie a un costo del denaro basso e a un tasso di cambio euro/dollaro competitivo.

**Gentili.** Le nostre aspettative sono moderatamente positive per quanto riguarda lo scenario generale. Sia i risultati che stiamo vedendo, sia i numeri macro che stanno uscendo sono incoraggianti. Gli Stati Uniti e la Germania sono certamente fuori dalla recessione e il Pil Usa probabilmente nel 2011 salirà di un 3,5%. I paesi emergenti vanno molto bene, ma sono del tutto dipendenti dall'occidente e non possono fare da traino al mondo. In Europa la stabilità dei paesi minori è l'enorme punto interrogativo ma basterebbero alcune regole da aggiungere al trattato dell'Unione europea e l'economia potrebbe seguire la tendenza positiva di quella americana.

**Giuliani.** Le situazioni a bre-

ve ci fanno pensare a un 2011 abbastanza buono per le borse: l'euro che si è indebolito, i tassi che continuano a rimanere bassi, l'inflazione contenuta che può incentivare la spesa anche dei privati, ci portano a essere abbastanza ottimisti sull'Europa. Sicuramente la Germania ne beneficerà tantissimo ma anche l'Italia potrebbe recuperare di più, nonostante fondamentali più bassi della Germania. Per quanto riguarda i paesi emergenti, in particolare in Asia, si farà di tutto per cercare di contenere l'inflazione che potrebbe avere come grande beneficiario il Giappone che finalmente potrebbe uscire dalla deflazione. Dal fronte delle valute, sicuramente il dollaro sarà la moneta rifugio in caso di grandi turbolenze finanziarie.

**Tomasi.** Sono tre i blocchi che esaminiamo, rispettivamente Stati Uniti, Europa e Cina, con tre banche centrali che di fatto si comportano in modo molto diverso. Negli Usa la preoccupazione della Fed è salvare il sistema finanziario. Ma sino a quando riuscirà a funzionare questa manovra? Già si parla di una terza fase di quantitative easing, quindi dubito che il successo potrà essere particolarmente positivo per la crescita. La Cina si sta opponendo alla politica monetaria Usa e questo non crea tranquillità all'interno dei mercati finanziari. Infine, il blocco Europa, ostaggio dalla grande crisi del debito dei paesi periferici. Quindi nel complesso, gli Stati Uniti offrono la possibilità di una crescita superiore rispetto agli altri blocchi, rispetto a un'Europa in grande freno.

**Lucilla Incorvati**

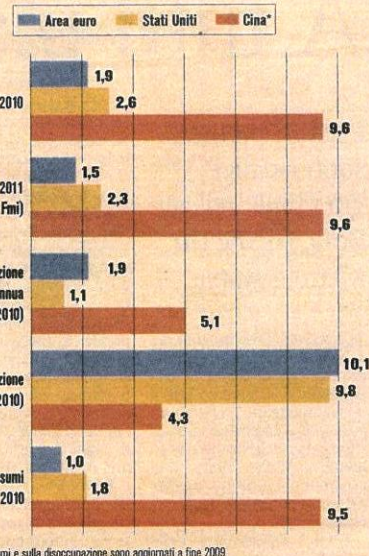
lucilla.incorvati@isole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## La situazione macro

### PAESI SVILUPPATI E CINA A CONFRONTO

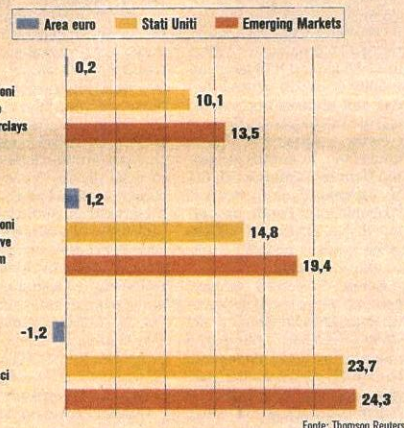
Variazione percentuale da inizio anno



(\* I dati sui consumi e sulla disoccupazione sono aggiornati a fine 2009)

## GLI INDICI DEI MERCATI

Variazione percentuale da inizio anno. Dati in euro, aggiornati al 28/12/2010



Fonte: Thomson Reuters

## Dalla prima

# Imposte, patrimoni e risparmi

Il toto-patrimoniale è un esercizio delicato e pericoloso: e Plus24 non intende farlo. Tuttavia, seguendo il consenso degli operatori, anche noi siamo scettici sulla possibilità che possa colpire *tout court* la ricchezza finanziaria: soprattutto quella detenuta dalle famiglie, a cominciare dai titoli pubblici, quando già il calendario annuale delle aste è stato fissato. È vero che l'allineamento dell'aliquota dal 12,50% al 20% è in agenda da tempo e sarebbe teoricamente presentabile come un intervento di allineamento strutturale agli standard Ue. Tuttavia l'alta pressione speculativa sul debito pubblico dell'area euro rende - sulla carta - improponibili misure che alterino l'appetibilità dei *treasury* italiani.

Questi ultimi sono detenuti per quasi la metà da investitori esteri ma, per una porzione rilevante, da istituzioni finanziarie italiane (banche e assicurazioni). Un aggravio fiscale «patrimoniale» sullo stock del debito toccherebbe quindi un segmento particolarmente sensibile: un sistema intermedio ancora convalescente, con bassa redditività ed elevata necessità di ricapitalizzarsi velocemente per allinearsi agli standard di Basilea 3. Per di più al sistema bancario - e alle Fondazioni che ne sono grandi azioniste - la politica economica attribuisce un ruolo fondamentale nel mantenere il sistema-paese sulla traiettoria della ripresa.

Altra cosa - ha detto il ministro Giulio Tremonti all'ultima Giornata del risparmio - è invece «tassare le rendite finanziarie» quando questa alimentazione della speculazione. E in questo quadro - condiviso con gli altri paesi - membri continentali della Ue - che Tremonti ha ipotizzato una doppia aliquota per le banche: che colpisca in modo differenziato l'attività di *trading*. Anche qui potrebbe approdare ciò che - in codice - viene sussurrato come «patrimoniale». L'Abi, dal canto, non fa che ripetere che le banche italiane hanno bisogno - soprattutto in questa fase di ripulitura dei bilanci - di un altro allineamento fiscale: la deducibilità delle perdite su crediti in tempi dimezzati rispetto ai 18 anni attuali.

E il risparmio gestito? C'è il rischio che continui a pagare l'*handicap* rispetto all'"amministrato": fatto tra l'altro di quei bond bancari che anche nel 2011 saranno troppo strategici per poter essere sfiorati. Il riassetto del debito della "bolla fiscale" nei fondi comuni italiani (solicitato nuovamente anche dai grandi gestori partecipanti al Forum 2011 di Plus24) dovrà ancora prevedibilmente attendere.

**Antonio Quaglio**

© RIPRODUZIONE RISERVATA

**Carlo Gentili**  
48 anni  
Amministratore delegato di Nextam Partners  
Nextam Partners è una Sgr indipendente specializzata in fondi e gestioni patrimoniali. Gestisce 1,3 miliardi di euro.

**Aspettative positive.** Lo scenario globale è incoraggiante: gli Stati Uniti e la Germania sono fuori dalla recessione, gli emergenti vanno bene, ma dipendono dall'occidente, mentre l'economia europea, con alcune regole, potrebbe seguire le orme di quella americana.

**No ai settori.** La percentuale da destinare al mercato azionario dovrebbe essere compresa tra il 60 e il 70%, con un peso degli Stati Uniti pari al 50%; il 20/25% potrebbe essere impiegato in obbligazioni e il resto in liquidità. Non puntiamo su singoli settori.

**La selezione.** Tra i titoli che ci piacciono Goldman Sachs, Luxottica, Nestlé, Danone, Hsbc, Sara Lee, Shire Pharmaceutical, Swedish Match, Cheung Kong e Vodafone. In Italia sono interessanti Autogrill, Astaldi, Brembo, Danieli e Campari.

**Accoglienza Lussemburgo.** Costretto a trasferire attività nel Granducato perché lì c'è un sistema più flessibile e un fisco migliore. L'industria del risparmio gestito in Italia è bancocentrica, difficile poter girare pagina e le associazioni di categoria non aiutano molto.

**Pietro Giuliani**  
54 anni  
Presidente di Azimut Holding  
Il gruppo Azimut è attivo in vari rami della gestione (fondi, gestioni in fondi, in titoli e previdenziali) per 14,8 miliardi.

**Le carte dell'Europa.** La debolezza dell'euro, i tassi d'interesse bassi e l'inflazione contenuta ci portano a essere ottimisti sull'Europa. Dal fronte valutario, il dollaro rappresenta la moneta rifugio nel caso dovessero verificarsi turbolenze finanziarie.

**Portafoglio bilanciato.** La componente azionaria è pari al 45%, il 25 è indirizzato sulle obbligazioni, il 10% sulle materie prime, mentre il 20% è riservato alla liquidità, ma quest'ultima parte va ricollocata a seconda dell'andamento dei mercati.

**Il giusto mix.** Troviamo opportunità nei finanziari, nei tecnologici e nei petroliferi. Tra le azioni indico Eni, Microsoft, Pepsi Cola, Roche, Bnp e Banca Intesa. Tra le emissioni corporate con scadenza 3-4 anni, segnaliamo Pernod, Lafarge, Rbs, Prysmian e Glencore.

**Sistema finanziario kaput.** In Italia c'è da costruire un sistema finanziario più solido, in caso contrario il rischio è di fare tante marce indietro. Non ci saranno più i gestori italiani che conoscono (e investono) nelle aziende quotate in Piazza Affari.

**Mario Tomasi**  
58 anni  
Condirettore generale di Aletti Gestieffe  
La Sgr del Banco Popolare è vicina ai 22 miliardi di risparmio gestito, di cui 8,5 in prodotti assicurativi e 7,7 in fondi.

**Scommessa americana.** Negli Stati Uniti la grande preoccupazione della banca centrale è quella di salvare il sistema finanziario, ma nel complesso gli Usa offrono la possibilità di una crescita superiore rispetto all'Europa e alla Cina.

**Meglio i bond.** Prevediamo un portafoglio prevalentemente obbligazionario, soprattutto corporate. Interessanti anche i bond a tasso variabile che limitano il rischio di un rialzo dei tassi. Il mercato azionario è sopravvalutato in Asia ed è a sconto in Europa.

**Prevalenza corporate.** Nel nostro portafoglio obbligazionario, un'emissione su tutti è General Electric. Tra le azioni in Italia scegliamo Fiat e Saftio. Preferiamo però l'equity Usa con Freeport e Alcoa. Nel settore fertilizzanti puntiamo su Monsanto e Potash.

**Crisi Usa.** I problemi sono cominciati negli Stati Uniti ma rapidamente hanno raggiunto anche noi. A ciò si aggiunge la grande accelerazione sulla raccolta diretta da parte delle banche a discapito del risparmio gestito che è stato ulteriormente penalizzato.

INSIDER

di Gordon Gekko

# «Candid» tedesca per Consob

Gregorio Dottor Giuseppe Vegas, nel congratularmi con Lei per la recente nomina alla presidenza della Consob, mi permetto di scriverLe per segnalare una notizia. Non si adonti nel leggere queste righe firmate da chi forse rappresenta una versione off della finanza; da anni su queste pagine gli amici di «Plus24» scrivo di eventi che stanno per accadere. E dunque: dal prossimo mese di gennaio, in Germania emissari della BaFin - la Consob tedesca - si recheranno in banca come potenziali clienti per verificare sul campo l'applicazione del Securities Trading Act tedesco. Il governo e le autorità di vigilanza vogliono intensificare le iniziative per obbligare le banche tedesche a migliorare la qualità dei consigli dati ai clienti, dopo una serie di lamentele delle associazioni dei consumatori. Stupira, la notizia, ma fino a un certo punto: lo scrupolo nell'applicazione delle norme in materia di collocamento di strumenti finanziari è sostanza e non forma. In Germania come in Italia. Mi permetto di segnalare in questa sede la notizia proprio perchè da queste pagine gli amici di «Plus24» sono operativi con qualcosa di analogo.

Da anni si recano in banca, ma anche alle Poste, da agenti assicurativi e previdenziali, o da intermediari del credito, proponendosi come potenziali clienti per verificare lo scrupolo della consulenza e l'adeguatezza dei consigli. Tema centrale, dopo l'introduzione della Mifid. In centinaia di «visite» di questa natura, solo in una minoranza di casi si è riscontrata un'attenzione adeguata alle esigenze della clientela: nella stragrande maggioranza dei casi prevale l'indicazione commerciale nel vendere il prodotto più remunerativo per la rete di distribuzione. E non di rado, al borbottio sulle informazioni tecniche del prodotto proposto (dai costi, alle caratteristiche, al confronto con altri prodotti), fa da contraltare una non comune cura commerciale: vendendo ad esempio come «totalmente gratuiti» operazioni che nessuno si sognerebbe di pagare, come i versamenti periodici. Mi preme indicarLe come il mercato sia questo: e come per vigilarlo basti uscire un'ora dall'ufficio e entrare in filiale. Nel mio piccolo, sono certo che il mercato potrebbe beneficiare e di molto da una sua eventuale attenzione di questa natura. Molto più che attendendo in ufficio che dopo un lungo percorso burocratico un foglio di carta bollata arrivi, con ampio ritardo, sulla sua scrivania. Buon lavoro.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

I CONSIGLI DEI GESTORI / 2

# A tutti piace Wall Street

## I settori preferiti sono i ciclici Tra i titoli indicati Bofa, Alcoa, Db Metro e Apple

Nel 2011 il rendimento del portafoglio verrà dalle azioni, secondo i gestori, che privilegiano il mercato Usa e quelli emergenti. Dalle obbligazioni che piacciono tanto ai risparmiatori italiani e che hanno già corso molto, ci si aspetta un contributo minore e devono principalmente contenere il rischio.

### Qual è l'allocatione delle attività finanziarie che suggerite per il prossimo anno?

**Albertini.** Per un portafoglio a medio rischio indichiamo il 45% di obbligazioni e liquidità (con titoli di breve/media durata, a tasso fisso e variabile e legati all'inflazione), il 40% di azioni e il 15% di fondi hedge con strategie commodity e market neutral. Anche noi siamo propensi ad azioni cicliche per cavalcare la crescita, soprattutto quella americana. In Europa scegliamo **Daimler, Rheinmetall, Baf, Richmond** nel lusso e la spagnola **Ebro Foods**, produttore di riso. Tra le banche **Deutsche Bank, Autogrill** è l'unica azione italiana.

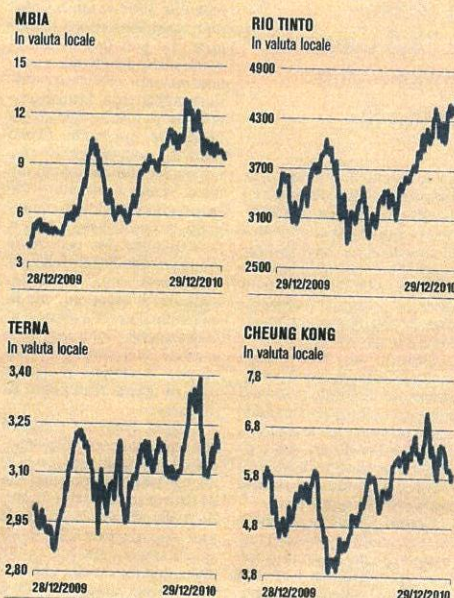
**Beani.** I mercati azionari possono offrire sorprese positive, con crescita stimate del 13-14% nei Paesi sviluppati e maggiori in quelli emergenti, che hanno già scontato in parte la debole congiuntura. Consigliamo, quindi, settori ciclici, legati alla ripresa. Per esempio, le azioni dei grandi gruppi europei esposti allo sviluppo dei Paesi emergenti. Tra i finanziari preferiamo gli ameri-

cani più colpiti dalla crisi, avvantaggiati anche da modesti rialzi delle aspettative. Qualche nome? Negli Usa **Mbia** e **Bank of America** e il costruttore **Kb Home**. In Europa i petroliferi come **Repsol**, l'italiana **Tenaris** e la catena distribuitiva **Metro**, trainata dai consumi in Germania. Nella componente obbligazionaria diamo più peso alle obbligazioni corporate, a quelle high yield e dei Paesi emergenti, sebbene gli spread siano scesi. Infatti, il rendimento dei governativi tedeschi e Usa potrebbe salire (e i prezzi scendere, ndr) e i titoli di stato periferici area euro non ripagano il rischio.

**D'Onofrio.** Sulla premessa che il 2011 sarà un anno difficile per i titoli governativi, visto che comunque i risparmiatori non riescono a farne a meno, indichiamo un portafoglio al 50% azionario, al 40% obbligazionario, al 5% investito in oro, al 5% in materie prime, soprattutto petrolio; per la metà delle obbligazioni, da cui i risparmiatori non riescono a prescindere, suggeriamo titoli di stato, in particolare Btp, che riteniamo a più basso rischio; non treasury americani o bund. Poi obbligazioni emergenti in valuta locale, per sfruttare il rendimento della divisa. Per le azioni, invece, come l'anno scorso preferiamo gli Stati Uniti, con titoli legati alla crescita domestica e dei Paesi emergenti (**Citibank, Apple, Occidental Petroleum**); e aggiungiamo i nuovi mercati emergenti asiatici. In Europa, prevediamo solo Germania; l'Italia è rappresentata solo da **Terna**, molto difensiva, e la Spagna da **Santander e Telefonica**.

**Gentili.** Per un portafoglio a rischio medio consigliamo il 60-70% di azioni e il 20-25% di obbligazioni a breve scadenza. Il resto, lo terremo temporaneamente in liquidità, vista

## I titoli preferiti



l'incertezza sul fronte tassi e credito. Nella componente azionaria, gli Usa pesano il 50%, l'Europa il 35% e l'Asia emergente il 15%. I nomi che ci piacciono sono **Goldman Sachs, Luxottica, Nestlé, Danone, Hsbc, Sara Lee, Shire Pharmaceuticals, Swedish Match, Cheung Kong, Vodafone**. In Italia, **Autogrill, Astaldi, Brembo, Campari, Danieli, Recordati, Ubi, Credem**. Non compriamo settori, ma scegliamo con attenzione i singoli titoli. Tutti dovrebbero aver notato la differenza tra **Goldman Sachs** e **Lehman Brothers** o tra **Luxottica** e **Safilo**, che pure appartengono allo stesso settore. Nella componente ob-

bligazionaria governativa, privilegiamo il basso rischio dei bund tedeschi a corta scadenza; in quella societaria i bancari italiani, inclusi i Tier1.

**Giuliani.** La nostra allocatione prevede il 45% di azioni, il 25% di obbligazioni, il 10% di materie prime e il 20% di liquidità, da ricollocare a seconda dell'andamento dei mercati. Per la parte azionaria, da un punto di vista geografico, diamo prevalenza all'America (45%), seguita da Europa (35%), Paesi emergenti (10%) e Giappone (10%), che potrebbe uscire dallo stallo grazie all'inflazione asiatica; dal punto di vista settoriale troviamo delle opportunità

nei finanziari, nei tecnologici e nei petroliferi. Tra i titoli preferiti ci sono **Eni, Microsoft, Pepsi Cola, Roche, Bnp e Banca Intesa**. Per la parte bond suggeriamo il 70% di titoli di stato italiani a 5 anni con rendimento del 3,7% e il 30% di emissioni corporate: **Pernod, Lafarge, Rbs, Prysmian e Glencore**, con scadenza 3-4 anni e rendimenti al 5%.

**Tomasi.** Prevediamo un portafoglio obbligazionario, soprattutto corporate. Un'emissione su tutti è **General Electric**. E poi ci sono i bond a tasso variabile, dove si limita il rischio di rialzi dei tassi; le obbligazioni Usa offrono tassi reali interessanti e quelle asiatiche (di Cina, Indonesia e Taiwan), sono supportate dalla politica monetaria restrittiva e da valute forti. Siamo prudenti sul debito dei paesi periferici europei, tra cui preferiamo l'Italia, e privilegiamo il bund tedesco, che comunque rende 70/80 centesimi in più, che a inizio anno. Il mercato azionario, sostenuto da un basso costo del denaro, è però sopravvalutato in Asia; al contrario, in Europa è a buon mercato, ma la cautela ci porta fare scelte attente sui titoli, come **Gazprom** e **Rio Tinto**, produttori di materie prime. A Piazza Affari, poco rappresentata in portafoglio, scegliamo **Fiat**, anche per via dello scorporo dell'auto e di altri eventuali (Ferrari o vendita di Cna); inoltre **Safilo**, esposta agli emergenti. Il nostro favore, però, va alle azioni Usa, che hanno capitalizzazione e liquidità elevate; in particolare **Freeport** e **Alcoa**, legati alle risorse di base. Inoltre, diamo spazio al settore dei fertilizzanti, con **Potash e Monsanto**. Entrambi i comparti godono del traino della domanda cinese.

Marzia Redaelli  
marzia.redaelli@ilssole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

## Approfondimenti. Il metallo giallo e l'incognita valutaria

### «Nell'oro si potrebbe investire fino al 50%»

Il 2010 è stato l'anno dei record per l'oro, salito del 25%, oltre i 1.400 dollari l'oncia. Bene rifugio per eccellenza, è favorito dall'incertezza sui mercati finanziari, ma sulle sue ulteriori potenzialità di rendimento i gestori non sono concordi. «Siamo molto positivi sulle prospettive dell'oro - afferma Mario Tomasi, condirettore generale di Aletti Gestielle - Secondo le nostre stime, la grande incertezza che aleggia sui mercati finanziari, in particolare europei, porterà molti investitori a parcheggiare la liquidità nei metalli e in quello giallo in particolare; a maggior ragione, se pensiamo che la sua presenza nei portafogli e nelle riserve valutarie delle banche centrali è

#### La corsa dell'oro

A Londra - Dollaro per oncia



ancora limitata». Anche Manuela D'Onofrio, responsabile investimenti globali di UniCredit, prevede che il 5% del portafoglio ideale per il 2011 venga destinato all'oro. Per contro, Giordano Beani, direttore investimenti di Bnp Paribas I.P., è meno convinto dei suoi rialzi futuri: «La grande corsa dell'oro dovrebbe essersi esaurita nell'ambito di uno scenario ancora volatile, ma non più dai cigni neri come quello dello scorso anno».

Infine, si proclama totalmente avverso a inserire questa attività in portafoglio Carlo Gentili, a.d. di Nextam Partners, che spiega: «Non capisco perché l'oro debba salire così tanto; è una sorta di valuta, un bene rifugio, ma non viene consumato e si riutilizza, a differenza del rame o del petrolio. Non accomando oro e certo non a questi prezzi».

Ma.R.  
© RIPRODUZIONE RISERVATA

### L'euro e il dollaro? Hanno il fiato corto

Nei mesi scorsi una vera e propria guerra delle valute ha imperversato sui mercati finanziari di tutto il mondo, condizionando i flussi di capitale e i rendimenti delle azioni e delle obbligazioni.

L'occhio degli esperti va anche alle divise emergenti, che nell'attuale situazione potrebbero uscire terze vittoriose dal duello in atto tra euro e dollaro.

«Le valute asiatiche si stanno rivalutando sia contro euro, sia contro dollaro e offrono quindi un ritorno molto interessante - spiega Mario Tomasi di Aletti Gestielle -. Infatti, una parte del portafoglio obbligaziona-

rio della società di gestione va sulle emissioni di paesi come Cina, Indonesia, Taiwan; insomma sull'Asia, ma quella emergente, Giappone escluso.

Anche Manuela D'Onofrio, di UniCredit, afferma di voler evitare le conseguenze di una gara senza premi tra euro e biglietto verde: «La nostra allocatione delle attività vede una forte diversificazione valutaria, perché euro e dollaro sono moneta strutturalmente deboli e sia l'Europa, sia l'America impiegheranno molti anni prima di rimettere in sesto i conti».

Ma.R.  
© RIPRODUZIONE RISERVATA

Industria in crisi. Società di gestione e fondi italiani, ultimi appelli

# Risparmi sempre più stranieri

GENTILI

«Assogestioni?  
I piccoli out»

Tempo scaduto. Dalle parole dei gestori sembra proprio che il risparmio degli italiani nel futuro (breve) finirà tutto nelle capaci braccia degli stranieri. Certo non manca l'analisi e la proposta, ma si avverte una stanchezza nei toni e nella difesa. E quando si sente un **Pietro Giuliani**, fondatore e presidente di Azimut, evocare in modo provocatorio i paesi africani come termine di paragone, si capisce che si è raggiunto il livello più basso nel settore del risparmio gestito: «Il nostro sistema finanziario è sempre meno evoluto - dice Giuliani -. Mancano gli investitori istituzionali come i fondi pensione. Quindi se non vogliamo tendere ai paesi africani, che hanno un sistema finanziario inesistente, forse vale la pena far qualcosa». Ma cosa? «Nell'agosto 2008, Bankitalia aveva riunito gli esperti del settore intorno a un tavolo - ricorda **Alberto Albertini**, a.d. di Banca Albertini Syz -. In quell'occasione era stata fatta una lista di cose da fare. Da allora credo che sia stato realizzato appena il 5% di quanto deciso».

## Appelli inutili

D'altronde chiedere alle banche di aiutare il risparmio gestito è forse, a questo punto, un inutile appello. Il motivo lo spiega chiaro e tondo **Manuela D'Onofrio**, direttore degli in-

In mancanza di modifiche al prelievo fiscale il sistema resta senza sbocchi

vestimenti del private banking di UniCredit: «L'industria del risparmio gestito è sempre stata considerata un'appendice sulla quale le banche italiane, mi sembra, abbiano avuto pochissima lungimiranza e anzi un atteggiamento direi abbastanza opportunistico». Parole forti da parte di D'Onofrio che aggiunge: «Questa è una mia opinione assolutamente personale, quindi parlo come D'Onofrio non come gruppo UniCredit. Un paese che non ha investito fino a oggi nel risparmio gestito non può pensare che accadano i miracoli. È un'industria che sarà sempre più controllata dagli stranieri». Il cerchio si chiude. Perché gli stranieri, come si sa, in Italia ci sono già. Lo ricorda **Giordano Beani**, direttore investimenti di Bnp Paribas Investment Partners Sgr: «Sono nato nel risparmio gestito italiano con Gesticredit e sono finiti in mani straniere. Rappresento dunque la parabola dell'industria del risparmio e

lo dico con grande rammarico. I gestori italiani non temono la concorrenza di alcuno dal punto di vista della professionalità, dell'impegno e della capacità. Però qualcosa non ha funzionato e secondo me c'è qualche responsabilità anche nostra, cioè dei manager e delle società di gestione. È vero che eravamo controllati dalle banche e quindi avevamo dei vincoli, però non siamo in qualche modo riusciti a far passare il messaggio».

## Fioretto e clava

Risparmio gestito periferia delle banche italiane con un pizzico di responsabilità dei gestori. Beani usa il fioretto. **Carlo Gentili**, a.d. di Nextam partners, utilizza invece la clava: «Non c'è nessuna attenzione per l'asset management. Il sistema è bancocentrico e ha trascurato completamente la gestione del risparmio. È banale dire che i nostri fondi comuni stanno morendo. Sinceramente a me dispiace moltissimo di essere dovuto andare in Lussemburgo a fare qualcosa di uguale a quanto avrei potuto fare in Italia. Solo che lì c'è una flessibilità e una componente fiscale migliore rispetto ai fondi diritto italiano. Lo dico senza retorica. Mi dispiace da morire come cittadino e mi imbarazza aver dovuto fare una società a Lussemburgo quando avevamo scelto l'Italia come base».

## IN PILLOLE

451 miliardi

È il patrimonio totale di fondi e Sicav collocati nel nostro paese. A dicembre 2009 le masse gestite erano 430 miliardi.

55,9%

Indica il peso raggiunto dai fondi di diritto estero sul totale delle masse gestite in Italia, contro il 44,1% in mano ai fondi tricolore. Solo un anno fa il patrimonio dei fondi domiciliati oltre confine, costituiva meno della metà di quello complessivo.

77,8%

È la percentuale del patrimonio totale promosso da società di gestione del risparmio italiane, che controllano tuttora il mercato pur con fabbriche di prodotto domiciliati in Irlanda o in Lussemburgo.

12,5%

Indica la tassazione dei fondi comuni. Per quelli di diritto italiano si applica sul maturato (viene prelevata quotidianamente su un guadagno virtuale e riduce il patrimonio da investire); per i prodotti di diritto estero viene prelevata sul realizzato, cioè al momento del riscatto delle quote. Gli operatori chiedono da tempo una purificazione di trattamento fiscale per essere più competitivi.

## All'estero

Fuga in Lussemburgo per gli indipendenti come Nextam. O focalizzazione sulla raccolta diretta come spiega **Mario Tomasi**, condirettore generali di Aletti Gestie Sgr: «La crisi finanziaria è partita oltre oceano e poi ha sicuramente preso tutto il sistema finanziario europeo». Conseguenza: «Una selvaggia corsa alla raccolta diretta da parte delle banche, per poter in qualche modo far sopravvivere il sistema finanziario. E ciò sta penalizzando sensibilmente il risparmio gestito». Ci vorranno anni, conclude Tomasi, per risolvere il problema.

Nel frattempo i pochi gestori che conoscevano le aziende italiane non ci saranno più. «Vi ho fatto nomi e cognomi di sei titoli e due erano italiani - conclude Giuliani - e questo non perché quelle due aziende siano le migliori nel mondo, o perché questo è il peso dell'economia italiana nel mondo, ma semplicemente perché vivono in Italia, conosco molto meglio e considero a minor rischio le società del nostro Paese. Se noi mandiamo l'industria all'estero cosa accadrà?». Ecco, cosa accadrà? Ai risparmiatori l'ardua sentenza.

Vitaliano D'Angerio

v.dangerio@ilssole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA

«Non c'è alcuna attenzione all'interno di Assogestioni, nessuno spazio per le piccole società indipendenti». **Carlo Gentili**, a.d. di Nextam partners, durante il forum di «Plus24» ha criticato l'Associazione che riunisce le Sgr in Italia. «Assogestioni dovrebbe essere un'associazione tecnica che ci assiste su fronti più complessi. Dovrebbe darci assistenza e consulenza in modo da standardizzare le prassi e gli usi all'interno dell'industria: invece tutto questo scarsaggio». E aggiunge: «In compenso va a votare nelle assemblee societarie a nome dei fondi comuni italiani, mandando illustri e specchiati professori a fare doti interventi ma assolutamente inutili ai fini della incisività sulla governance. È un modo ponziopilateco per far uscire dall'imbarazzo grandi società bancarie dal dover votare individualmente in certe assemblee dove sono in palese conflitto d'interessi. Lo trovo ipocrita e poco produttivo per chi è associato e paga 27 mila euro all'anno di quota». (V.D.A.)