

# Tripletta?

## «Forum dei Gestori» di Class Cnbc Dopo due anni di corsa i mercati nel 2025 possono fare tris ma serviranno portafogli più selettivi

di **Andrea Cabrini**

**F**are il tris sarà difficile, ma non impossibile. Dopo due anni di corsa, i mercati azionari potranno ancora offrire un ritorno positivo, ma il gioco si farà più complicato. Una correzione dai record di fine anno sarà inevitabile e bisognerà imparare a convivere di nuovo con forte volatilità. Il rischio maggiore sarà il ritorno dell'inflazione negli Usa. Trump sosterrà i titoli tecnologici e il bitcoin. L'Africa sarà la nuova frontiera, mentre i mercati emergenti sono i più attraenti dal punto di vista obbligazionario. L'Europa potrebbe essere la grande sorpresa nella seconda parte del 2025, dopo le elezioni tedesche e in caso di una tregua in Ucraina. L'oro ha corso molto, ma piace ancora. Sono alcune delle visioni emerse nel «Forum dei Gestori» organizzato da *Class Cnbc* per tirare le somme del 2024 e indagare le prospettive del 2025 (video [www.milanofinanza.it](http://www.milanofinanza.it)).

Ecco dunque le strategie per investire nel nuovo anno di Enzo Corsello (country manager Allianz Global Investor), Monica Defend (head of Amundi Investment Institute), Vittorio Gaudio (direttore dell'asset management di Banca Mediolanum), Dario Tosetti (fondatore e presidente di Tosetti Value Sim Multi Family Office) e **Andrea Cuturi** (consigliere delegato di Anthilia).

**Domanda. Dopo due anni così, cosa si possono aspettare gli investitori?**

**Corsello.** Ritengo che il mercato, soprattutto quello americano, abbia ancora spazio per salire. Siamo in una fase favorevole agli asset rischiosi. Fino all'Inauguration Day di Trump non vedo grandi difficoltà. Poi il contesto si farà più severo. Il mercato potrebbe essere sorpreso sul fronte dell'inflazione e su quello della dinamica degli utili o dall'acuirsi di una crisi geopolitica. Detto questo, è vero che arriviamo da due anni straordinari ma anche in passato si sono visti tre anni di rialzi consecutivi. Noi puntiamo sull'allargamento del rialzo alle mid cap, dove vediamo occasioni, anche nel settore tech. L'aspetto strategico più importante per i portafogli nel 2025 sarà la selettività.

**Defend.** Se guardiamo il mer-

cato americano, l'indice S&P 500 è sicuramente caro, ma mi chiedo anche quando non lo sia stato. Sono d'accordo sul fatto che sarà un anno in cui essere più selettivi. Ora è in corso un allargamento del rialzo a titoli che vanno al di là dei Magnifici

7 e noi guardiamo alle aziende con utili e crescita reali, anche nel settore delle infrastrutture per il nuovo digitale. Il vero problema è che il mercato non sta prezzando la minaccia del ritorno dell'inflazione, che così diventa un rischio da cui biso-

gna proteggersi.

**Gaudio.** Sì, l'unica incognita non del tutto scontata dai mercati è che l'inflazione rallenti la discesa. Questa potrebbe essere la *wild card* del 2025. Perché vorrebbe dire banche centrali, soprattutto quella americana, in una dialettica più robusta anche con la politica. Nel complesso però siamo convinti che il clima resterà favorevole ai mercati azionari perché c'è una crescita discreta dell'economia a livello globale, con inflazione in calo e banche centrali che

hanno intrapreso un percorso di calo dei tassi. Certo, non possiamo aspettarci ritorni azionari esuberanti come nel 2024, però il clima resterà positivo.

**Tosetti.** Dobbiamo ricordare che un anno fa in questo periodo le previsioni erano molto prudenti e scontavano una recessione in arrivo. Sono stati, invece, dodici mesi estremamente positivi. L'Etf che replica l'insieme delle borse mondiali (SPDR ACWIIML, ndr) ha guadagnato circa il 25%. È salito tutto. La no-

stra visione per il 2025 è positiva, ma sarà un anno da gestione attiva in cui la capacità di identificare le opportunità farà la differenza.

**Cuturi.** Il trend che abbiamo visto negli ultimi due anni non cambierà improvvisamente. Tuttavia pensiamo che il prossimo anno ci sarà un rallentamento e ci attendiamo ritorni a singola cifra, non più così euforici. I temi da tenere d'occhio saranno due: la concentrazione dei rialzi su pochi titoli e le mire della Cina su Taiwan. Attenzione perché dal 20 gennaio il mondo avrà una regia completamente diversa rispetto a quella degli ultimi anni.

**D. I Magnifici 7 (Apple, Amazon, Alphabet, Microsoft, Meta, Nvidia e Tesla) hanno vinto a mani basse anche quest'anno. Il boom dell'intelligenza artificiale prosegue. Credete che il tech sarà ancora la forza trainante nel 2025?**

**Defend.** Potrebbe esserlo, ma non è il settore su cui vogliamo restare investiti: a questi livelli è troppo rischioso. Se Trump taglierà le tasse alle imprese, come ha promesso, le small cap della tecnologia ne beneficeranno e ci consentiranno di

giocare questa partita, ma con meno rischi perché le paghiamo di meno. Inoltre pensiamo alle materie prime per l'hi-tech e ai produttori di minerali critici, quindi all'Africa.

**Gaudio.** La valutazione di Nvidia è molto cara però, se io dovessi investire come risparmiatore a lungo termine posso davvero abbandonare la tecnologia? Oggettivamente no. I prezzi sono alti, ma è anche vero che Trump esprime una vicinanza alla Silicon Valley che non vedevamo da tanto tempo e di ciò quelle aziende sicuramente ne beneficeranno.

**Tosetti.** Siamo in presenza della quarta rivoluzione industriale, quindi la tecnologia è una componente fondamentale della crescita, e c'è ancora spazio nel mercato. Valutazioni che ora ci sembrano altissime potranno rivelarsi più normali. Sarà molto importante la scelta, perché ci sono opportunità che solo gli addetti ai lavori possono cogliere.

**Cuturi.** La tecnologia non è eliminabile da un portafoglio. Oggi però siamo in una piccola bolla degli strumenti passivi: se metto 100 dollari sul mercato americano attraverso un Etf, il 35% dell'investimento va sui primi dieci nomi. Questo non fa altro che gonfiare la bolla

delle valutazioni. La tecnologia è da avere in portafoglio, ma bisogna essere selettivi nel sceglierla. Quando vedo valutazioni a 250 volte gli utili, non compro mai.

**D. Tra Wall Street e le borse europee ormai c'è un abisso. Sarà così anche nel 2025 oppure le azioni del Vecchio Continente sono talmente sottovalutate che le vere occasioni sono qui da noi?**

**Cuturi.** L'Europa è prigioniera di se stessa, della sua burocrazia e della sua politica. Le



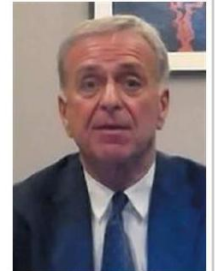
Vittorio Gaudio  
Banca Mediolanum



Enzo Corsello  
Allianz Global Investor



Monica Defend  
Amundi Investment Institute



Dario Tosetti  
Tosetti Value Sim



Andrea Cuturi  
Anthilia



La proprietà intellettuale è riconducibile alla fonte specificata in testa alla pagina. Il ritaglio stampa è da intendersi per uso privato



# Si può fare

Wall Street è cara ma c'è Trump...  
Borse Ue potenziale sorpresa  
Che occasione gli emergenti  
I bond? Meglio le duration medie

valutazioni americane più alte sono giustificate da tassi di crescita e da un'espansione dei multipli decisamente più marcata. Ma pensiamo che a questo punto ci siano delle opportunità a livello europeo su cui valga la pena andare.

**Gaudio.** La verità è che non ci sono alternative a Wall Street. Il mercato americano è sicuramente più caro degli altri, però quando andiamo a fare il gioco della rupe chi buttiamo di sotto? È evidente che l'Europa ha dei problemi di governance, di bassa crescita e di difficoltà geopolitica ed è molto concentrata su settori in crisi. Perciò non si può evitare di investire sul mercato americano.

**Corsello.** Quanto all'Europa, penso che avremo una sorpresa nella seconda metà del 2025. Il Vecchio Continente ha sottoperformato gli Stati Uniti nove volte negli ultimi dieci anni. Curiosamente, l'unico anno di sovraperformance è stato il primo anno di Trump: nel 2017, appena insediato. Nel 2025, primo anno della nuova presidenza Usa, si ripresenteranno due driver che potranno aiutare molto l'Europa: l'esito delle elezioni in Germania e la ricostruzione dell'Ucraina.

## D. Come guardate ai mercati emergenti?

**Defend.** Noi puntiamo su aree come l'India e l'Indonesia.

sia, che sono legate dalle possibili minacce di tariffe e guerre commerciali. In Asia abbiamo una combinazione virtuosa di politica monetaria e politica fiscale, oltre alla demografia.

**Gaudio.** L'accoppiata tra valutazioni accettabili e crescita economica è fantastica per i Paesi emergenti: collocherei una parte anche significativa del patrimonio in quella direzione.

zione. E poi tutto questo pessimismo sulla Cina non lo condanno: qualche sorpresa positiva in termini di stimoli ci potrà essere.

## D. Il reddito fisso in portafoglio sarà un cuscinetto contro il ritorno della volatilità? Quali obbligazioni consiglia?

**Tosetti.** È arrivato il momento di dare fiducia al private debt e quindi di accettare una logica di medio periodo anche per la componente obbligazionaria. Per quanto riguarda la parte liquida, l'obbligazionario può essere un parcheggio a quattro o cinque anni.

**Cuturi.** Sicuramente il mercato obbligazionario è un'opportunità, ma in una asset allocation di strumenti liquidi riteniamo che la parte di titoli governativi debba avere una duration non eccessiva.

**Corsello.** La nostra preferenza è per le obbligazioni corporate investment grade europee, che rappresentano il giusto compromesso tra duration e spread. L'obbligazionario renderà a scadenza quello che è il suo yield, mentre sarà difficile l'apprezzamento in conto capitale. Gli inflation linked negli Stati Uniti, con quasi il 2% reale, incarnano il sogno di ogni pri-

vate banker.

**Defend.** Interessanti le emissioni obbligazionarie degli emerging market, a fronte di una Federal Reserve che comincia a tagliare i tassi. Anche noi stiamo passando dalle obbligazioni emesse in valuta locale a quelle in dollari. Interessanti

anche i periferici, quindi il Btp.

## D. Quali opportunità vedete in Piazza Affari oggi?

**Gaudio.** La borsa italiana è estremamente interessante e tratta multipli molto contenuti, ha una distribuzione settoriale che credo potrebbe essere vincente anche il prossimo anno rispetto anche alle altre borse europee. Io continuerei a costruire un portafoglio fatto di large cap italiane e poi da alcune situazioni di eccellenza nel mondo delle mid cap.

## D. Il bitcoin ha superato a dicembre la soglia psicologica dei 100.000 dollari. Dodici mesi fa non ci credeva nessuno.

**Tosetti.** Da parte nostra c'è un atteggiamento ancora molto distaccato verso questo fenomeno, che ha grande volatilità e uno scarsissimo controllo dei valori sottostanti.

**Corsello.** Sono passati meno di due anni dalla vicenda di Ftx, che ha creato 16 miliardi di dollari di perdite, il settore che dimostrato di non essere in condizioni di autoregolarsi. Per converso il bitcoin è stato sdoganato per i portafogli istituzionali quest'anno ed è la ragione prima del movimento al rialzo, con lancio degli Etf dei grandi asset manager americani.

## D. Il bitcoin è una bolla?

**Corsello.** Non è una bolla perché queste, quando esplodono, finiscono con esaurire la forza propulsiva del sottostante. Il bitcoin invece ha fatto -90% quattro volte ed è sempre tornato su massimi crescenti. È un fenomeno che va guardato con attenzione.

**Cuturi.** Per noi il bitcoin non può avere un ruolo in un asset allocation semplicemente perché non è un asset e quindi non può essere allocato. Qualsiasi cosa compro, devo essere in grado di valutarla. Sfido chiunque a fare un esercizio di valutazione sul bitcoin.

## D. Quale sarà la vostra idea chiave per il 2025?

**Defend.** Sarà un anno di luci e

ombre, l'outlook è spigoloso: per questo investiamo anche in oro. Non tanto perché ci aspettiamo rendimenti stellari. Ha già corso abbastanza, però vale la pena avere qualcosa che permetta di protegge-

re il rendimento del portafoglio.

**Gaudio.** Lo scenario rimane nel complesso favorevole, nel senso che tutti gli elementi macroeconomici vanno nella giusta direzione. C'è il tema dell'inflazione, quindi forse terrei una protezione data da materie prime o da asset che in qualche modo beneficiano del rialzo dell'indice dei prezzi.

**Cuturi.** Le mie idee chiave per il 2025? Investire nelle imprese aurifere piuttosto che nell'oro e nelle materie agricole, nel grano in particolare perché non credo che l'Ucraina potrà ancora tornare a produrre come faceva un tempo.

**Tosetti.** Sugeriamo agli investitori di ragionare in base a un orizzonte di cinque-dieci anni e di affidarsi per la parte tattica nel 2025 ad addetti ai lavori qualificati.

**Corsello.** Starei intorno al 40% di equity, con una porzione di azionario del Vecchio Continente. E poi terrei in considerazione una componente di fixed income europeo, perché vedo in Europa la possibilità di discese di tassi molto più marcate rispetto agli Stati Uniti, e infine una componente di asset reali fatta da oro, inflation linked e un po' di private market. (riproduzione riservata)