

SONDAGGIO Il 90% dei money manager prevede che la recessione non arriverà prima del 2020 e oltre il 70% crede che lo spread scenderà a 200. Ma elezioni Ue, tassi in rialzo e Brexit terranno alta la volatilità. Come preparare il portafoglio al nuovo anno

Affari da fine ciclo

di **Roberta Castellari**

Il sentiment sui mercati non è mai stato così Orso dal 2008. Nonostante il rally di Wall Street e Tokyo di Santo Stefano la maggioranza dei listini mondiali chiuderà l'anno con un segno meno. Nel 2018 l'economia ha corso, ma le borse e i bond no. Eppure sono pochi ad aspettarsi una recessione già nel 2019 e dopo le forti correzioni registrate dai mercati negli ultimi 12 mesi sia nell'azionario sia nell'obbligazionario si parte da valutazioni tagliate rispetto a quelle di un anno fa, quando ancora tirava il vento dell'Eldorado 2017. Che si interruppe bruscamente con il primo picco di volatilità di febbraio 2018, seguito dalla correzione di ottobre e dal risk off delle prime settimane di dicembre. Eventi che hanno portato, appunto, a un bilancio in rosso per il 90% degli attivi finanziari, nonostante il rimbalzo al fotofinish. In questo scenario desolante hanno brillato solo Bund e dollaro, i due porti sicuri preferiti nel 2018. Ora, fatti i conti con questa brutta annata, dal sondaggio tra i big money condotto da *MF-Milano Finanza* coinvolgendo oltre 40 case di investimento italiane ed estere emerge prudenza e la speranza che nel nuovo anno i fondamentali tornino centrali nel determinare la direzione dei mercati.

D'altronde il vulnus non sembra appunto nell'economia, che è prevista in rallentamento nel 2019 ma ancora solida; il 95% dei gestori intervistati che non si aspetta una recessione prima del 2020 almeno. «La crescita globale dovrebbe rallentare leggermente nel 2019, passando dal 3,75% dell'anno in corso al 3,6%, rimanendo però sopra la media in tutte le principali economie

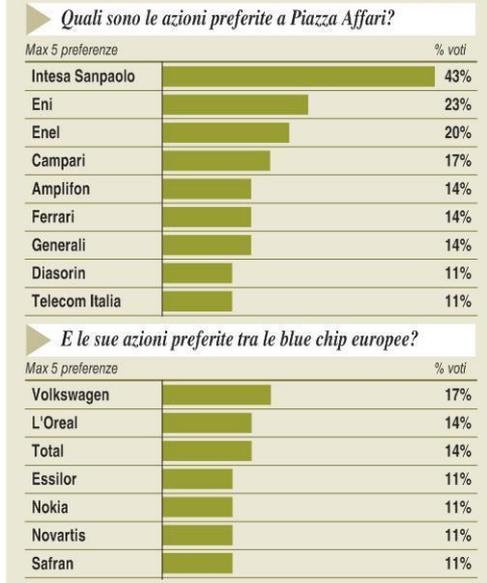
sviluppati», ricorda Stewart Robertson, senior economist di Aviva Investors, secondo il quale una crescita superiore alla media dovrebbe comportare un'ulteriore erosione della capacità produttiva inutilizzata nelle principali economie, con un calo della disoccupazione e un lieve aumento dell'inflazione salariale. Anche sul fronte delle banche centrali, il cui processo di normalizzazione dopo anni di liquidità più che abbondante è visto come uno dei fattori che hanno portato al risk off del 2018, le attese sono per governatori volti alla prudenza e più colombe che falchi. Il 50% dei gestori si aspetta una nuova Tltro e il 33% un outlook prudente. Nessuno quindi teme mosse azzardate da Draghi e da chi prenderà il suo testimone. «È molto probabile che la Bce si impegnerà in una nuova manovra di iniezione di liquidità», dice Francesco Castelli, responsabile Fixed Income di Banor Capital. «Probabilmente sarà simile alla Tltro, ma potrebbe avere modalità diverse: verrà data liquidità alle banche ma forse a tasso variabile, tenendosi le mani libere e la possibilità di alzare i tassi. E le banche ringrazierebbero», aggiunge Castelli. Hanno bisogno di finanziamenti ma sarebbero ben contenti di vedere tassi in rialzo. A Intesa e Unicredit i tassi negativi costano oggi più di un miliardo all'anno. Nemmeno la Fed guidata da Jerome Powell è attesa troppo aggressiva; i gestori che si aspettano al massimo due rialzi dei tassi nel 2019. Quanto alle tensioni geopolitiche, altro leitmotiv del 2018, tra gli asset manager prevale l'ottimismo: l'80% degli intervistati prevede che Stati Uniti e Cina troveranno un accordo sul fronte della guerra commerciale e il 70% si aspetta che il Parlamento inglese approvi infine un qualche accordo per una soft Brexit. Detto questo, i timori non man-

ciano. A partire dalle elezioni europee, indicate dal 43% degli intervistati come primo rischio da monitorare. Seguono l'impatto del rialzo dei tassi sull'economia (37%) e una hard Brexit (37%).

Si tratta di un contesto che Alessandro Fugnoli, strategist di Kairos e autore della newsletter «Il Rosso & il Nero», definisce «di chiaroscuri», ricordando che non ci sono motivi per grandi paure, non ci sono recessioni o crash in vista e comincia a esserci valore su molti mercati, in particolare azionari. «Ma la lunga luna di miele tra mercati e banche centrali è finita, la liquidità che cresceva e sollevava gli asset oggi scende e abbassa gli asset, sia pure di poco e lentamente. Un decennio di rialzi di bond e azioni ha portato a portafogli più esposti al rischio. Oggi molti sono diventati pessimisti ma nessuno è short, un segnale che il mercato ha un posizionamento squilibrato. Molti vorrebbero vendere, pochi hanno voglia di comprare». Fugnoli ricorda che non c'è allarme sulla realtà sottostante, ma un diverso atteggiamento verso di essa. «Se tutti vogliono passare da un portafoglio da boom a un portafoglio da tempi normali occorreranno uno o due trimestri perché questa operazione si compia. Una volta compiuta, e con le banche centrali ritornate più concilianti, i mercati potranno gradualmente riprendersi».

Come muovere quindi i portafogli? «In questa fase aggrovigliata si può ingannare l'attesa con il cash (che ha però molti antipatizzanti) e con due asset fino a ieri disprezzati, l'oro e i bond governativi. Loro non farà necessariamente faville (la liquidità cala anche per lui), ma in un contesto di asset finanziari sulla difensiva e di tassi meno

LE AZIONI PREFERITE DAI MONEY MANAGER



Hanno partecipato

Aiaf (Associazione italiana per l'analisi finanziaria); Ambrosetti asset management sim; Amiral Gestion; Amundi; Arpe group; Assiteca sim; Aqa Capital; Aviva Investors; Azimut Capital Management; Banca Finnat; Banca Generali; Banca Patrimoni Sella & C; Banor sim e Banor Capital; Bnp Paribas AM; BNY Mellon; Candriam; Cassa Lombarda; Columbia Threadneedle investment; Copernico sim; Edmond de Rothschild; Erasmus Capital partners; Euromobiliare advisory sim (gruppo Credem); Eurizon; Fiat Asset Management; Fondaco sgr; Gam; Gamma Capital Markets; Intermonde advisory e gestione; JP Morgan AM; Lemank; Marzotto investment house; Mirabaud AM; Pictet Asset Management; Raiffeisen Capital Management; Schroders; Scm Sim; SoldiExpert Scf; **Tendercapital**; Ubp; Unigestion; Vontobel Asset Management; WisdomTree; Zenit

minacciosi attirerà un interesse maggiore rispetto agli ultimi anni», dice Fugnoli. «I titoli governativi che preferiamo sono Treasuries e Btp. Questi ultimi, lo capiamo benissimo, richiedono un pizzico di coraggio e modiche quantità, ma ripagano con un ottimo rendimento. I Treasuries, dal canto loro, sarebbero di tutto riposo se non ci fosse il dollaro, che è caro e potrebbe tornare a perdere per strada un po' di valore nel 2019. Per chi può, una soluzione c'è. Usando i *future* ci si mette al riparo dal rischio

(continua a pag. 17)

(segue da pag. 14)

di cambio senza il carry negativo della copertura». D'altronde a guidare la classifica dei titoli obbligazionari consigliati dai gestori che hanno partecipato al sondaggio ci sono proprio i T-bond Usa a breve termine, indicati dal 56% del panel, e i Btp decennali (51%).

Intanto sull'azionario c'è un cauto ottimismo; il 75% degli intervistati si aspetta che il Ftse Mib chiuda il 2019 a livelli più alti di quelli attuali. Il settore preferito è quello finanziario, che dovrebbe beneficiare del costo del denaro ovunque in rialzo dopo anni di tassi a zero o negativi che hanno schiacciato margini. «Ci aspettiamo che i mercati azionari globali registrino progressi lievi, ma positivi, che gli utili societari continuino a crescere, che l'atteggiamento delle aziende sia favorevole agli azionisti e che le valutazioni restino propizie», sottolinea Mark Burgess, vice cio globale e cio Emea di Columbia Threadneedle Investments. In questo scenario, guardando soprattutto ai mercati azionari, «riteniamo che due approcci di investimento siano da favorire», aggiunge Stefania Paolo, head of sales per l'Italia di Bny Mellon Investment Management. «Da un lato, per un profilo di portafoglio più prudente, riteniamo fondamentale concentrarsi sui titoli di qualità, di aziende con bilanci solidi che non dipendono dalla fase del ciclo economico o dalle politiche monetarie espansive, anche in grado di distribuire dividendi sostenibili nel lungo periodo. Dall'altro lato, per generare rendimenti attraenti si può invece guardare a settori specifici, attraverso approcci

COSA TEMONO I GESTORI

Quali sono i principali rischi da monitorare?



GRAFICA MF-MILANO FINANZA

azionari tematici. Queste strategie», aggiunge Paolo, «mirano a catturare trend particolari in diverse condizioni economiche, identificando le opportunità strutturali di investimento di lungo periodo. Penso ai temi dell'innovazione, ad esempio nell'ambito della mobilità, o ai trend demografici che generano nuovi bisogni e quindi buone prospettive per settori come l'healthcare e la cura degli anziani». (riproduzione riservata)