

PORTAFOGLI 2019 Dopo un 2018 nero, come si presenta l'anno prossimo per i mercati? Si può sperare in un recupero delle borse? E i bond resteranno minacciati dai rialzi dei tassi? La parola a 4 gestori di rango

Le ricette per ripartire



di Andrea Cabrini

Oscillazioni di quasi mille punti in una seduta. Giornate di ripresa e tonfi improvvisi. L'ultimo mese dell'anno si è aperto con scosse violente sui mercati. L'effetto positivo della tregua Usa-Cina sui dazi è stato rapidamente cancellato dall'inversione della curva dei rendimenti americani e dal riesplodere delle tensioni con il caso Huawei. Solo l'ipotesi che la Fed rallenti il rialzo dei tassi ha evitato il peggio. *Class Cnbc* ha messo a confronto le visioni e le strategie per affrontare questa fase di quattro campioni delle gestioni: Ugo Loser (amministratore delegato di *Arca sgr*), Lorenzo Alfieri (country head di JpMorgan Am), Manuela D'Onofrio (head of Group Investment di Unicredit e direttore investimenti di Cordusio) e Carlo Gentili (ad di Nextam Partners).

Domanda. Dopo una settimana ad altissima volatilità come guardate al futuro dei mercati?

D'Onofrio. Il ritorno della volatilità non è passeggero ma strutturale. È dovuto al processo di normalizzazione delle politiche monetarie: il rialzo generalizzato dei rendimenti obbligazionari ha portato a un repricing di tutte le asset class.

Alfieri. Stiamo per entrare nel nuovo anno in frenata, soprattutto per quanto riguarda gli Usa. Si stanno ristrutturando

i portafogli in previsione di uno scenario di crescita molto moderata. Noi scontiamo nel 2019 una crescita degli utili intorno al 9% e una crescita in Cina superiore al 6%. Quindi davanti ai mercati c'è un grosso punto interrogativo: dove mi pongo? È questo che crea alta volatilità.

D. Come cambiano i vostri portafogli?

Gentili. La dinamica dei tassi ci preoccupa per la componente obbligazionaria; quindi questa parte di portafogli ha una duration molto corta e l'atteggiamento è molto prudente. Restiamo invece moderatamente ottimisti sulla parte azionaria.

D. A Wall Street non basta. Ha iniziato ad anticipare una frenata.

Gentili. Il prossimo anno non ci attendiamo una crescita a due cifre, ma un progresso degli utili ci sarà e potrà sostenere agevolmente gli attuali multipli.

D. Le borse però hanno tremato per l'inversione della curva dei tassi Usa.

Loser. L'appiattimento della curva dei rendimenti americani è un tema che ha dominato tutto il 2018. In realtà Wall Street si è mossa molto in risposta all'evoluzione delle relazioni Usa-Cina, segno che nel 2019 i temi geopolitici non peseranno meno delle prospettive economiche.

D. Come vi preparate?

Loser. Stiamo guardando al mondo con un nuovo paradigma. Il rallentamento dell'economia mondiale potrebbe portare le banche centrali a rallentare il rialzo dei tassi e la fine del Qe. La retromarcia quindi sarà forse più lenta di quanto abbiamo prezzato i

mercati obbligazionari. Ma il rischio politico non sembra diminuire, dunque le quotazioni azionarie, nonostante utili elevati, rimangono depresse.

D. Come si risponde a questa situazione?

D'Onofrio. Cordusio ha fatto un'importante riduzione dei rischi nei portafogli su bond e rischio di credito. Dopo queste correzioni, soprattutto sull'azionario europeo e dei Paesi emergenti, le valutazioni non sono più care. L'Europa è a sconto rispetto agli Usa di addirittura il 30%. Quindi a mio avviso il 2019 dovrà essere un anno per ricostruire le posizioni.

D. Da dove si parte per ricostruire le posizioni?

Gentili. Per chi investe in azioni l'America è un mercato imprescindibile. In Europa le valutazioni ora sono interessanti. Il punto geopolitico che ci preoccupa è la guerra commerciale.

Alfieri. Per noi l'unico mercato leggermente in sovrappeso sono gli Usa; crediamo che sia l'unica area dove anche le componenti geopolitiche rimangono contenute. Siamo leggermente sottopesati su Europa ed emergenti.

D'Onofrio. Io invece penso che la sovraperformance degli Usa rispetto al resto dei mercati azionari stia entrando nella fase finale. E penso che un portafoglio di azioni americane debba essere riposi-



zionato su settori più difensivi. La chiave sarà la Fed: si fermerà o andrà avanti?

Loser. Anche noi per ripartire siamo fiduciosi sui mercati azionari. Rispetto al 3% che vediamo sui decennali, con tutti i rischi che una politica monetaria più aggressiva potrebbe comportare, le azioni rappresentano una scommessa migliore.

D. Ma intanto titoli che hanno guidato il rialzo di questi anni, come i Faang e Apple in particolare, sono in caduta. È finito il loro tempo o si possono ricomprare?

Alfieri. La forte correzione sui tecnologici deriva dal fatto che molti investitori hanno fatto una rotazione di stile, da un approccio growth a uno value. Il problema è che una delle aree value più interessanti è l'energetico, ma il crollo del petrolio ha innescato perdite anche lì.

D. Quali obbligazioni per difendersi dal rialzo dei tassi?

D'Onofrio. Noi guardiamo all'obbligazionario high yield e ai corporate bond Usa. Se mai ci dovesse essere una recessione, la vedo spostata verso il 2020, quando la corporate America dovrà rifinanziare una fetta molto importante di debito a tassi che saranno molto più elevati.

Alfieri. Il fai-da-te, anche sulla parte obbligazionaria, in questo momento è da escludere. L'investitore finale non è in grado di percepire rischi. L'esempio di General Electric è lampante: si compra un nome di altissimo standing e in pochi mesi ci si ritrova a gestire un junk bond o qualcosa di simile. Se andiamo a vedere i risultati di performance di ottobre o novembre anche eccellenti gestori hanno riscontrato grosse criticità. Quindi nell'obbligazionario bisogna andare su strumenti come i fondi flessibili e diversificati, dove realmente si percepisce la capacità di muoversi del gestore.

Gentili. Se si ha la pazienza di costruire la posizione con gradualità, potrebbe avere senso ritornare sulle obbligazioni degli emergenti potrebbe avere senso; per questi Paesi il peggio è passato e ricordo che le obbli-

gazioni in dollari ormai hanno rendimenti del 7%.

Loser. Anche la nostra visione è molto più positiva rispetto a un anno fa per il semplice fatto che l'economia reale mondiale continua a crescere. Anche la Fed si è resa conto che rialzi aggressivi dei tassi rischiano di danneggiare gran parte della domanda mondiale. Il che innescherebbe una recessione anche negli Stati Uniti. Quindi consiglio di investire sui bond emergenti, ma di coprirsi in valuta forte.

D. A proposito di valute. Il dollaro ha corso molto; dove lo vedete nel 2019?

Gentili. Se si guarda ai freddi numeri, i rendimenti reali negativi dell'Europa sono a favore del dollaro. Così come le incertezze politiche in vari Paesi, come Italia e Inghilterra.

D. Capitolo Italia: quali armi hanno i risparmiatori per non pagare il conto dello sconto sulla manovra?

Gentili. Non molte, se non quelle di diversificare e di investire relativamente poco in Italia.

Loser. L'arma è guardare a quelle multinazionali tascabili italiane che fanno il 90% dei ricavi all'estero e che ora sono penalizzate dalla situazione politica e finanziaria del Paese; sono opportunità straordinarie

Alfieri. Sì, in Italia dopo le forti correzioni si presentano rilevanti opportunità.

D. Sul Btp che consigli date?

D'Onofrio. Venderli adesso sarebbe un sacrificio. In base ai fondamentali il livello corretto di spread dovrebbe essere intorno ai 150 punti. La cosa positiva è che il sistema bancario italiano rispetto al 2011-2012 è molto più solido, quindi ha molte più possibilità di affrontare una crisi. Però non possiamo rimanere in questa fase di incertezza molto a lungo, anche perché l'economia italiana si è fermata nel terzo trimestre.

D. È corretto cercare rifugio nella liquidità?

D'Onofrio. Sui conti correnti degli italiani c'è più di un trillione di euro. È un sintomo della incertezza, ma non è mai una

scelta razionale. Anzi, è forse l'ultimo posto dove stare.

Gentili. I clienti chiedono investimenti con una redditività certa e meno volatilità, che è una contraddizione. Noi cerchiamo di consigliare di disinvestire; chi vende oggi deve dimostrare che rientrerà a prezzi più bassi.

Loser. Richard Thaler ha vinto il Nobel descrivendo l'irrazionalità dei clienti che vendono ai minimi e, non appena il mercato riparte, comprano a prezzi più alti distruggendo valore.

D. Tirando le somme, qual è la strategia per il 2019?

Loser. Il messaggio-chiave è focalizzarsi sull'economia reale, sulle multinazionali tascabili italiane, che sono oggi a forte sconto.

D'Onofrio. Consiglio di approfittare della volatilità per rientrare sui mercati in modo graduale, diversificando anche geograficamente gli investimenti.

Alfieri. La volatilità c'è sempre stata, è solo mancata per qualche anno. Adesso è ritornata ma non bisogna farsi spaventare. Anzi direi che, visto lo scenario macroeconomico che rimane molto interessante, forse può essere un'opportunità per entrare.

Gentili. Va considerato che l'Italia è una storia a sé; il mondo va avanti, il mondo cresce. Per cui credo che si debbano cogliere le opportunità che questo mondo ci offre, in particolare sull'azionario.

D. Ma un regalo di Natale per i mercati, un rally di fine anno, è davvero escluso?

Loser. È difficile che in un anno caratterizzato da perdite importanti gli investitori provino a giocare il finale sul rischio.

Alfieri. Può esserci una leggera ripresa.

D'Onofrio. Direi che ormai i giochi sono chiusi. Un recupero è possibile, ma limitato. Se penso allo Stoxx 600, faccio fatica a vederlo al di sopra dei 370 punti.

Gentili. Non si investe in borsa per un mese, ma sul lungo termine la visione è ottimistica e positiva. (riproduzione riservata)

