

Rassegna Stampa

di **Andrea Cabrini**

Grecia e non solo. A tenere i mercati con il fiato sospeso nel secondo semestre saranno anche la gestione della transizione cinese e la tempistica del rialzo dei tassi americani. Nel corso della puntata di *Partita Doppia* dedicata alle nuove strategie di investimento negli studi di *Class Cnbc* si sono confrontati Claudio Foschi (responsabile global strategies & total return di Eurizon Capital), Paolo Federici (responsabile Sud Europa e America Latina di Fidelity Worldwide Investment), Andrea Delitala, (investment advisor di Pictet Asset Management) e Giovanni Landi (senior partner di Anthilia Capital Partners sgr).

Domanda. Partiamo dalla Grecia: come si sveglieranno i mercati dopo il referendum?

Foschi. Non penso che il referendum farà la differenza. A determinarne un cambiamento sui mercati sarà piuttosto la tipologia di accordo che si troverà in seguito. Se non si raggiunge un'intesa, indipendentemente dall'esito delle urne, la volatilità salirà molto e quindi nei portafogli saranno essenziali e determinanti gli strumenti in

grado di proteggere da questo tipo di movimenti. Nel caso si raggiunga un accordo in tempi brevi, invece, penso che i premi al rischio scenderanno e si tornerà a parlare di asset allocation esattamente nei termini in cui si faceva prima che il caso Grecia esplodesse.

Landi. Secondo me molto è già cambiato. Il vero tema del cosiddetto «contagio» non è finanziario e nemmeno del tutto economico. Ora infatti, rispetto anche solo a un anno fa, ci sono gli strumenti per combattere la volatilità, come si sta vedendo in questi giorni. I mercati sanno che il contagio economico è un rischio tutto sommato marginale perché il peso specifico della Grecia è davvero ridotto. Molto più rilevante è il tema del contagio «politico». Indipendentemente da come andrà il referendum, ormai si parla di una Europa guidata dai falchi del Nordest rispetto alla visione più solidaristica del Sudovest. È un quadro pesante, non tanto nel breve ma per i prossimi anni.

Delitala. Sono d'accordo: il piano principale è quello politico. Il non renderebbe nel breve la vita più complicata perché si dovrà ricominciare daccapo con il negoziato. Non ci sono dubbi però sul fatto che questo verrà ripreso, perché le pressioni per tenere la Grecia nell'euro sono fortissime. La Merkel ora non ha ripreso le trattative perché si augura di

FORUM Non solo Grecia: il radar dei gestori è puntato anche sulle incertezze della Cina e sulla tempistica del rialzo dei tassi Usa. Ecco i consigli di quattro esperti per investire nei prossimi mesi

Il portafoglio dell'estate

farlo con altri interlocutori.

Federici. Concordo. Il problema è che il bandolo della matassa ormai non è la Grecia, ma l'Europa e i suoi meccanismi di funzionamento. Abbiamo di fronte un'Unione solo monetaria e ciò crea una serie di problemi, ma d'altronde nessun Paese è contento di perdere sovrannità popolare.

D. Sui mercati incombono altri rischi. Uno di questi è rappresentato dalla Cina, dove la borsa di Shanghai nelle ultime settimane è crollata e la banca centrale sta tagliando i tassi per sostenere l'economia. Che cosa ne pensate?

Delitala. La Cina costituisce uno dei principali elementi d'incertezza per i prossimi mesi. Dal punto di vista degli Usa, ad esempio, sono convinto che la Federal Reserve sia molto più preoccupata da Pechino che da Atene. Sappiamo che la banca centrale cinese è molto *market friendly*, ma al momento nessuno è in grado di dire quale sarà il costo di una transizione da un'economia indirizzata all'export a una basata sui consumi interni. Inoltre a Pechino è in corso un processo per noi difficile da comprendere: quello della moralizzazione e dell'eliminazione dell'eccesso di credito, che anche in Cina è stato concesso un po' liberamente negli

anni dell'euforia. Bisogna fare attenzione ad alcuni fattori, come ad esempio la produzione industriale cinese, che è negativa in maniera sostanziale. Secondo me questo tema si chiarirà solo nel prossimo trimestre.

Federici. Resto ottimista in merito ad alcune componenti del mercato cinese, in particolare rispetto all'obiettivo di crescita dei consumi interni. Per un Paese con 1,3 miliardi di abitanti penso sia un'opportunità. Il modello dipendente solo dall'export non era più sostenibile. Inoltre credo che Pechino stia mettendo in campo riforme importanti, come nella lotta alla corruzione. È chiaro che si tratta di un punto di non-ritorno, un cambiamento epocale nell'ambito del quale si sta creando una classe media che sarà più grande di tutta l'Europa messa assieme.

Foschi. Penso che si debba fare una distinzione tra la borsa di Shanghai, che è un mercato fortemente speculativo, e quella di Hong Kong, dove c'è l'industria cinese più tradizionale. Certo, anche su quest'ultimo listino alcune componenti finanziarie possono incutere qualche preoccupazione, ma su Hong Kong ha ancora senso investire. È anche vero che la volatilità del mercato cinese per i nostri parametri è molto alta e risulta difficile per gli investitori occidentali accettarla.

D. Da metà aprile il mercato obbligazionario ha iniziato una picchiata. E all'orizzonte c'è anche il primo rialzo dei tassi negli Stati Uniti. Che impatto avrà per chi investe?

Foschi. Eurizon Capital sposa uno scenario di crescita dei tassi molto graduale. Ci sembra ragionevole prevedere un rialzo in autunno o comunque entro fine anno, ma non sarà l'inizio di una serie, bensì un primo segnale di normalizzazione.

Landi. Penso che non verranno applicati shock ai mercati finanziari e negli Stati Uniti il rialzo dei tassi si è sempre accompagnato a un rialzo dei prezzi del mercato azionario.

D. Quindi quali obbligazioni vi piacciono di più in questa fase?

Landi. Sulle obbligazioni governative europee Anthilia Capital Partners è abbastanza neutrale. Fuori dall'Europa siamo concentrati sul corporate. Va

Rassegna Stampa

Anthilia
Capital Partners

considerato che noi lavoriamo prevalentemente con investitori istituzionali, quindi la richiesta di liquidabilità immediata è inferiore rispetto a quella dei portafogli del retail. Per questo in Europa andiamo a cercare occasioni anche nel mondo dei corporate bond meno liquidi. Se si cercano premi al rischio maggiori, si possono spuntare 200 o 300 punti base sopra i rendimenti di titoli con rating corrispondenti in settori più liquidi. Tra i settori, quelli più orientati all'export, ma anche telecomunicazioni o infrastrutture, remunerano più dei titoli di Stato.

Delitala. In questo quadro prima di abbandonare le obbligazioni in maniera decisa ci penserei un po'. L'innalzamento dei tassi americani ci sarà e noi di Pictet Asset Management lo aspettiamo per ottobre. Ma ciò conta poco, perché quello che la Fed prospetta è un processo che porterà i tassi di riferimento al 3,5% nell'arco di una decina d'anni. Quindi sulla parte lunga della curva non si avranno

danni, mentre quella vulnerabile è la parte breve. In Europa, dopo la correzione, c'è quasi valore; non dico si possa fare capital gain, ma non abbiamo motivi per pensare a innalzamenti repentini. Ritengo che il Bund sia abbastanza ancorato, mentre il movimento del Btp dipende dall'evoluzione greca. Una volta risolta questa questione, ci sarà da guadagnare dalla componente di spread

governativa tra Paesi europei; i bond periferici a 150 punti base hanno potenziale per convergere verso quota 100.

D. Qual è la ricetta per diversificare in maniera efficace da qui in avanti?

Federici. Noi di Fidelity identifichiamo tre bisogni dell'investitore: crescita, reddito e stabilità. Per quanto riguarda il primo, pensiamo che l'America continui a essere un ambiente interessante. Certo, se le cose si normalizzeranno, Asia ed Europa faranno meglio degli Usa, ma un po' di America in portafogli, magari attraverso soluzioni globali, ha molto senso in termini di protezione da eventuali rischi europei. Per quanto riguarda la parte di reddito, tendenzialmente guardiamo poco alle obbligazioni perché gran parte del problema e della volatilità verrà dal mondo obbligazionario, quindi pensiamo a trasformare gran parte delle obbligazioni che abbiamo in portafogli in qualcos'altro, magari in prodotti multi-asset.

Foschi. Noi vorremmo ancora giocare come tema forte l'azionario, anche se c'è in questo comparto c'è un problema di fondo: le valutazioni. In alcuni settori e in alcune aree le azioni non sono assolutamente a buon mercato, in particolare negli Stati Uniti. Il rapporto prezzo/utili è arrivato a 18-20 e quindi siamo su livelli storicamente un po' pericolosi; non tanto nell'immediato, visto che i tassi di interesse sono bassi, ma per il futuro, quando i tassi cominceranno a muoversi davvero.

D. Insomma, se dovesse piovere, Wall Street non farebbe da ombrello.

Foschi. Non necessariamente, perché dal punto di vista valutativo l'Europa resta più attraente, anche se bisogna stare attenti all'incognita rappresentata dalla Grecia. Sulla parte obbligazionaria invece ci aspettiamo rendimenti scarsi o nulli quasi ovunque, forse con l'eccezione di alcune aree emergenti.

D. Sembra di capire che non sarà facile guadagnare nel secondo semestre. È così?

Delitala. Secondo noi l'atteggiamento di fondo deve essere guidato dall'obiettivo di un contenimento dei rischi, quindi consigliamo di rimanere sottopesati sul fronte azionario e su quello obbligazionario con un margine di intervento opportunistico. In un mercato «a rischio turbolenze» i prodotti vincenti sono i multi-asset, soprattutto

perché contengono investimenti con minor rischio direzionale. Voglio dire che i long-short equity sono neutrali rispetto alla direzione del mercato e cercano di estrarre valore dalla scommessa su un titolo contro un altro.

Landi. Guardando il breve termine e manteniamo una visione ancora abbastanza positiva sul dollaro. E poi su tante obbli-

gazioni corporate, che possono sostituire i titoli di Stato, anche se è necessaria una selezione molto attenta.

D. Nei prossimi sei mesi più euro e dollari in portafoglio?

Federici. Noi prevediamo un rafforzamento dollaro nel lungo termine sulla base di una ritrovata forza dell'economia americana e dell'imminente divergenza nelle politiche monetarie di Fed e Bce.

D. Ma le valute saranno un ingrediente in grado di cambiare la performance dei portafogli?

Foschi. Sinceramente no: oggi proprio i cambi appaiono fortemente volatili rispetto alla loro sede storica. E prendersi una parte di rischio di portafogli tramite una scommessa sui cambi non mi sembra un'idea intelligente. (riproduzione riservata)

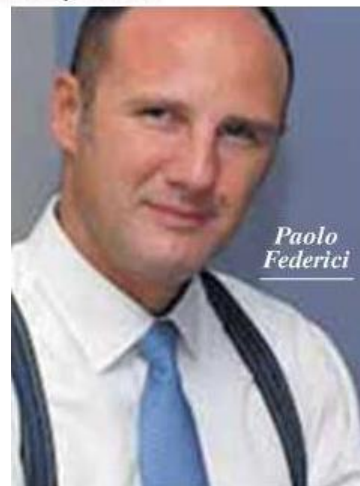
(ha collaborato Adolfo Valente)



Giovanni Landi



Claudio Foschi



Paolo Federici



Andrea Delitala