



## Un anno anomalo

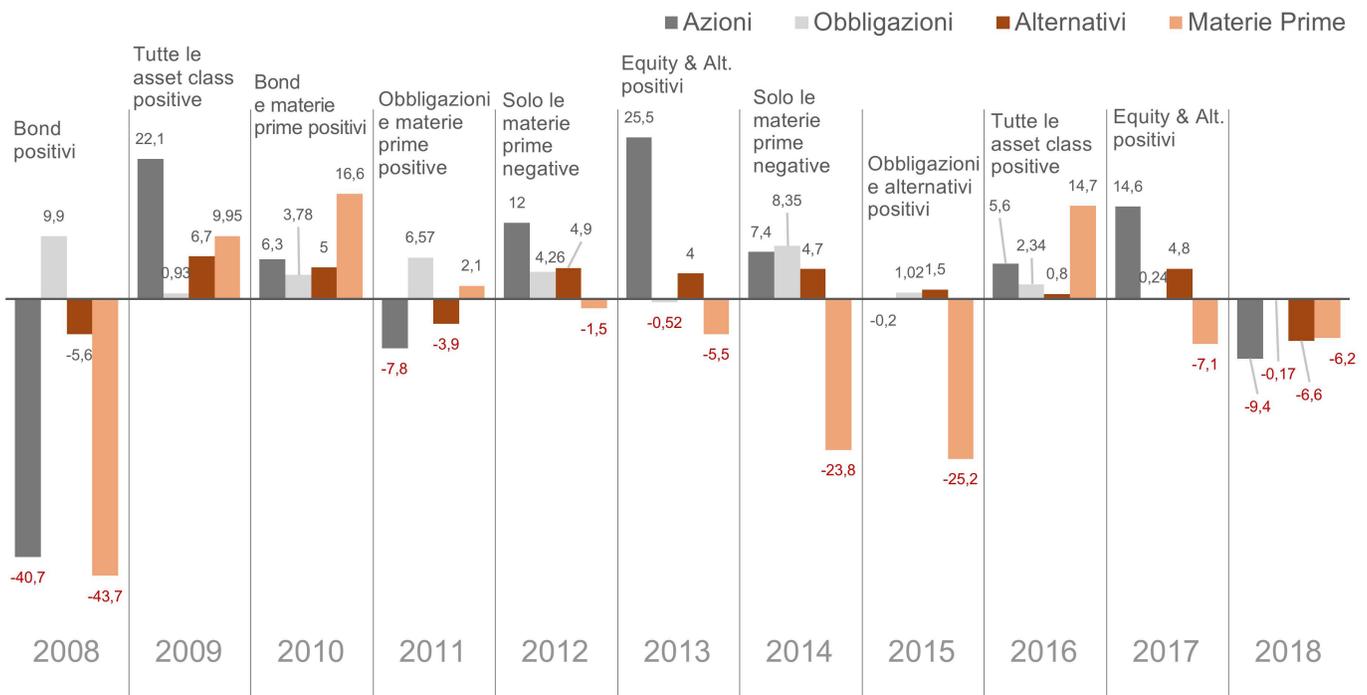


dopoguerra. Come scrive Bloomberg “Il peggior anno per fare soldi dal 1972”. Le rare occasioni redditizie sono rimaste limitate a pochissimi lidi, e quasi tutti molto distanti dalle tradizionali traiettorie di chi investe.

Nell’anno che si è appena chiuso sono cadute tutte le asset class: dalle azioni, alle obbligazioni, alle valute, fino alle materie prime e agli strumenti alternativi. In piedi, a livello globale, sono rimaste soltanto piazze azionarie «esotiche» come quella della Tunisia, della Giamaica, del Qatar o dell’India.

Che i mercati finanziari offrano sempre opportunità di guadagno è una convinzione di molti, messa a dura prova da un anno, il 2018, che sarà ricordato come uno dei più difficili del

### Tutte le asset class negative





Chi aveva puntato sulle Borse dei Paesi industrializzati ha invece dovuto incassare delusioni: in America, l'indice Msci ha perso quasi il 6%. In Europa, lo stesso barometro è calato del 15% mentre l'Italia ha lasciato sul terreno quasi il 18% del proprio valore. Sulla parte obbligazionaria si sono salvate solo le emissioni di lunghissima durata, tra queste quelle del Bund tedesco. Sul fronte delle valute, qualche punto di rialzo è arrivato invece dal dollaro. Fuori dalla partita è rimasto anche l'oro. La meta-rifugio di chi cerca riparo nei momenti di nervosismo non è, infatti, riuscita a offrire protezione nel 2018 e ha lasciato sul terreno oltre il 2% del proprio valore calcolato in euro.

Va detto che quello che si è registrato nell'anno appena concluso è stato un andamento davvero anomalo che, come già ricordato, si era visto soltanto un'altra volta, all'inizio della crisi petrolifera degli anni settanta, in una fase di grande instabilità mondiale.

Ora il 2018 ha riportato indietro le lancette del tempo. In uno scenario così avverso per gli investimenti, anche le strategie più caute e prudenti hanno faticato a dare protezione, tanto che nemmeno la via maestra della diversificazione di portafoglio è riuscita a mitigare la negatività sui mercati. E' quanto

rileva anche la classifica Morningstar sui rendimenti dei fondi bilanciati, i più prudenti per strategie adottate, fatti su misura di quei risparmiatori che non vogliono rischi: i fondi bilanciati prudenti hanno chiuso l'anno con perdite medie del 5%, quelli bilanciati moderati con ribassi del 7% mentre i bilanciati flessibili sono arretrati dell'8%.

Non solo i bilanciati. Tutti i fondi d'investimento presenti nei portafogli della clientela italiana hanno sofferto. Nel contesto di discesa sincrona di tutte le principali asset class è stato, infatti, estremamente difficile contenere le perdite. A pesare sull'andamento è stata la forte volatilità che si è avvicinata nei mesi ma a differenza di quanto avvenuto in recenti anni difficili, ad affossare i mercati non hanno contribuito eventi particolarmente critici, come la crisi finanziaria del 2008 e la crisi dei debiti sovrani in Europa, nel 2011. Nel 2018, in assenza del sostegno eccezionale della liquidità delle Banche centrali, ha inciso la guerra commerciale tra Usa e Cina, il timore di un rallentamento dell'economia globale così come il nervosismo per gli scenari politici in alcuni Paesi europei come Gran Bretagna e Italia.

Si è trattato però di temi che hanno soltanto sorvolato i mercati e che quindi offrono poche giustificazioni concrete alla debacle.



Rispetto agli andamenti medi di mercato possiamo ritenere che il nostro approccio un po' più cauto abbia in parte mitigato la negatività della performance e, se dall'evidenza passata vogliamo trarre un po' di ottimismo, spesso dopo un anno così diffusamente negativo, si assiste a una ripresa dei portafogli.

### **RESTA L'INCERTEZZA**

Se il 2018 ha deluso, il 2019 richiede ancora prudenza. Molte delle preoccupazioni che si sono mostrate nel corso del vecchio anno, avranno un peso anche in quello nuovo. Il contesto resta di difficile lettura, in particolare per quanto riguarda i dati macroeconomici e occorrerà aspettare gli sviluppi che ci saranno nei prossimi mesi per definire la direzione. La paura di un rallentamento della crescita economica globale e, in particolare di un freno della locomotiva Usa, continua a intimorire gli investitori. Le attese sono per un intiepidimento della crescita, tuttavia, nella nostra visione tendiamo a escludere una recessione, come pronosticato invece da alcuni osservatori. Restiamo quindi su posizioni più morbide. Certo, gli anni d'oro della crescita sincronizzata di tutte le economie globali sono alle spalle ma all'orizzonte non

dovrebbe presentarsi un tracollo delle economie.

Al centro dell'attenzione rimane il braccio di ferro tra Usa e Cina sui dazi. La guerra commerciale ha pesato molto sull'andamento dei mercati nell'anno passato.

Una distensione, che potrebbe arrivare già nelle prossime settimane, dopo i negoziati di questi giorni, ridarebbe fiducia agli investitori.

In questo panorama di incertezze, viene a mancare una meta tradizionale come quella dei listini europei che adesso presentano più incognite. Il rischio è che gli investitori rimangano alla finestra nonostante le valutazioni azionarie su questi mercati siano diventate ancora più favorevoli. Tutti i Paesi più importanti sono «traballanti», seppur per ragioni differenti: la Germania preoccupa per l'impatto che la guerra commerciale potrà avere sulle sue aziende campioni dell'export. La Gran Bretagna è a rischio per l'evoluzione ancora incerta della Brexit mentre l'Italia e, da qualche settimana anche la Francia, spaventa per i fermenti populistici che la animano.

In questo quadro, una nota positiva potrebbe arrivare dalla politica monetaria Usa con la Fed che, nel prossimo futuro, potrebbe mostrarsi più accomodante nella sua strada di rialzo dei tassi d'interesse. Le attese e temute manovre di incremento del costo del denaro Usa nel



corso del 2019 sembrano non essere più nelle aspettative del mercato obbligazionario confortato in tale direzione anche dalle ultime parole di Jerome Powell, capo dell'Istituto Usa. Ci sembra quindi probabile che la Fed metta nuovamente nell'equazione la volatilità dei mercati e possa essere quindi più conciliante.

### **I SEGNALI DA MONITORARE**

Tre saranno i fronti da monitorare nei prossimi mesi. In primo piano c'è il *sentiment*, vale a dire l'umore degli investitori che negli ultimi mesi è sceso ai minimi. Ha a che fare con la così detta avversione al rischio (o *risk off*). E' questo un aspetto che può cambiare anche repentinamente e che forse ultimamente ha visto un eccesso di reazione. Difficile dire se tornerà presto la voglia di rischio e quanta benzina darà alle Borse.

Indicazioni più concrete arrivano, invece, dalle valutazioni sulle azioni e in particolare dal parametro più utilizzato che è il rapporto tra prezzo dei titoli e utile societario (p/e). In questo momento, negli Usa questi valori indicano un ritorno agli acquisti perché i p/e si muovono sui minimi degli ultimi 20 anni. Nei bond le valutazioni sono meno evidenti se non in quelli emergenti, in valuta locale, che sono supportati anche dal potenziale di medio periodo di rivalutazione delle divise verso il

dollaro. Questo aspetto sarà ancora più evidente se la Fed mollerà la presa sui tassi d'interesse.

C'è poi il terzo segnale da tenere nel mirino ed è quello dei dati fondamentali. Qui lo sguardo è rivolto alla crescita degli utili in Usa. Gli analisti si aspettano un aumento dell'8% mentre gli economisti sono più cauti. Dal nostro punto di vista, la previsione di una contrazione generalizzata degli utili dai livelli correnti è da escludere. A meno che non si verifichi l'ipotesi di recessione.

### **II NOSTRO PORTAFOGLIO PER IL 2019**

Nello scenario di incertezza globale, la nostra composizione di portafoglio è orientata alla cautela. Vuol dire posizioni più contenute sulla parte azionaria, poco credito societario, minori impegni nei titoli governativi dell'Europa e una maggior quota in titoli di Stato americani.

Per la componente azionaria il momento è particolarmente delicato. Tuttavia preferiamo non eccedere nella riduzione di questo tipo di asset che potrà offrire importanti opportunità nel caso si verifichino condizioni favorevoli per il mercato. Gli impulsi positivi potrebbero arrivare da una possibile distensione nei colloqui tra Stati Uniti e Cina sui dazi, così come pure da indicazioni più concilianti da parte della Banca centrale americana.



Nel processo di riduzione dei rischi in portafoglio, avviato negli ultimi mesi, abbiamo scelto di puntare sulla diversificazione e ancora di più sull'individuazione e selezione di opportunità che possano offrire crescita. Nel segmento azionario abbiamo quindi scelto una posizione ancora costruttiva sui mercati emergenti, orientata dalle valutazioni ancora interessanti e dalle spinte che arriveranno, anche qui, dalla possibile risoluzione positiva della guerra commerciale tra Usa e Cina (oltre che da un indebolimento del dollaro).

A livello obbligazionario siamo posizionati maggiormente sui titoli di Stato Usa e meno sul Bund tedesco che, a differenza delle emissioni Usa, in questa fase non offre valore. Abbiamo inoltre mantenuto delle posizioni di rischio sui bond emergenti da cui attendiamo opportunità di rendimento.

Il 2019 potrebbe presentare mercati meno direzionali e più volatili. Sarà una condizione in cui sfruttare una certa flessibilità di approccio nell'individuare i livelli di mercato e le opportunità su cui intervenire. Questo comporterà una maggiore selettività nella scelta dei settori e dei titoli. Nella convinzione che l'attività di *stock picking* e di individuazione dei trend più promettenti possa portare il giusto carburante per il portafoglio.