

INTERVISTE **GURU**
di Davide Mosca



64 FUNDSPEOPLE | FEBBRAIO

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.

064954

La percezione da parte degli investitori dei titoli legati alla tecnologia come porto sicuro per la crescita, l'eterna dicotomia fra growth e value e soprattutto i sogni segreti delle Banche centrali, nell'intervista a Francesco Sandrini. “Oggi, in un contesto in cui la massa monetaria fa tutta la differenza del mondo, è necessario avere un'idea il più possibile chiara e precisa sul futuro della politica monetaria per poter trovare una strategia di investimento”, afferma l'esperto.



HEAD OF MULTI ASSET BALANCED, INCOME AND REAL RETURNS SOLUTIONS, AMUNDI

FEBBRAIO | FUNDSPEOPLE 65

INTERVISTE GURU



he cosa tiene svegli i gestori di portafoglio? Qual è la questione, l'interrogativo che viene ripetuto con continuità fra economisti, strategist e team di gestione? Francesco Sandrini, head of Multi Asset Balanced, Income and Real Returns Solutions di Amundi, ci svela la risposta. Il tema principe, il rompicapo, riguarda il rapporto fra inflazione e Banche centrali.

“Le attuali chiusure ci hanno già portato a rivedere le proiezioni PIL sia reale che nominale per quest'anno. Viviamo un problema contingente e da monitorare in continuo, legato a COVID-19 e alla diffusione del vaccino. Ma oggi, per i mercati finanziari, che sono meccanismi anticipativi, è molto più rilevante cosa faranno le Banche centrali per rispondere alle future prospettive di crescita”. Se la questione più dirimente di medio e lungo periodo è chiaramente definita, il punto di partenza è costituito da quanto accaduto nel corso del 2020. Dodici mesi unici, perché segnati dal primo evento pandemico globale vissuto dai mercati finanziari.

UN ANNO A DUE FACCE

Se nel complesso l'anno appena concluso ha mostrato una straordinaria resilienza del contesto finanziario e dell'industria dell'asset management, più nello specifico è possibile, secondo l'esperto, individuare due fasi che hanno caratterizzato la gestione in relazione all'andamento delle classi di attivo.

“Il 2020 è stato un anno a due facce”, spiega. La consapevolezza, arrivata con il mese di marzo, circa il carattere globale e non locale della diffusione di COVID-19 ha azzerato la visibilità degli investitori fondamentali sugli utili futuri, generando una forte preoccupazione data dall'impossibilità di stabilire un orizzonte temporale credibile per la conclusione di una situazione di chiusura dell'economia, tanto unica quanto drammatica. “I titoli value come gli energetici e in generale quelli maggiormente connessi all'economia reale, dalla ristorazione e turismo ed in generale ai servizi, sono profondamente collassati. Il tema dei tecnologici è stato percepito come un safe haven, evitando un collasso ancora maggiore dei mercati, ma allargando allo stesso tempo una

GESTIONE ATTIVA

Sebbene i livelli di correlazione fra asset class restino elevati, il 2020 ha premiato la capacità dei gestori attivi di posizionarsi e riposizionarsi anticipando grandi movimenti dei mercati. Investire tenendo conto delle distorsioni e dei rischi determinati da dieci anni di politiche monetarie ultra-espansive è la grande sfida in cui l'active management può fare la differenza, secondo Sandrini.

forchetta già molto ampia”. Un effetto di dislocazione visibile anche sul mercato del credito, con spread che riflettevano la paura di non riuscire a fare fronte agli ingenti stock di debito accumulati da parte delle aziende.

È qui che fa il suo ingresso il deus ex machina dei mercati del terzo millennio. “Le Banche centrali sono entrate in maniera imponente, espandendo i propri bilanci. È a questo punto che abbiamo potuto mettere in atto le strategie di gestione che hanno meglio funzionato nella prima parte dello scorso anno”, racconta Sandrini. “Abbiamo attuato un ingresso massiccio nel mondo degli investment grade partecipando alle nuove emissioni, di pari passo con la campagna delle Banche centrali tesa a mettere in sicurezza i mercati”. Anche il collasso dei tassi di interesse e gli spread sui governativi periferici hanno avuto un ruolo nella risalita, mentre nella seconda parte dell'anno si è assistito ad un “riallineamento dei pianeti” anche per l'azionario determinato dalle notizie estremamente positive provenienti dalla ricerca sui vaccini contro COVID-19. “Quello che ha realmente funzionato per noi rispetto al passato nel secondo semestre del 2020 è stato lo stock picking. Grazie ai vaccini abbiamo assistito a una parziale rotazione dai settori quality/growth, estremamente affollati dagli investitori, con un rimbalzo legato sostanzialmente agli industriali e poi a tutti i reparti più ciclici e value, inclusi energetici e materiali”.

“I HAVE A DREAM”

“Per i gestori attivi tradizionali sono stati anni difficili, dove lo stock picking legato alle valutazioni non ha particolarmente pagato e in cui si è assistito perfino ad incursioni dello S&P 500 nel primo quartile della distribuzione. Gli indici riflettevano la crescita di capitalizzazione enorme delle primarie società dei listini ed erano molto difficili da battere proprio per il fatto che le valutazioni non avevano più una relazione diretta con i fondamentali”, premette Sandrini per arrivare alle sfide di medio e lungo periodo.

“Il rimbalzo di tutto ciò che è ciclico, value, reflattivo, è un grande quesito difficilissimo da risolvere. Non è semplice stabilirne la transitorietà o la resilienza nei



IL GRANDE QUESITO SULLA TRAIETTORIA DELL'INFLAZIONE È IL NODO DA SCIogliere NEL LUNGO PERIODO

prossimi mesi". Un puzzle particolarmente complesso e oggetto di studio costante. "In generale per il comparto azionario, se prendiamo metriche tradizionali, come il rapporto tra prezzo e utili, non possiamo che concludere che i mercati siano cari. Una volta che teniamo conto, però, grazie a modelli proprietari, dell'impatto che le politiche monetarie espansive hanno su queste metriche, le cose cambiano". La conclusione a cui arriva Sandrini è perciò che la variabile chiave da monitorare sia la resilienza dello stimolo monetario, e dunque la stabilità dei tassi reali attorno al livello attuale.

"Uno scenario, piuttosto probabile, di una Fed che non avrà fretta, ma resterà in modalità accomodante a lungo, permette di prevedere un ulteriore rally degli asset di rischio". È allargando l'orizzonte che il quadro si fa più complesso, includendo le distorsioni e i rischi determinati da dieci anni di politiche monetarie senza precedenti. "Una quantità sempre maggiore di società sono tenute artificialmente in vita in un contesto di mercato mutato in cui non hanno enormi prospettive di esistenza, a causa di livelli di crescita degli utili non in grado di compensare lo stock di debito. Stiamo creando

un mondo che per sopravvivere ha bisogno di tassi bassi senza una scadenza naturale".

Premessa che porta al quesito di fondo espresso dal head of Multi Asset Balanced, Income and Real Returns Solutions di Amundi: "La questione è estremamente dibattuta internamente, ma anche da tutti gli operatori di mercato. Ci troviamo in una serie di condizioni in cui sarà difficile rivedere accelerazioni delle metriche tradizionali di inflazione legate, per esempio, ai salari o al mercato immobiliare, almeno nel breve periodo. Allo stesso tempo, la consapevolezza che gli stimoli fiscali e monetari non possano essere infiniti e il venire meno di alcuni venti contrari alla globalizzazione che erano stati fattori fortemente deflattivi negli ultimi dieci anni, ci fa pensare che la traiettoria sottostante sia di progressiva reflazione strutturale". La sfida è modellizzare in maniera consistente i desideri delle istituzioni di politica monetaria. "Ogni Banca centrale", conclude Sandrini, "ha il sogno segreto di tollerare un livello di inflazione più elevato di quello attuale, perché questo permetterà, riguadagnando credibilità sui loro target inflattivi, di ridurre lo stock di debito mantenendo una dinamica sui tassi reali rassicurante per i mercati finanziari". Resterà solo un sogno? E, se sì, con quali conseguenze? ■