

SCENARI | OUTLOOK POST COVID

L'alba di una **NUOVA ERA**

Le prospettive per l'economia e i mercati finanziari nei prossimi mesi e nel lungo periodo, tra settori che fanno la differenza, come healthcare e tecnologici, e le conseguenze dell'enorme immissione di liquidità operata da banche centrali e governi. Intanto la Cina, grazie alle politiche adottate negli scorsi anni, può contare sulla domanda interna

Margherita Abbate Daga

N

uove modalità di comunicare, nuovi stili di consumo e un nuovo modo di vivere si sono imposti con prepotenza a livello mondiale. La pandemia ha cambiato anche il modo di investire e di gestire i risparmi? Come hanno reagito i mercati finanziari e quali ripercussioni ci saranno nei prossimi mesi e nel lungo periodo?

ECONOMIE SOTTO PRESSIONE

«Intanto», dice Francesco Sandrini, head multi-asset balanced, income & real return di Amundi, «non si può non osservare come quasi tutti gli asset manager e le banche di investimento siano passati a fare stime per intervalli e non più stime puntuali. È la dimostrazione che il livello di incertezza, sia per quanto riguarda le possibili seconde ondate di contagio sia per le ripercussioni dal punto di vista macroeconomico, è altissimo. Siamo di fronte a una recessione pro-



fonda nel breve periodo. Una crisi che ha un impatto globale, si parla di un calo del Pil globale di oltre il 3%, con colori decisamente più foschi in tutte le economie occidentali. Anche tra le economie europee vi sono colori di natura differente, con paesi più colpiti, come l'Italia, la Spagna e la Francia, e paesi con più spazio per manovre fiscali, come la Germania, che tendono a contenere meglio il danno».

La musica, invece, continua Sandrini, «è un po' differente nei paesi emergenti, dove il quadro è eterogeneo: ci sono paesi con una natura più manifatturiera, che hanno la possibilità di tornare a produrre, facendo ripartire anche il ciclo delle scorte. Paesi che non conosceranno nemmeno la recessione, ma una flessione, come la Cina, che dovrebbe crescere di circa il 2 %, e poi ci sono paesi come l'India che invece subiranno un impatto maggiore e sperimenteranno alcuni mesi di recessione. Insomma, le prospettive nel breve sono di una deflazione, ma ci sono dei giganteschi punti interrogativi, legati a stimoli fiscali e monetari di un'ampiezza mai conosciuta prima, che avranno certamente degli effetti collaterali».

La Cina è da tenere d'occhio anche per Massimo Marzeglia, client chief investment officer e client portfolio solutions di BlackRock Italy: «È entrata per prima in questa situazione di emergenza. E ci è entrata mentre stava uscendo dalla guerra commerciale con gli Usa con l'accordo di



Carlo Benetti
market specialist
di Gam Italia



Francesco Sandrini
head multi-asset balanced,
income & real return
di Amundi

Fase I. Ha gestito la crisi in modo molto efficiente, applicando un lockdown immediato, e col senno di poi sappiamo quanto sia importante agire tempestivamente. Non solo: il mercato cinese oggi è sicuramente molto grande e molto forte e quando la pandemia si poi diffusa nel resto del mondo, Pechino non ha dovuto far affidamento sulla domanda esterna per sostenere la propria crescita. Non a caso nell'ultimo congresso del partito comunista cinese si è deciso per uno storico cambio di direzione, dal famoso target del Gdp a quello dell'occupazione. Certo, la guerra commerciale con gli Stati Uniti potrebbe riprendere, intanto però la Cina si sta riorganizzando per ridurre la sua dipendenza tecnologica dai paesi più avanzati e aumentare la produzione interna».

Sulle previsioni economiche e sull'ottimismo da fine emergenza, Luca Tobagi, investment strategist di Invesco, è cauto. «Abbiamo visto movimenti di mercato che tendono a dare per scontato che il peggio ce lo siamo lasciati alle spalle. In realtà non sappiamo ancora se la pandemia sia finita o se ci saranno nuove ondate. E non sappiamo quale sarà l'impatto sull'economia. Uno degli effetti del lockdown, per esempio, è che è diventato estremamente difficile in alcuni paesi, se non impossibile, andare al ristorante. Ecco, negli Usa il settore della ristorazione si vanta, giustamente, di essere il principale datore di lavoro dopo il governo. Non possia-

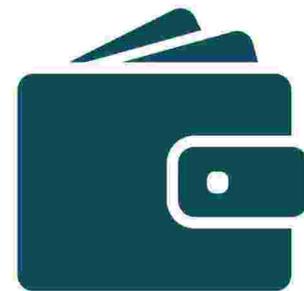
mo non tenere conto del fatto che ci siano settori come questo che improvvisamente hanno dovuto abbassare la saracinesca improvvisamente e anche se probabilmente riapriranno da un giorno all'altro, non sappiamo quanta voglia avrà la gente di ritornare al ristorante o se invece avrà un atteggiamento più prudente. La stessa cosa si può dire per il settore del turismo, che pesa tra l'11 e il 12% del Pil europeo, e rappresenta il 15% dell'occupazione».

Sarà solo a settembre, prevede Tobagi, «che probabilmente saremo in grado di fare delle valutazioni un po' più corrette. Intanto i mercati guardano avanti e guardano alla quantità di stimoli fiscali e monetari senza precedenti. Stimoli che sono stati altamente opportuni e stanno producendo effetti positivi. Ma la cosa più importante è capire se avranno effetti positivi nel momento in cui l'economia dell'Italia, dell'Europa, degli Stati Uniti potrà rimettersi in moto».

In mezzo a tutta questa incertezza, in mezzo agli scossoni registrati sui mercati internazionali, alcuni settori però sono riusciti a sovraperformare. «È andata sicuramente molto bene», commenta Generoso Perrotta, responsabile advisory di Banca Generali, «a chi ha puntato sul Nasdaq e a chi ha mantenuto nei portafogli l'investimento su titoli tecnologici, che erano stati molto resilienti anche nel 2018 e l'anno scorso. Un altro settore che si è comportato bene, ovviamente, è l'healthcare. All'inizio di marzo, quando il coronavirus è arrivato anche in Europa e poi nel resto del mondo, gli indici sono crollati, tutti. Nessuna asset class si è salvata. Ma subito dopo, chi ha saputo guardare con una certa distanza, chi ha tenuto conto della necessaria diversificazione, sia settoriale sia geografica, a maggior ragione alla luce di un processo di reshoring generalizzato in atto, chi ha guardato e guarda ai trend di lungo periodo, ha trovato terreno fertile per i suoi investimenti».

L'EFFETTO LIQUIDITÀ

Se il sistema non è crollato definitivamente e oggi si può parlare di ripartenza, va detto, lo si deve anche all'azione delle banche centrali. Che hanno iniziato una vigorosa iniezione di liquidità, "comprando" quanto meno tempo. Secondo Carlo Benetti, market specialist di Gam Italia, «in realtà le banche centrali il tempo hanno cominciato a comprarlo già dieci anni fa cioè all'indomani della crisi del 2008, che impallidisce rispetto alle proporzioni di quella che stiamo vivendo oggi. Stiamo vivendo di e grazie alla liquidità. Questo però ha comportato delle distorsioni destinate a continuare. Faccio un esempio: il Btp Futura, l'ultima emissione del Tesoro. Ecco, buona parte del debito è detenuta dalla Banca centrale europea, cosa che è un elemento di stabilità per il nostro debito e per la volatilità dei prezzi, però è una misura straordinaria che va riassorbita. La membrana che separa il ruolo della politica monetaria e quello della politica fiscale dei governi si



In un classico portafoglio multiasset, la componente obbligazionaria è importante per le sue caratteristiche di redditività e di diversificazione. Ecco, queste caratteristiche ora vengono meno

sta sempre più assottigliando, c'è sempre più commistione fra i governi che emettono titoli per finanziare il debito e supportare la domanda e le banche centrali che li acquistano. Questo, credo sia il grosso problema che i policy maker dovranno affrontare nel prossimo futuro».

«Al patriottismo tanto invocato riguardo al Btp Italia e al Btp Futura», Tobagi ribatte con una provocazione: «In Italia ci vorrebbe un bel po' di patriottismo tributario, invece. In questa fase più che in altre è emerso quanto sia necessario per il nostro paese ottenere il supporto di attori esterni. Non possiamo esimerci dal sottolineare che se l'Italia ha un problema di debito pubblico molto elevato è anche perché manca la necessaria collaborazione fiscale a livello di singoli cittadini».

«Si parla molto spesso di politica monetaria e fiscale come di un bazooka», aggiunge Sandrini, ma si dimentica che «i bazooka provocano anche quello che tecnicamente si chiama backfire, il ritorno di fiamma. Insomma, fuor di metafora, hanno degli effetti collaterali. Il problema è capire quale sarà l'impatto di questo eccesso di liquidità su determinate variabili macroeconomiche, e quali saranno le conseguenze sulle asset class finanziarie che ora ne stanno beneficiando».

Sandrini avverte: «Stiamo tenendo in vita artificialmente imprese decotte, con altissimi livelli di debito e produttività bassissima. E nonostante questo c'è la fila di investitori pronti a comprare le obbliga-



Generoso Perrotta
responsabile advisory
di Banca Generali

zioni che emettono. Ma ci sono moltissimi altri effetti collaterali», aggiunge l'head multi-asset balanced, income & real return di Amundi: «Tutta questa liquidità, per esempio, non agevolerà l'erogazione di credito da parte del sistema bancario, che sarà sempre più in sofferenza. E tenderà, sfortunatamente, a generare nel futuro politiche reflattive. Negli anni scorsi le grosse inondazioni di liquidità sono state utilizzate per aumentare capacità produttiva, specialmente in Asia. Non sarà così, ahimè, questa volta. Ci sarà una transizione che speriamo non sia stagflattiva, come alcuni di noi temono, ma potrà essere reflattiva».

PAROLA D'ORDINE: PRUDENZA

Le performance brillanti di alcuni comparti, come quello dei tecnologici, non devono trarre in inganno. Come spiega Sandrini, «il quality investing normalmente non è associato a una fase di ripresa, ma è una scelta difensiva. Investire in società che hanno meno livello di debito, che hanno una visibilità superiore dal punto di vista degli utili, è una scelta estremamente conservative. Insomma, non vedo una ripresa dei ciclici, tranne questa specie di rimbalzo a cui stiamo assistendo da qualche settimana che si tira dietro anche le banche. E questo non mi fa pensare che quanto il mercato stia scontando sia un ritorno alla crescita nei prossimi due anni. Ci sarà un punto di flessione in cui la crisi passerà lentamente dall'essere una crisi di liquidità, positivamente risolta, a una crisi di solvibilità, nella quale i default delle società inizieranno inevitabilmente ad aumentare».

In macroeconomia, prosegue Sandrini «si parla del cosiddetto momento Minsky quando i costi non sono più sostenibili con la dinamica degli utili. Quando avverrà? Servirebbe la sfera di cristallo, in questo momento quasi tutte le banche centrali sostengono uno sforzo enorme e la performance delle classi di attività finanziarie è quasi ai livelli antecedenti la crisi, in molti mercati tranne alcuni ciclici. Ecco perché tendiamo a mantenere un approccio molto prudente, teniamo sotto osservazione il dollaro, che fino a quando si manterrà debole continuerà a favorire i mercati emergenti, e siamo molto attenti alle fragilità di ogni genere a cui siamo tutti esposti, sia dal punto di vista macroeconomico che degli utili e anche geopolitico».

La prudenza è l'approccio corretto anche secondo Perrotta: «Con uno sguardo al lungo periodo si riesce a essere difensivi anche in fase di forte ritracciamento degli indici. Bisogna guardare alla resilienza di alcuni settori e ai trend di lungo periodo. La sostenibilità e l'approccio Esg, a nostro parere, sarà sempre più un elemento caratterizzante degli investimenti per i prossimi mesi. E ci aiuterà a offrire un'allocazione ancora più diversificata. Non è chiaro quale sarà l'impatto della crisi sugli utili futuri, ma sappiamo che alcune delle realtà che agiscono nell'ambito della sostenibilità, stanno si-

curamente vivendo un'esplosione di vendita e di utili e questo inevitabilmente avrà una ripercussione sulle quotazioni dei singoli titoli e degli indici di riferimento».

CAMBIO DI PARADIGMA

Marzeglia sottolinea che «i tassi di interesse, in molti casi vicini allo zero o comunque molto bassi, alcuni addirittura negativi, determinano un cambio di paradigma. In un classico portafoglio multiasset, come quelli che gestiamo noi, la componente obbligazionaria è molto importante, per le sue caratteristiche di redditività ma anche per garantire diversificazione. Ecco, adesso queste caratteristiche vengono meno. Quanto rischio di tasso devo avere in portafoglio? E dove? Magari nella parte lunga della curva americana o, come sembra più interessante in questo momento, in paesi periferici come l'Italia e la Spagna? Oppure bisogna guardare ai titoli legati all'inflazione, che nel medio lungo periodo potrebbero essere avvantaggiati dalle politiche monetarie espansive o anche da un processo di deglobalizzazione?». Anche nell'azionario, sostiene il client chief investment officer e client portfolio solutions di BlackRock Italy, «cambia il paradigma: abbiamo analizzato il differenziale dei tassi di crescita tra i titoli più alta valutazione e quelli a più bassa, ebbene è una delle più pronunciate dall'inizio degli anni 2000. I bassi tassi d'interesse hanno aumentato anche la sensibilità dei titoli azionari».



Luca Tobagi

investment strategist
di Invesco

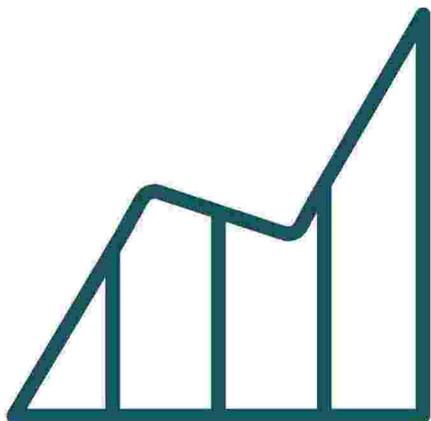


Massimo Marzeglia

client chief investment
officer, client portfolio
solutions di BlackRock Italy

Al momento BlackRock si concentra «sul credito. Perché sull'equity pesa la grande incertezza macroeconomica, mentre il credito è supportato direttamente dalle banche centrali e dai governi.

Benetti individua un altro tema d'investimento interessante: il lusso. «È certamente un altro di questi settori che è stato fortemente impattato dai lockdown. Ma può puntare ai millennial e, tra di loro, soprattutto agli Henry (acronimo per high earner not rich yet, coniato da *Fortune* per indicare quella fascia di quarantenni che hanno redditi importanti ma non sono ancora ricchi, ndr), che hanno dimestichezza con gli acquisti online e capacità di spesa. Le aziende che producono beni di consumo e soprattutto del lusso, stanno già modificando radicalmente la loro strategia e il loro marketing. C'è per esempio una società di cosmesi che ha ideato un magic mirror con il quale le clienti, o i clienti, possono simulare il risultato di un make up online, grazie alla partnership con una società digitale creata nel 2000 e specializzata nel rendering per le società del lusso. Gucci, per fare un altro esempio, ha una presenza social molto radicata e ben avanzata. Ecco, dobbiamo guardare alle tendenze di medio lungo periodo. Il lockdown è stato un shock per il fatturato, ma se l'investitore ha un orizzonte lungo, che in definitiva è l'unico che dovrebbe avere, il resto non è altro che speculazione, il lusso è un altro settore su cui puntare.»



**“ Credo che tornerà
il momento della selettività.
Credo che sarà molto più
difficile fare asset allocation
usando future, indici, etf.
E tornerà a essere divertente
fare l'asset manager, meno
l'asset allocator ”**

E a proposito di orizzonti corti e scelte sbagliate, il market specialist di Gam Italia, sottolinea come «il rally di aprile e maggio ha preso tutti di sorpresa e giustamente è stato definito il più odiato della storia. Cambiano i mercati, ma non cambia l'animo umano: 300 anni fa», ricorda Bonetti, «sir Isaac Newton, genio della fisica e della matematica, non riuscì a resistere alla tentazione di guadagni facili e veloci in Borsa e nell'aprile del 1720 vendette le azioni della Compagnia dei Mari del Sud in suo possesso che erano salite velocemente nel giro di pochi mesi, ricavandone un profitto di 7mila sterline. Tuttavia la vendita fu effettuata troppo presto e, il rialzo proseguiva, tant'è che Newton decise di rientrare ma lo fece quasi ai massimi. Subito dopo il valore delle azioni precipitò del 90% e alla fine lo scienziato perse 20mila sterline, una cifra che possiamo varrebbe tra i 3 e i 4 milioni di euro. Una storia che ci ricorda che negli investimenti non conta il quoziente di intelligenza, ma il carattere, il temperamento e la pazienza. E chissà, magari se Newton avesse avuto un consulente finanziario non avrebbe commesso quell'errore fatale».

«La psicologia degli investitori», conferma Tobagi, «ha contato tantissimo anche questa volta. Uno sport molto popolare negli ultimi anni è quello di andare in cerca di motivi per i quali i mercati devono scendere, vista la grande iniezione di liquidità che c'è stata e continua a esserci. E quando i mercati scendono, diventa sempre più odioso vederli poi risalire».

«Anche io», spiega lo strategist di Invesco, «ho una predilezione nel breve medio termine per il credito rispetto all'equity, ma credo che si debba avere un'esposizione anche all'equity, magari accumulandolo gradualmente. Una cosa che insegna la storia di questi anni è che avere un atteggiamento disciplinato, senza cercare di fare market timing è quello che paga. E se proprio si vuole farle market timing, bisogna prendere il coraggio a due mani e farlo nelle fasi di correzione».

«C'è una gran quantità di liquidità nei portafogli», fa notare Marzeglia, «e questo crea un problema tattico di gestione nel breve periodo. Il canovaccio che tutti quanti seguiamo in ogni fase di recessione, correzione poi ripresa, e che aiuta sempre è quello di andare inizialmente su classi un po' meno rischiose, in questo caso il credito (siamo partiti con l'investment grade, ora iniziamo a comprare un po' di high yield) e man mano estendere l'esposizione anche sulla parte azionaria, cercando di prediligere quella più qualitativa, ed eventualmente focalizzarsi anche sui beni rifugio alternativi, come l'oro».

«Credo che tornerà il momento della selettività», conclude Sandrini. «Credo che quando la liquidità diventerà una cosa più scarsa di quanto è al momento, cioè in futuro potenzialmente reflattivo, sarà molto più difficile fare asset allocation usando future, indici, etf. E tornerà a essere divertente fare l'asset manager, meno l'asset allocator, e credo che potenzialmente potremmo andare verso una situazione di performance più interessanti per i prodotti gestiti».