

INTERVISTA CON MONICA DEFEND

# IN QUESTA FASE DI INCERTEZZA L'UNICA È SCEGLIERE IL MEGLIO

di Sergio Luciano

«**L**ei mi chiede ragionamenti top-down, lo capisco: tutti vorremmo poterci esprimere con argomentazioni valide per intere asset-class, ma devo dirle che è difficile trovarne, in questa fase. Anche nel segmento delle obbligazioni corporate. Quel che è indispensabile oggi, più che mai, è il lavoro certosino del gestore che fa stock picking sulle emittenti e sceglie il meglio»: Monica Defend, capo della strategia e vicecapo delle ricerche in **Amundi**, è realista e prudente. Non si unisce al coro pro-bond, ma nemmeno lo smentisce. Ha un approccio differente.

**Ok, bisogna valutare sempre caso per caso: ma con quali criteri, dottoressa Defend?**

Due essenzialmente: quello della qualità, cioè degli utili sostenibili nel tempo e in generale della qualità dei bilanci; e poi il criterio delle valutazioni, cioè bisogna orientarsi sui valori non ancora prezzati dal mercato. Quindi non basta neanche misurare la congruità dei valori medi di un settore, per sceglierlo in blocco. Veda il caso del settore bancario e finanziario, oggi è indubbiamente molto cheap, sottovalutato, ma i nomi interessanti non sono tutti, ma sono solo quelli dove i criteri della qualità e del valore trovano riscontro e fungono da criteri di selezione. In un contesto così incerto, diventa importante procedere con questo approccio.

**E allora parliamo della grande incertezza del momento...**

Sul piano macroeconomico noi pensiamo che sia in corso un generale rallentamento dell'economia che rimane sostanzialmente appena un po' meno accentuato negli Stati Uniti che in Europa. Assodato questo riteniamo giusto concentrarci nell'esaminare il ciclo degli utili.



MONICA DEFEND

**E dunque?**

Ogni tre mesi dalle relazioni societarie ricaviamo indicatori importanti, e se guardiamo agli utili americani constatiamo che stanno scendendo non solo perché è terminato l'impulso fiscale estremo impresso dall'amministrazione Trump ma proprio perché stanno scendendo i fatturati. E se esaminiamo il dato diviso per comparti - da un lato il manifatturiero e dall'altro il wholesale - vediamo che il risultato non cambia: stanno scendendo tutti.

**Dipende dalle guerre commerciali?**

Anche, ma la stessa Cina sta rallentando. Il tutto si traduce, già nelle nostre previsioni di fine 2018, in un calo degli utili operativi sul 2019 al 6,7% per i titoli S&P500. E questa stima ci risulta confermata dagli ultimi dati. È vero che molte aziende hanno avuto un ultimo trimestre 2018 forte, ma ora stanno rivedendo al ribasso i fatturati futuri.

**IL CAPO DELLE STRATEGIE DI AMUNDI SUI BOND CORPORATE: «È FONDAMENTALE IL LAVORO CERTOSINO DELL'ASSET MANAGER CHE FA STOCK PICKING SULLE EMITTENTI»**

## COVERSTORY



Per noi questo è significativo. La revisione delle attese di utili era negativa per tutte aree salvo gli Stati Uniti già da qualche mese, oggi lo è anche per l'America. Questo potrebbe essere il vero problema, secondo noi. Non recessione, o non ancora, ma drastica frenata degli utili. Per questo siamo particolarmente cauti.

#### Parliamo di come i bond riflettono questo stato di cose?

Da novembre i Treasury bond sono scesi di 50 basis point (quest'intervista è stata rilasciata il 5 febbraio, ndr) il che significa resettare prezzi, valutazioni, prospettive. Di conseguenza all'inizio dell'anno ci siamo riposizionati sugli attivi rischiosi, principalmente emergenti e credito, che avevamo progressivamente alleggerito dall'estate scorsa. In pratica abbiamo rafforzato l'impegno su Cina e India, e addirittura riaperto l'investimento obbligazionario o valutario in queste aree o anche in altre ancor meno consuete, come il real brasiliano o il rublo, e siamo anche rientrati nel settore del credito investment grade europeo e statunitense.

#### Se parliamo di bond, però, sappiamo che molto se non tutto dipende dalle banche centrali...

Certo, a questo punto entrano in gioco loro. Avevamo previsto un rialzo della Fed, perché statutariamente la Fed deve guardare anche alla stabilità dei prezzi e non solo alla crescita. Ma devo ammettere che oggi, in realtà, qualsiasi cosa una banca centrale faccia è una sorpresa per i mercati. Quanto alle prossime mosse della Bce, avendo iniziato a rivedere al ribasso le previsioni di crescita sull'Europa non ci aspettiamo più un rialzo tassi quest'anno. L'importante è che facciano un Ltro, a beneficio della stabilità delle banche. Si sa che hanno fatto la due diligence del sistema ed hanno riconosciuto i generali miglioramenti sul fronte degli npl (non profit loan, crediti inesigibili, ndr) ma i livelli complessivi degli npl di settembre-ottobre continuavano a essere un problema e avevamo già visto trasferire il costo del funding sul cliente da parte delle banche medio-piccole.

#### E in questo contesto, l'Italia e il Btp?

È stato importante che la volatilità si sia ridotta, e che siano rientrati gli investitori internazionali svizzeri e tedeschi: di fatto, con gennaio, il Tesoro ha collocato l'8 per cento di tutta la necessità annua e in asta abbiamo visto una domanda quasi doppia rispetto all'offerta, magari con qualche minimo cedimento sul prezzo.

#### Quindi l'Italia non è più un'emittente appestata!

L'Italia è un mercato molto grande, la Spagna e Portogallo potranno anche essere più performanti ma il nostro è un mercato molto importante. Poi se si considera quanto debito italiano hanno in cassa gli investitori di Francia o Spagna, be'...non possiamo che essere confortati...

#### Confrontandosi con i colleghi internazionali che domande si sente fare sull'Italia?

A settembre quel che ci preoccupava era la modalità con cui il governo si interfacciava con l'Europa sulla legge di bilancio. In quel momento la domanda martellante che tutti ci rivolgevano

era: raccontateci cosa sta succedendo in Italia! Nelle ultime settimane ho fatto riunioni di due ore con tutti interlocutori internazionali senza una sola domanda politica su di noi. E quando la proponevo io, per sentire l'analisi altrui, mi sentivo rispondere: è normale in Italia che ci sia turn-over politico frenetico, è nella vostra storia, a noi basta che si sia placata la volatilità sui Btp!

#### Ma c'è alle viste qualcosa di più grande: lo scoglio delle elezioni europee!

Guardi, da alcuni anni quando facciamo le scelte di asset allocation procediamo individuando dei temi-chiave e facendo riferimento a essi. Per esempio per decidere se andare lunghi di US e corti di Europa, bisogna aver individuato temi sostanziali. Nel caso della situazione europea, abbiamo individuato due temi geopolitici chiave: le elezioni, certo, ma anche la Brexit. Che tra l'altro pone il problema di come la Gran Bretagna verrà rappresentata alle elezioni...

#### E cosa prevedete, politicamente?

Abbiamo visto un po' di proiezioni e non prevediamo che ci siano stravolgimenti. Una certa crescita della corrente populista sì, un ribaltamento delle proporzioni no. Questo scenario potrebbe, nell'ipotesi estrema, condurre a politiche fiscali più espansive, che potrebbero avere ripercussioni anche positive sulla crescita. Per esempio attraverso un incremento degli investimenti in infrastrutture. Altro tema è invece come i mercati interpreteranno il rallentamento dell'economia europea.

Per esempio, cosa accadrà al Btp? Si può prevedere che siccome la Germania rallenta ci sarà una convergenza tra Bund e Btp? O invece, rallentando più che proporzionalmente anche l'Italia, lo spread si allargherà? La nostra idea è che probabilmente, e per fortuna, il rallentamento tedesco si tradurrà in una minor pressione della Bundesbank sulla Bce per ottenere la riduzione delle politiche di stimolo, il che è solo un bene. L'idea che ci stiamo facendo è che ci dovrebbe essere un corridoio di stabilità tra Btp e Bund, ma non ancora è detto. La domanda resta aperta.

#### Certo che l'aleatorietà delle previsioni si è fatta marcata, e si è anche ridotta la durata del loro valore prospettico...

Assolutamente sì! Nel '97 facevamo previsioni di lungo termine, nell'asset allocation avevamo stime a 1 anno e a 3 mesi. Progressivamente abbiamo dovuto accorciare l'orizzonte delle nostre previsioni, siamo scesi su cadenza settimanale. Del resto, quanto più la situazione economica è fragile, tanto più i flussi sono determinanti. Dal 2013 siamo scesi addirittura a previsioni giornalierie, con risk-on e risk-off per le strategie sull'asset allocation. Abbiamo addirittura dati ad alta frequenza, emessi e riclassificati più volte al giorno, e anche le valute sono un'asset class che risponde bene a questo mutato scenario, sia per le esigenze della copertura del rischio sia per la necessità di rispondere tempestivamente alle ripercussioni delle scelte politiche... È proprio cambiato il modo di fare asset allocation... Ma anche nel senso di riquilibrare l'attività: nel momento in cui lavori con dati ad alta frequenza deve essere più disciplinato...

## «L'ORIZZONTE DELLE PREVISIONI? ORMAI È DI UNA SETTIMANA...»