

Osservatorio Investimenti

Ricette Due opzioni per affrontare gli scenari del dopo voto sulla Costituzione

I portafogli del referendum Più Btp col «sì», oro per il «no»

Se passa si rafforzerebbe la fiducia nell'Italia, con spread in calo
La bocciatura chiama idee difensive e obbligazioni molto brevi

Le grandi banche d'affari fanno previsioni contrastanti

Piazza Affari e la Spagna favorite se la riforma convince

Il metallo giallo al 15% nel mix per chi crede alla bocciatura

DI PIEREMILIO GADDA

Per un po' è rimasto al bordo degli interessi finanziari. Oscurato da Brexit e dai cori di dichiarazioni che sempre più spesso fanno da preludio e chiosa alle decisioni dei banchieri centrali. Ma una volta archiviata la prossima riunione della Federal Reserve, in programma il 20 e 21 settembre, c'è da aspettarsi che il referendum costituzionale conquisti la ribalta dei mercati.

Questo per lo meno sembra suggerire il flusso di domande che ha raggiunto consulenti e analisti al ritorno dalle vacanze: gli investitori, non solo italiani, vogliono comprendere le possibili implicazioni di un voto che Citigroup, in una nota circolata a inizio luglio, definiva il «maggiore rischio per il panorama politico europeo», oltre Brexit. Le dichiarazioni dell'ambasciatore americano a Roma, John Phillips, sulle conseguenze di una bocciatura — «sarebbe un passo indietro per gli investimenti stranieri in Italia» — hanno contribuito a riaccendere il dibattito. E se gli analisti di Citi pronosticano una vittoria dei «sì», benché di misura, un'altra banca d'affari, Morgan Stanley, attribuisce all'ipotesi contraria una chance del 65%.

Quanto basta per giustificare un check-up al portafoglio finanziario e valutare eventuali aggiustamenti. Con l'aiuto di JCI Capital e Ambrosetti Sim, *Corriere Economia* ha ipotizzato due strategie di asset allocation adatte a sovraperformare ri-

spettivamente in caso di vittoria dei sì e dei no.

Calendario

Il giorno del referendum va fissato entro il 13 ottobre. Le date più probabili sono, secondo molti osservatori, il 20 e il 27 novembre. Ma bisogna tenere conto anche di un altro appuntamento: il 4 ottobre è atteso il verdetto della Corte costituzionale sulla legge elettorale, ammesso che la sentenza non venga rinviata. «Se la Consulta dovesse bocciare l'Italicum — spiega Giada Giani, european economist di Citigroup — aumenterebbero marginalmente le chance di una vittoria del sì». La legge elettorale dovrebbero essere riscritta e la riapertura delle trattative con le altre forze politiche — questo il ragionamento dell'economista — le renderebbe forse meno ostili sul fronte referendario.

Scenari

In ogni caso, nelle prossime settimane, il radar dei mercati comincerà a catturare le oscillazioni legate al quesito sulle riforme costituzionali. «Un voto a favore porterebbe a un miglioramento del rischio Italia, in grado di riflettersi su tutte le classi di attivo», ipotizza Giani. Potrebbe dare una nuova spinta propulsiva all'azione di governo, favorendo un avanzamento più spedito sul sentiero delle riforme. Non a caso, il portafoglio disegnato da JCI Capital per questo scenario prevede una componente azionaria sbilanciata a favore dell'Eurozona (30%), «da destinare prevalentemente a Italia e Spagna — precisa Daniele

Scognamiglio, capo degli investimenti di JCI Capital — con un sovrappeso su finanziari, banche, titoli assicurativi, automotive e industriali».

C'è spazio anche per Wall Street (15%) e Londra (5%), mentre la componente a reddito fisso è suddivisa tra titoli societari, governativi e ad alto rendimento. «Si potrebbe verificare un'ulteriore chiusura dello spread tra i Btp e il bund tedesco. In questo caso — segnala Riccardo Ambrosetti, presidente di Ambrosetti sim — varrebbe la pena considerare scadenze superiori ai 10 anni».

La bocciatura

Un'eventuale bocciatura, al contrario, verrebbe interpretata dagli analisti come un segnale negativo. Prenderebbe forma in un momento delicato per la ripresa, con il problema delle banche ancora in parte irrisolto e la persistente minaccia delle spinte centrifughe anti-sistema in Europa. Secondo Morgan Stanley, seguirebbe un periodo di incertezza, capace di indebolire la fiducia sulla crescita del Pil. «Un voto negativo penalizzerebbe le banche italiane — spiegano gli analisti della banca d'affari — rendendo più complicato il piano di ricapitalizzazione di Banca Mps e alimentando il rischio di contagio per il settore europeo nel suo complesso». Vale la pena ricordare che a inizio agosto l'agenzia di rating canadese Dbrs ha posto il rating dell'Italia sotto esame, con implicazioni negative. «Un declassamento finirebbe per aumentare il costo

di rifinanziamento delle banche italiane presso Francoforte, aggravando una situazione già difficile», commenta Giani. Nel paniere confezionato da Ambrosetti sim, l'oro (15%) è messo a protezione di eventuali fiammate di avversione al rischio, la componente azionaria è focalizzata sul settore industriale, telecomunicazioni e consumi non ciclici. Obbligazionario corporate dell'area euro (25%) e Btp a breve termine (10%) completano l'asset allocation. «Passato il picco di volatilità, però — commenta Ambrosetti — potrebbe presentarsi l'opportunità di rientrare in modo più convinto sull'Italia». Uno schiaffo alla campagna di Matteo Renzi per il sì non sarebbe comunque l'inevitabile anticamera di una crisi politica più grave. Per Giada Giani, «le probabilità di un'elezione anticipata nel 2017 sarebbe piuttosto limitate». Di certo, le implicazioni del voto dipenderanno dal contesto di mercato in cui questo prenderà forma: «Gli effetti del referendum — osserva Scognamiglio — saranno amplificati o attutiti in base al sentiment generale, che scaturirà anche dalle elezioni americane».

© RIPRODUZIONE RISERVATA



SE VINCONO I «SÌ»



Ipotesi: investitore con un profilo di rischio medio/alto e un posizionamento neutrale per il 50% azionario e per il 50% obbligazionario. *) Prevalentemente Italia e Spagna.
Sovrappeso su banche, finanziari, assicurativi, automotive, industriali

Fonte: Jci Capital

SE VINCONO I «NO»



Ipotesi: investitore con un profilo di rischio medio/alto e un posizionamento neutrale per il 50% azionario e per il 50% obbligazionario

Fonte: Ambrosetti Sim