



Dicembre
2021

Il Punto mensile – Dicembre 2021

Se un anno fa mi avessero detto che esattamente dodici mesi dopo avremmo trovato gli indici azionari sui livelli attuali forse avrei stentato a crederci.

Se ricordate, infatti, a metà dicembre 2020, prima delle festività, eravamo in piena seconda ondata da Covid 19 e con diffusi lockdown a livello mondiale. La scoperta dei vaccini era avvenuta soltanto in novembre ma eravamo assolutamente agli inizi della campagna vaccinale e soprattutto ancora non si sapeva se potevano funzionare o meno.

Fatta questa premessa quindi, se avessi dormito per tutto questo tempo, osservando i magnifici rialzi del 2021, al mio risveglio mi sarei aspettato che la pandemia così come le restrizioni non ci fossero più mentre al contrario non mi sarei affatto stupito di respirare una euforia generalizzata un po' ovunque.

Invece, siamo ancora sotto la spada di Damocle di questo maledetto virus, che con le sue varianti continua a spaventare l'intera popolazione mondiale con le conseguenze note a tutti come restrizioni negli spostamenti, colli di bottiglia alla produzione e alla consegna e aumento generalizzato dei prezzi che ha richiamato uno spettro ormai dimenticato, l'inflazione.

Le banche centrali mondiali si stanno preparando a rimuovere gli enormi stimoli monetari immessi sul mercato tant'è che i futures dei FED Funds mostrano già tre rialzi di venticinque punti base per il 2022 e altri sette tra il 2023 e il 2024.

Tornando al rally di Borsa, a voler essere pignoli, guardando i grafici si nota che il rialzo è stato generato soprattutto nei primi otto mesi dell'anno, dopodiché ci siamo mossi in un ampio trading-range fatto di piccole correzioni e successivi rialzi.

Da qualche giorno però il nervosismo sta aumentando, forse perchè insieme al tapering annunciato dalla FED, si è unita anche una nuova variante che da un lato sembra più contagiosa della Delta, per quanto sembri comportare decorsi meno gravi.

Quello che faccio fatica a capire però è la risposta dei mercati. Se la preoccupazione è l'acuirsi della malattia, per quale motivo nell'ultimo periodo lo "stay at home business" sta soffrendo più dei ciclici?

Qualcuno potrà dire "perchè queste società che sono tipicamente delle Growth Stocks soffrono in un contesto di rialzo dei tassi, come chiaramente indicato dai FED Funds futures."

Ma allora perchè il tasso del decennale americano invece di salire è sceso nuovamente intorno all' 1.4 %?

La risposta potrebbe risiedere nel fatto che gli operatori sanno che il prossimo anno il Tesoro Usa dovrà collocare 1.7 trilioni di titoli americani, con la FED pronta a comprarne soltanto 100 miliardi.

E quindi pensano che non riusciranno a piazzarli sul mercato a questi tassi senza l'aiuto della banca centrale con la conseguenza di assistere a uno steepening della curva.

E se poi la Omicron si rivelasse più aggressiva di quello che sembra, la politica monetaria verrebbe confermata?

Quanti dubbi e quante domande nell' impostare una corretta asset allocation per il 2022, dopo che nel 2021 siamo rimasti sorpresi dal rialzo!

Pur tuttavia, se avessimo adottato un indice con i titoli equipesati le performance sarebbero state molto più basse, visto che il "grosso" arriva dai FAANG e, incredibilmente, ancora da TESLA.

Personalmente ritengo che essere particolarmente ottimisti in questo contesto e a queste valutazioni sia un pò eccessivo.

Ho visto le previsioni delle maggiori banche d'affari del mondo e anche loro danno un target di performance per fine 2022 del SP&P 500 mediamente single digit, mentre il tasso del T bond viene visto in area 2-2,1% (tra l'altro, confrontando le previsioni dell'anno scorso con i livelli reali attuali, si nota chiaramente come le stime per il 2021 fossero ben più caute).

Certo, nel breve il mercato potrebbe anche salire parecchio. Se lo ha fatto nei primi mesi del 2000 con il PE a 25 e il T-bond al 6 %, non ci sarebbe nulla di scandaloso se bissasse anche con gli attuali multipli.

La vera paura è che più il mercato azionario sale e più possa risultare vulnerabile a correzioni anche di discreta intensità.

Tuttavia, è il mercato del credito che continua a stupirmi per come sia rimasto fermo quest'anno, visto che le performance negative dei fondi obbligazionari dipendono praticamente solo dall'effetto tassi (che non dimentichiamoci hanno

già cominciato a salire) con gli spread rimasti ai minimi o poco più.

Ci basti andare a vedere lo studio della BCE che prima ha calcolato l'impatto che i suoi acquisti hanno avuto in questi anni sulla curva e poi ha stimato quanto le curve potranno muoversi, sia quella governativa che quella Investment Grade e High Yield, per farsi un' idea della situazione nel momento in cui smetteranno di acquistare.

Ovviamente le attese sono per il "solito" steepening, che ci si aspetta in Usa, più marcato nelle Corporate a seconda del rating.

Ecco perchè mi aspetto parecchia turbolenza su questa asset class, che a differenza dell'equity ha un rendimento "cappato" per definizione. Di conseguenza, non vedo alcuna ragione per mantenere in portafoglio Corporate Bond con scadenze superiori al 2029, con rendimenti nominali molto bassi e reali in negativo.

Se poi le banche centrali dovessero non riuscire a tenere a bada l'inflazione ed essere più aggressive apriti cielo....

Non vorrei essere tacciato di pessimismo, dico solo che, qualora si verificassero dei mercati ribassi nei prezzi (siano essi obbligazioni o azioni) bisognerà essere pronti ad intervenire senza farsi prendere dal panico.

In trent' anni che lavoro non so quante volte l'avrò detto o scritto!

Michele de Michelis
CIO, FRAME Asset Management