



Novembre
2021

Il Punto mensile – Novembre 2021

Guardando l'andamento dei benchmark obbligazionari da inizio anno, si ha proprio la sensazione che qualcosa stia lentamente ma inesorabilmente cambiando.

Già a fine marzo avevamo visto un movimento al rialzo simile che poi, tuttavia, era stato negato da molteplici fattori (primo fra tutti, la variante Delta), mentre quello che stiamo vedendo ora sembra abbia oggettivamente alle spalle motivazioni di un certo rilievo.

In primis, l'inflazione.

Possiamo parlare per ore disquisendo se essa sia temporanea oppure no, ma è evidente che in questo momento esista e stia impattando sull'economia. I colli di bottiglia alle catene di approvvigionamento per la mancanza di chips o causati dai blocchi energetici mi ricordano tanto le mie domeniche in bicicletta in piena austerità energetica negli anni 70, quando non si poteva consumare. Ed ecco subito tornare alla ribalta parole ormai desuete, come stagflazione, a rovinarci il sonno.

Ma torniamo agli investimenti obbligazionari dove si riscontrano risultati negativi per il 2021 praticamente su tutte le asset class legate ai bond. Con una leggera eccezione fatta per le obbligazioni high-yield che, se in un primo momento hanno beneficiato di un continuo restringimento degli spread del credito a livelli addirittura superiori al pre pandemia, nell'ultimo mese stanno invertendo la marcia e riallargando il differenziale con la conseguenza che i prezzi hanno invertito la rotta iniziando a scendere.

Cosa fare quindi, sperare che i tassi tornino giù oppure provare a trovare soluzioni alternative?

Considerando che, da che mondo è mondo, quando si presta del denaro bisognerebbe essere remunerati e non certo pagare per farlo, io credo che i tassi continueranno a salire per lo meno fino a quando non torneranno in territorio positivo.

Non ho idea di quanto tempo ci vorrà ma, a meno che non stia succedendo qualcosa di enorme del quale non siamo a conoscenza, è molto probabile che le cose possano andare proprio così.

Ecco perché, come dice sempre il gestore inglese ("il" maestro, per me) Jonathan Ruffer, i bond tradizionali sono come il veleno. Non fare nulla equivarrebbe a mettere la testa sotto la sabbia come fanno gli struzzi sperando che le cose si mettano a posto da sole. E' quello che serve? Al momento attuale, anche se in passato questa strategia può aver funzionato, non è detto che si riveli ancora la scelta giusta.

Provate infatti a pensare a coloro che avessero investito in un portafoglio bilanciato (con la parte obbligazionaria investita sui titoli Corporate) il primo gennaio 2020 e nel pieno della pandemia di marzo, con i mercati che stavano facendo la correzione più veloce della storia, avessero semplicemente fatto finta di nulla (cosa peraltro suggerita da alcuni).

Avrebbero avuto un risultato eccezionale.

Se però utilizzo la logica, quella che stiamo vivendo in questo preciso momento mi sembra una situazione diversa e pertanto eviterei di avere duration lunghe se non su titoli a protezione dall'inflazione (inflation linked bond) e,

comunque, solo dopo averne coperto la componente di tasso.

Cercherei inoltre il più possibile strumenti di copertura da eventuali ulteriori allargamenti del rischio credito oppure semplicemente affiderei il mio denaro a quei gestori che sono in grado di fare Long short e Relative value. Per quanto riguarda l'equity eviterei i settori più cari delle azioni Growth e privilegierei banche ed energetici anche se, di queste ultime, sceglierei solo quelle che stanno andando verso le energie rinnovabili, perché, volente o nolente, il processo di decarbonizzazione sta proseguendo anche se nell'immediato sta mancando l'energia con tutte le conseguenze poc'anzi descritte.

Infatti, nonostante questi settori si siano già apprezzati notevolmente negli ultimi mesi, arrivavano da valutazioni da "neglected stocks" ed erano molto trascurati.

In questo scenario, rimane in ogni caso in sottotondo un certo nervosismo per la mancanza di posti dove rifugiarsi in caso di picchi di volatilità o crolli improvvisi. Oltre alla consapevolezza di aver perso buona parte di questo rally eccezionale (anche se in pochi hanno saputo sfruttarlo perché, a onor del vero, non conosco molti gestori patrimoniali che erano sovrappesati sull'azionario) per eccesso di prudenza.

Michele de Michelis
CIO, FRAME Asset Management