



Gennaio 2020

Punto mensile – Gennaio 2020

Il 2019 è stato un anno eccezionale, quasi ai livelli del 2009 che tutti noi ricordiamo ancora come l'anno della rinascita, dopo aver visto il baratro ad un palmo dai nostri occhi.

Attenzione però perché a brillare non sono stati soltanto i mercati azionari, ma anche gli obbligazionari governativi e societari, sia Investment Grade che High Yield.

Gli investitori quindi hanno potuto dimenticare il pessimo 2018, in particolare l'ultimo trimestre e tirare un sospiro di sollievo.

Ma fu vera gloria?

A vedere le statistiche delle somme depositate in Italia sui conti correnti nutro qualche dubbio sul fatto che questo anno eccezionale sia stato sfruttato dalla maggior parte degli investitori. In particolare mi ha molto colpito constatare che degli otto miliardi di euro depositati sui conti della Popolare di Bari, oltre il 50 % dei correntisti risultava intestatario di somme eccedenti i centomila euro, confermando così la bassa propensione al rischio dell'investitore Italiano che crede di essere al sicuro tenendo somme non trascurabili sui depositi a vista, ignaro dei rischi reali che sta correndo, come chi fa il bagno in piscina invece che nel mare perché ha paura dei marosi e poi tiene in prossimità dell'acqua degli utensili elettrici in equilibrio precario.

Pur tuttavia, poiché i rendimenti passati per definizione non sono necessariamente rappresentativi di quelli futuri, cosa possiamo aspettarci dal 2020?

Se prendiamo in esame per esempio un governativo tedesco a tre anni, possiamo notare che in questo momento presenta un tasso negativo dello 0,6% circa, in risalita dal meno 0,9% toccato questa estate. Offrono un rendimento maggiore (intorno allo 0,5%) le obbligazioni societarie Investment Grade con una duration di circa cinque anni.

Per ottenere dei rendimenti maggiori sarei così costretto ad investire in obbligazioni speculative, che pagano il 3% con circa tre anni di duration.

Ovviamente sto ragionando in euro, perché in dollari bisogna considerare un rendimento di due punti e mezzo in più con il rischio, tutt'altro che banale, del cambio e al lordo di tasse e commissioni.

Rebus sic stantibus le azioni rimangono l'unica alternativa per avere, o meglio per provare ad ottenere dei rendimenti, anche se le valutazioni cominciano ad essere un po' "tirate" (Con P/E prospettico del SP500 a 18,3 contro una media venticinquennale di 16,2).

Anche se la storia non si ripete necessariamente, per quanto aiuti a comprendere certi fenomeni statistici, sono andato a rivedermi il

comportamento di alcuni indici negli ultimi quarant'anni, dividendoli in decenni.

Gli anni Ottanta rimangono negli annali per il "Black Monday" del 19 ottobre 1987 che vide una correzione del 23% in un giorno e di un 33% totale dal picco di mercato.

Fu anche la prima volta che la FED intervenne in maniera importante a sostegno dei mercati, pratica che mi sembra sia ancora ampiamente in vigore.

Gli anni Novanta hanno vissuto pochi ribassi che solo in due occasioni hanno superato il 15% e sull'onda di questo bull market spettacolare atterriamo direttamente negli anni Duemila, che hanno vissuto due mercati ribassisti molto pesanti (superiori al 50%), per giungere all'ultimo decennio che ricorda moltissimo quello ultimo del Ventesimo secolo con poche correzioni e mai superiori al 20%.

Ho voluto portare questa semplice analisi storica alla vostra attenzione per ricordare quanto possa essere pericoloso e fuorviante dimenticare gli "effetti collaterali" che possono verificarsi dopo un decennio spettacolare. A ben guardare, sembra proprio che manchi un'ultima gamba di rialzo, quella della euforia, dove anche tutta la massa dei privati europei investe massicciamente in Borsa in perfetto American style sperimentando l'effetto ricchezza/ebbrezza dei guadagni facili destinati a portare benefici anche all'economia reale.

Alcuni gestori macro che noi selezioniamo per i portafogli dei nostri clienti non escludono che si possa verificare quest'ultimo scenario che

sarebbe negativo per le obbligazioni, in quanto tornerebbe l'inflazione in Europa.

Qualora invece ci fossero degli shock esogeni che dovessero portare turbolenza (come ciò cui abbiamo assistito ai primi di gennaio) credo che il classico effetto protezione offerto dai bond non potrebbe estendere il suo scudo oltre ai governativi, mentre tra i Corporate bond, soffrirebbero in particolare gli High Yield maggiormente correlati all'azionario.

Questa è la ragione per cui consiglio di inserire nei portafogli strumenti di correlazione negativa che possano aiutare nei momenti di difficoltà che, come abbiamo ricordato, avvengono in maniera repentina e soprattutto quando meno te lo aspetti, anche durante un bull market prolungato.

L'oro e le azioni delle miniere d'oro hanno questa caratteristica difensiva, poiché la domanda rimane elevata (soprattutto da parte di Cina e Russia) e possono anche beneficiare del cosiddetto effetto-scarità, dal momento che negli ultimi due anni non sono stati trovati nuovi giacimenti.

Gli investitori più sofisticati, in aggiunta, possono utilizzare opzioni call sull'indice Vix, che possono remunerare in caso di picco della volatilità. E' come acquistare un'assicurazione contro gli uragani. Oppure possono anche andare corti di titoli High Yield scommettendo sull'allargamento degli spread rispetto ai governativi. Non credo infatti che il famoso portafoglio 60/40 che tanto bene ha performato nel recente passato possa rivelarsi ancora adeguato nel proteggere gli investimenti.

Infine, sempre dall' analisi degli ultimi quattro decenni, abbiamo constatato che ogni qualvolta l'indice MSCI Growth sovraperforma di molto l'MSCI Value (o viceversa) questo rappresenta il campanello di allarme di un movimento contrario estremamente pesante, e questi due stili si sono aggiudicati un decennio a testa: gli anni Ottanta e il Duemila il value, gli anni Novanta e l'ultimo appena passato il Growth.

Pertanto, direi che mantenere i titoli di valore ("value") nei propri portafogli potrebbe non essere una cattiva idea.

Michele de Michelis
CIO, FRAME Asset Management