



Gennaio 2017

Punto mensile – Gennaio 2017

Il 2016 appena concluso mi ha lasciato la stessa sensazione che provano i calciatori quando perdono una qualificazione ai rigori. Quella di una grande occasione perduta. E' stato un anno veramente particolare, dove tutto ciò che era stato previsto non si è avverato, ma soprattutto le reazioni dei mercati agli imprevisti sono state quantomeno singolari, per utilizzare un eufemismo. L'anno si è aperto con un tracollo del mercato azionario, con l'indice Eurostoxx arrivato a perdere circa un 15% nei primi quaranta giorni di contrattazione (ma portandosi a quasi meno 30% rispetto ai massimi dell'aprile 2015), risultato simile al Nikkei, mentre l'indice americano si è confermato molto più stabile, visto che la sua correzione, seppur importante, è risultata di circa la metà rispetto agli altri indici. Le motivazioni, dicono, sarebbero da cercare nel crollo del prezzo del petrolio e nella fuga di capitali dalla Cina. Ed ecco entrare in gioco i banchieri centrali, con Kuroda che a fine gennaio propone tassi negativi, mentre Draghi a marzo estrae dal cilindro delle misure del tutto inimmaginabili soltanto quindici mesi prima, aumentando l'importo del QE (inserendovi anche la obbligazioni corporate non bancarie), abbassando ulteriormente i tassi e creando quattro LTRO. E i mercati che fanno? Lo yen e l'euro si rafforzano sul dollaro (ma perché?) e in Borsa assistiamo ad un pazzesco junk rally, con gli indici trainati dai titoli di peggior qualità (in termini di Ebitda), mentre ciò che sembra veramente sovvertire le regole fondamentali del mercato dei capitali sono i livelli dei tassi (negativi)

che vengono raggiunti nei primi sette mesi del 2016 su più scadenze e su più emittenti (governativi e non). Probabilmente avrei scommesso la casa (perdendola) se mi avessero detto nel 2011 che l'Italia avrebbe emesso un giorno BTP a tassi negativi. A onor del vero, non bisogna dimenticarsi che l'apice di questo "no sense economico" dei tassi negativi, è stato raggiunto con la Brexit, il cui risultato ha sconvolto totalmente i pronostici, considerando il voto scozzese dell'anno precedente quando prevalse lo status quo. Anche in questo caso, sembrava che l'Inghilterra si dovesse schiantare, e invece l'indice FTSE 100 dal 27 giugno 2016 ha strappato di circa venti punti percentuali, ma anche considerando il livello del giorno pre voto, rimane comunque una performance positiva di oltre il 13%. Qualcuno potrà obiettare che contestualmente la sterlina si è indebolita praticamente della stessa percentuale, ma allora come ci si spiega che l'Eurostoxx si trovi ancora in perdita rispetto ad aprile 2015, mentre il dollaro ha segnato nuovi massimi contro l'euro? L'estate si è trascinata in una sorta di limbo, in attesa dell'altro importantissimo suffragio dell'anno, le elezioni americane che contrapponevano Hillary Clinton, prima donna della storia a concorrere per la Casa bianca, puro simbolo dell'establishment americano, all'odiato Trump, "paria" della politica a stelle e strisce, vero rappresentante della pancia del Paese. E' stato un susseguirsi di accuse reciproche, colpi di scena e sondaggi pre elettorali, ma soprattutto continui elenchi di conseguenze

negative che sarebbero potute accadere all'economia (e ai mercati) qualora avesse trionfato il voto populista. Eppure, anche stavolta, le reazioni sono state ben diverse dalle aspettative, anzi abbiamo concluso l'anno con un impressionante rally dei risky asset e i tassi d'interesse sembrano aver subito l'inversione di una tendenza che andava avanti dal 1981. Se quanto vi ho scritto rappresenta una cronistoria ben conosciuta, forse è meno noto che il 2016 è stato l'annus horribilis per i gestori alternativi, ovvero coloro che non seguono un benchmark, ma che hanno ampio mandato di investire in quello che ritengono più opportuno, con l'unico scopo di offrire risultati positivi in tutti i contesti di mercato. Da qui la sensazione poc'anzi descritta, quella di aver perso una grande occasione. L'ampio utilizzo di questi prodotti nelle nostre asset allocation è cosa nota, e se mi avessero detto al 10 di febbraio, quando la maggior parte dei gestori aveva saputo reggere la prima grossa ondata di ribassi, che avrebbero chiuso l'anno in questo modo, non ci avrei mai creduto. Siamo parlando di famosi gestori long short, market neutral, opportunistici che negli anni passati (compreso il 2008 e il 2011) hanno sempre tenuto fede al loro mandato e che addirittura sono stati costretti a chiudere i propri fondi a nuovi investimenti, per evitare di diventare troppo grandi. Alcuni di questi hanno concluso l'anno con perdite a doppia cifra, creando non pochi problemi a società specializzate in questo tipo di gestioni. Ovviamente non tutti hanno avuto andamenti negativi, anzi alcuni di essi hanno riportato ritorni soddisfacenti. Peccato dunque, perché grazie ad alcune call tattiche rivelatesi corrette (come le gold miners e i TIPS americani ed inglesi nella prima parte dell'anno, e poi le banche americane

ed europee in settembre, e le posizioni lunghe in dollari contro yen quando si è toccato il livello di 100) le performance avrebbero potuto risultare oggettivamente interessanti. La vera sfida adesso è per il 2017. Nella mia testa continuano a risuonare parole come "errare humanum est, perseverare autem diabolicum", però se è vero ciò che ho scritto anche nel libro "Il fondo che non affonda", statisticamente potremmo assistere al fenomeno della "mean reversion" (che rappresenta sostanzialmente il ritorno delle performance verso la loro media storica e avviene solitamente a seguito di perdite o rialzi eccessivi), soprattutto in presenza di quei gestori che hanno al loro attivo comprovate abilità finanziarie. In questo momento occorre dunque tenere duro, offrendo una seconda chance a coloro che dimostreranno negli incontri ravvicinati delle prossime settimane di aver mantenuto coerenza nelle proprie scelte di gestione. Del resto, possiamo azzardare che rimanere investiti ingentemente in obbligazioni non dovrebbe essere una mossa vincente, visto che i tassi di interesse difficilmente potranno tornare in negativo, motivo per cui continuo a pensare che le azioni di alcune banche europee rimangano estremamente interessanti, nonostante il recente rally. Per quanto riguarda il mercato equity, dovremmo assistere ad una rotazione a favore delle value stocks, mentre ritengo che il rialzo del dollaro contro euro sia giunto al capolinea. Permangono i soliti rischi di sopravvalutazione generale dei mercati equity, soprattutto qualora le grandi speranze riposte nel taglio delle tasse non dovessero portare la tanto attesa crescita, un aumento dell'inflazione (che servirebbe a bruciare il valore reale del debito) e degli utili societari. Ed è proprio questo sostanzialmente il motivo per cui

persevero con i gestori market neutral, convinto che torneranno finalmente a difendermi da eventuali ribassi e rotazioni di settore.

Michele de Michelis
CIO, FRAME Asset Management