



ITALIA ▾

FUNDSPEOPLE

NEWS

PROFESSIONISTI

PRODOTTI

SOCIETÀ

AGENDA



Michele De Michelis |

Ricordami perché
possiedi obbligazioni

Viktor Szabó |

Titoli di Stato dei mercati
emergenti secondo una
prospettiva ESG

Andrea Semino |

ESG e passivo: numeri e caratteristiche
del leitmotiv degli ultimi anni

Chi Lo |

Il quinto Plenum in Cina ribadisce le
opportunità di investimento

Antonio Iaquinta |

Il viaggio verso la transizione energetica
di State Street

Ricordami perché possiedi obbligazioni

Contributo a cura di [Michele De Michelis](#), Responsabile investimenti di [Frame Asset Management](#)

Anche se siamo solo a metà novembre, non possiamo certo dire di esserci annoiati in questo mese! Quattro settimane fa mi auguravo che le elezioni americane finissero con un risultato definitivo, cosa che in effetti sembra si sia verificata, anche se a quanto pare Donald Trump non intende mollare, per quanto non capisco in che modo possa contestare la vittoria di Joe Biden.

Scontata ormai l'accettazione del risultato elettorale Usa, in attesa che si sappia anche a chi andrà la maggioranza al Senato, direi che i mercati hanno brindato in maniera decisa al passaggio di consegne riportando gli indici a stelle e strisce sui massimi. Ma ciò che ha mosso più di ogni altra cosa i corsi azionari è stato sicuramente l'annuncio dei vaccini ormai sulla rampa di lancio da parte di diverse aziende farmaceutiche.

Tale notizia ha portato ad una violenta rotazione dalle cosiddette azioni growth a favore delle value, ovvero sono state vendute le "stay at home business" per comprare le aziende più tradizionali e cicliche come banche ed energetici che presentano multipli estremamente inferiori rispetto alle aziende con business più innovativi. Nonostante quest'ultimo rally (che peraltro sembra aver già perso di intensità) il differenziale tra i due "stili" rimane sempre molto elevato: l'MSCI World Growth segna infatti un rialzo di oltre il 24% da inizio anno, contro una perdita di quasi il 9 % del MSCI World Value.

Ovviamente, come spesso accade il giorno dopo una situazione di questo tipo, moltissime case di investimento hanno pubblicato tutta una serie di ricerche a favore del ritorno delle azioni cicliche nelle asset allocation, visto che con il vaccino dovremmo tornare a vivere una vita normale viaggiando, pernottando in hotel, attraversando parchi, comprando macchine etc etc dando anche per assodato che per un certo periodo non ne potremo più di vivere la nostra vita soltanto "virtualmente" e la maggior parte di noi cercherà quello svago che ora manca. Personalmente ho sempre pensato che sia molto difficile fare market timing tra gli stili e che convenga mantenere un'asset allocation che tenga conto dei vari scenari possibili, cercando anzi di individuare la qualità nei settori (sia growth che value), piuttosto che investire negli indici passivamente.

Questo approccio, che non garantisce certo performance da capogiro, ha tuttavia il vantaggio di proteggere il portafoglio dagli scossoni più violenti durante le fasi di downturn. A tale proposito, un recente report della casa di investimenti inglese Ruffer LLP, società di gestione nota proprio per le sue capacità di creare portafogli molto resilienti, è stato intitolato "Ricordami perché possiedi obbligazioni". L'analisi ha messo in evidenza che quanto successo dal 1981 in poi, ovvero la grande contrazione dei tassi di interesse sui titoli governativi mondiali, ha prodotto delle performance eccezionali per i portafogli bilanciati, sia in termini di rendimento, sia in termini di volatilità, quindi con un indice di Sharpe fantastico.

Questo perché, ogni volta che avvenivano dei crolli sui mercati azionari, le banche centrali si affrettavano a tagliare i tassi con la conseguenza che il fenomeno del "flight to quality", oltre a ridurre il rischio sui portafogli, produceva anche ottimi capital gain.

Ma adesso la questione è ben diversa. Con i tassi di interesse praticamente a zero (in Europa sono addirittura negativi), partendo da un livello di 0,5% per il decennale americano e di 0,1% per l'omonimo inglese, per proteggere contro un calo del 10 % del mercato azionario, i tassi dovrebbero andare rispettivamente a meno 1% per il T-bond e a meno 1,4% per il GILT. Direi quindi che l'effetto protezione/creazione di performance di tali strumenti abbia ormai fatto il suo tempo

Morale: mentre una volta se si inserivano in portafoglio obbligazioni governative, non solo queste proteggevano dai momenti di tourbillon, ma offrivano anche un buon rendimento, oggi non è più così, tanto che si è obbligati a pagare un premio per "assicurarsi" contro le situazioni improvvise di risk-off. Anche quando ci si assicura, la cosa più importante è spendere bene i soldi, perché è un po' come con la assicurazione Kasco. Se devi pagare cinquemila euro per avere una franchigia di tremila euro e fai un danno da duemila euro, alla fine la protezione che hai comprato è totalmente inutile.

E, poiché i tassi di interesse sono tornati così bassi anche nel mondo Corporate, sia nell'investment grade che nell'High Yield proprio per la ricerca ossessiva di una remunerazione sull'asset class obbligazionaria, momenti di calma come questi vanno sfruttati per acquistare assicurazioni contro il rischio di credito (CDS).

Infatti, i "ritorni" da improvvisi allargamenti degli spread sarebbero sicuramente più interessanti rispetto al flight to quality classico che accadeva nel passato. Anche perché non dimentichiamoci che questa seconda ondata di Covid lascerà delle vittime tra le aziende, visto che gli Stati non potranno salvare tutti garantendone il debito. Con queste premesse, continuo a pensare che, se gli investitori desiderano mantenere una certa redditività dai propri investimenti, dovranno accettare per il futuro di convivere con la volatilità perché chi non compra titoli azionari non può più contare su un rendimento. Allo stesso tempo, non è detto che tutti gli indici o tutti i settori salgano all'unisono, quindi occorre anche saper selezionare molto bene.

Così come si fanno degli ottimi vini blend, possiamo fare un buon portafoglio miscelando stile value e stile growth di qualità, senza dimenticare di inserire la Cina, che in questo momento sembra quella più avanti di tutti e con il recente accordo asiatico sta sempre di più insidiando il primato economico statunitense.