



# Gennaio 2019

## Punto mensile – Gennaio 2019

Il 2018 è stato sicuramente uno degli anni peggiori per l'industria della gestione del risparmio (peggio addirittura del 2008), che ha visto praticamente tutte le asset class riportare perdite, in alcuni casi anche particolarmente significative. Solo coloro che avessero investito in Bund tedeschi o tenuto cash in dollari si sarebbero salvati, ma quanti lo hanno fatto veramente? Io non ne conosco. Se dovessi definire il mercato finanziario nel 2018 la parola scelta sarebbe sicuramente "erratico". Come descriverlo altrimenti di fronte alle dinamiche causa-effetto alle quali abbiamo assistito? Un esempio su tutti, il comportamento del FTSE MIB e dei BTP di fronte al risultato delle elezioni italiane, entrambi in rialzo (nonostante fosse già più che evidente che ci sarebbero stati problemi di governabilità) fino a maggio per poi crollare in maniera violenta, a mio avviso anche più del dovuto. All'interno del novero delle analisi personali che si sono rivelati poi degli errori, metterei sicuramente le previsioni sui tassi d'interesse. Pensavo infatti che sarebbero aumentati sia in Europa che negli Stati Uniti e per tale motivo non ero minimamente investito sugli obbligazionari governativi, tenendo giusto una piccola esposizione su investment grade e high yield europeo (sebbene di short duration), anche in considerazione del tasso negativo sui conti correnti. In effetti il Bund tedesco è arrivato intorno area 0,8% mentre il T bond ha superato ampiamente nel corso dell'anno il 3,2% (seppur in tempi diversi) ma poi sono stati oggetto di flight-

to-quality e quindi a fine 2018 si sono rivelati investimenti protettivi non solo rispetto ai mercati azionari globali, ma anche se paragonati ai corporate bond sia investment grade che high yield. Eppure credo che l'errore più grosso sia stato quello di puntare sul settore value rispetto al growth specialmente nel mercato americano. Ad inizio 2018 (dopo il primo rally di gennaio) ritenevo infatti che quest'ultimo fosse giunto al traguardo e che fosse arrivato il momento dei fondi long short che vanno lunghi di azioni che presentano caratteristiche di sottovalutazione a multipli bassi vendendo contestualmente azioni che presentano multipli alti basati su aspettative di crescita estremamente ottimistiche. Purtroppo, e in maniera ancora oggi a me totalmente incomprensibile, il settore growth ha continuato a sovraperformare il value quando gli indici salivano e quando invece scendevano non s'è verificato alcuno switch, se non giusto negli ultimi giorni di dicembre dove finalmente sono giunti i primi segnali interessanti di inversione del trend. A questo punto, però, è inutile piangere sul latte versato e siamo qui (peraltro in ottima compagnia) a cercare di capire come affrontare il 2019. La sensazione è che le perdite di dicembre siano state eccessive rispetto alla reale situazione della economia reale. Un po' quello che accade quando ci si fascia la testa prima di essersi fatti male veramente. E' vero infatti che la crescita economica sta rallentando, ma non ho mai visto arrivare una recessione in sei mesi con gli indici ISM in area 60 (dato di dicembre). Quindi il

recupero che stiamo vedendo in questi giorni ci stava tutto. Il crollo verticale dicembrino (il peggiore della storia dal 1928) che ha preso il posto del classico rally natalizio pare sia stato causato dalle parole del governatore della FED, che invece di rassicurare i mercati (come invece aveva fatto a novembre) ha non solo alzato il tasso di sconto, ma fatto intendere che ci saranno ulteriori rialzi in futuro. Secondo un report di una società di gestione inglese, le banche centrali necessitano di ristabilire il corretto prezzo delle asset class. I mercati, infatti, non esistono soltanto per permettere agli investitori di fare soldi, ma anche per assicurare un'allocazione efficiente dei capitali nell'economia e se si corrompe questo meccanismo si incoraggia un movimento distortivo. Vedremo ora se i prezzi andranno a riallinearsi ai valori sottostanti. Credo che Powell sia molto spaventato da una possibile bolla dei prezzi (anche in contrapposizione a Trump) e quindi dopo anni di "floor ai prezzi" adesso sia stato messo anche un cap al rialzo. Date queste premesse, i settori più a rischio sono quelli che presentano multipli alti e che scontano scenari futuri estremamente ottimistici. Continuo dunque a privilegiare il settore value rispetto al growth, ad eccezione di aziende estremamente innovative che potrebbero crescere in maniera spropositata nel futuro (come ad esempio la robotica). E continuo anche a ritenere che il vero "mostro dormiente" annidi ancora nel settore creditizio. Dopo anni e anni di Quantitative Easing e di tassi a zero, i fondi di investimento fixed income attivi e passivi sono cresciuti a dismisura. E i gestori - che ricordiamo sono pagati per investire il denaro e non per tenerlo fermo sul conto corrente - si sono riempiti di qualunque cosa venisse emessa sul

mercato, spinti dal rendimento inesistente delle obbligazioni governative considerate safe asset. Tutto ciò ha causato una evidente distorsione dei prezzi (come dicevo poc'anzi in merito al ruolo delle banche centrali) facendo perdere il senso vero e proprio del rischio emittente. Ma cosa potrebbe accadere se gli investitori, infastiditi dai rendimenti negativi dell'ultimo anno, volessero rientrare in possesso dei propri soldi? Da chi verrebbero comprati e a che prezzo i titoli presenti in questi enormi fondi? Il paradosso è che verrebbe venduta nell'immediato la parte più liquida del portafoglio, quindi i mercati equity sarebbero i primi a scendere. Un po' come quei personaggi comici che prendono lo schiaffo per colpa dei comportamenti di altri. Se però pensiamo a cosa è accaduto quest'anno ai fondi absolute return della GAM, sappiamo bene che sono i titoli illiquidi quelli che potrebbero causare veramente tanti danni, se dovesse venire meno il supporto degli Investitori. Pensate che soltanto nel solo mercato investment grade americano scadranno 600 miliardi nel 2019 e oltre 700 miliardi sia nel 2020 che nel 2021 (oltre 2 trilioni di dollari in totale). Considerando che i tassi a breve in USD sono intorno area 2,5 %, mi sembra evidente che le condizioni per rinnovare dovranno essere più vantaggiose rispetto al passato per chi compra e quindi, di nuovo, le aziende con cash flow negativi o grossi indebitamenti potranno soffrire particolarmente. Ecco perché bisognerà tornare a privilegiare sia azioni che obbligazioni di società con bilanci sani, magari con business noiosi, ma in buona salute finanziaria, che siano in grado di reggere un eventuale armageddon del credito. Nell'immediato comunque dobbiamo sperare che Cina e Stati Uniti trovino un accordo, che ci sia

---

una Brexit ordinata e che avvenga qualcosa che non sia prezzato negli asset. Non sarebbe male vedere una politica fiscale espansiva in Europa.

**Michele de Michelis**  
CIO, FRAME Asset Management