



Assassinio a Wall Street

La situazione attuale dei mercati assomiglia molto all'inizio di un romanzo di Agatha Christie: c'è stato un delitto e vengono presentati i principali sospettati, ma solo dopo molto tempo si scoprirà chi sono i veri colpevoli. Il "delitto" in questo caso è il crollo dei mercati avvenuto alla fine del 2018 per il quale, mentre continua a determinare i suoi effetti, possono essere individuate molte ragioni.

Non stiamo parlando di una lieve correzione: l'indice azionario S&P500 ha perso quasi il 20% in meno di tre mesi, così come il Nasdaq 100, prima di recuperare – solo in parte – all'inizio del 2019. Non è stato solo il mercato azionario a segnare il passo: anche le difficoltà del mercato obbligazionario hanno avuto ripercussioni sui portafogli, per i quali il 2018 è stato uno dei peggiori negli ultimi 30 anni (secondo uno studio di Deutsche Bank sarebbe il peggiore addirittura dal 1900).

Tra i principali sospettati, possiamo individuare motivazioni che hanno certamente contribuito al crollo di fine 2018, ma che al contempo non sono in grado di spiegarlo completamente, dato che si tratta di eventi già da tempo visibili all'orizzonte:

- L'inizio del *quantitative tightening*, cioè della riduzione del bilancio della Federal Reserve e l'annunciato aumento dei tassi di interesse in USA;
- La fine del *quantitative easing* in Europa e la prospettiva sempre più concreta e prossima di una politica monetaria meno accomodante;
- L'aggravarsi della guerra commerciale tra USA e Cina e in generale i dazi introdotti in tutto il mondo;
- Il rallentamento dell'economia mondiale;

A questi si è aggiunto a fine dicembre lo *shutdown* del governo americano a causa della bocciatura sul finanziamento del muro tra USA e Messico. Un evento forse meno prevedibile, ma che ha contribuito ad aggravare la situazione dei mercati.

Noi aggiungiamo un altro sospettato: il mercato del 2017.

Venivamo infatti da un duraturo periodo di calma e assenza di significative turbolenze, in particolare il mercato americano che - a cavallo del 2017 - ha registrato ben 15 mesi consecutivi chiusi con segno positivo. Questa situazione, generando un eccesso di ottimismo, aveva persuaso molti investitori ad aumentare i rischi e ad abbassare le difese, nella convinzione che il mercato fosse ormai facile da affrontare. Il fatto che ad ogni correzione era sempre seguito un immediato rimbalzo, ha spinto gli investitori sempre più al *buy the dip*, ovvero l'acquisto di titoli dopo ogni piccolo ribasso.

Questa eccessiva compiacenza ha spinto ad aumentare il rischio in ogni porzione dei portafogli: non solo nella parte azionaria, ma anche nella componente di reddito fisso. Insomma, il rischio di portafoglio non era mai sufficiente, per effetto di quella che in USA definiscono *FOMO (Fear of Missing Out)*, la paura di rimanere fuori da un mercato in crescita.

Vi era dunque la necessità di eliminare questo eccessivo livello di compiacenza, e il mercato lo ha fatto nella maniera più estrema nell'ultimo trimestre del 2018, in particolare a dicembre. Se prima non esisteva un prezzo troppo alto per scoraggiare gli investitori, improvvisamente sembra non esistere un livello sufficientemente basso per invogliare all'acquisto.



Quello che contribuisce a rendere questa situazione paradossale è che l'economia non è cambiata in modo sostanziale. Se è vero che è atteso un rallentamento, appare più che probabile che non vi sia una recessione dietro l'angolo: sia in Europa che in Usa si registrano livelli di crescita ancora sopra le linee tendenziali. D'altra parte, anche la guerra dei dazi ha le sue ragioni e potrebbe avere anche effetti positivi: le pratiche scorrette della Cina non erano più tollerabili né sostenibili per quella che è diventata la seconda economia mondiale.

Quali sono dunque le prospettive? Difficile dare una risposta definitiva, ma il fatto che l'eccessiva compiacenza sembra aver lasciato spazio ad un panico altrettanto immotivato potrebbe perlomeno indicare l'approssimarsi della fine di questa crisi. La correzione dei mercati certamente non ha intaccato la nostra visione sulle tendenze di lungo periodo, come la crescita del turismo, l'Internet of Things, la mobilità elettrica e l'innovazione tecnologica che sta rivoluzionando interi settori. Una volta che il mercato si sarà completamente ripulito dall'eccessiva compiacenza ci troveremo nella situazione ideale per riposizionarci approfittando di titoli che hanno raggiunto delle valutazioni estremamente interessanti.

Si aggiunga che questa battuta di arresto ha anche spinto le banche centrali a rivedere le posizioni sulle politiche monetarie e l'aumento dei tassi, quindi le prospettive potrebbero diventare più favorevoli.

Per questo noi vediamo questo momento più come una opportunità che come un segnale d'allarme. D'altra parte, il panico attuale è la conseguenza inevitabile dell'eccesso di compiacenza, di cui noi avevamo avvertito già a fine 2017 nella nostra lettera di fine anno, suggerendo di non abbassare le difese anche in tempi non sospetti. Grazie alle nostre strategie di protezione siamo infatti riusciti a contenere le perdite nel 2018 e a recuperare una parte all'inizio del 2019.

Restiamo convinti che molte delle tendenze in atto abbiano ancora molta strada da percorrere, nonostante la crisi: questo significa che vi saranno aziende e settori che potranno essere messi ulteriormente in difficoltà, come il commercio tradizionale o il settore petrolifero, ma ciò non può far altro che favorire simmetricamente i titoli di altre aziende e settori, oggi a prezzi ancor più interessanti. In particolare, assistiamo ad un fenomeno paradossale per il quale alcuni dei titoli più interessanti – già a buon mercato – diventano ancora più cheap per effetto della predominanza delle gestioni passive su quelle attive, che hanno subito notevoli deflussi di fondi. I gestori attivi – gli unici in grado di individuare titoli interessanti fuori dai tradizionali benchmark - sono infatti costretti a vendere tali titoli a causa delle redemption, con l'effetto di abbassarne ulteriormente il valore. In questo momento vediamo dunque occasioni davvero straordinarie, con titoli scambiati sul mercato con rapporti Enterprise Value/EBITDA molto più bassi di quelli a cui investono i fondi di private equity.

Per cogliere al meglio queste occasioni è però, come sempre, necessario costruire il proprio portafoglio in modo che sia solido e pronto ad affrontare le turbolenze del mercato globale: non si può affrontare l'oceano in barca a remi, anche se si prende il largo in un giorno di bonaccia.

Auguri a tutti di un magnifico 2019

Alessandro di Carpegna Brivio

Milano 3 gennaio 2019