

Strategie

L'UNICA CERTEZZA È L'INCERTEZZA

L'indice 'Policy uncertainty' elaborato da tre università Usa segna livelli molto vicini a quelli del crac di Lehman. Come proteggere il portafoglio senza rinunciare al rendimento

di Laura Magna

S

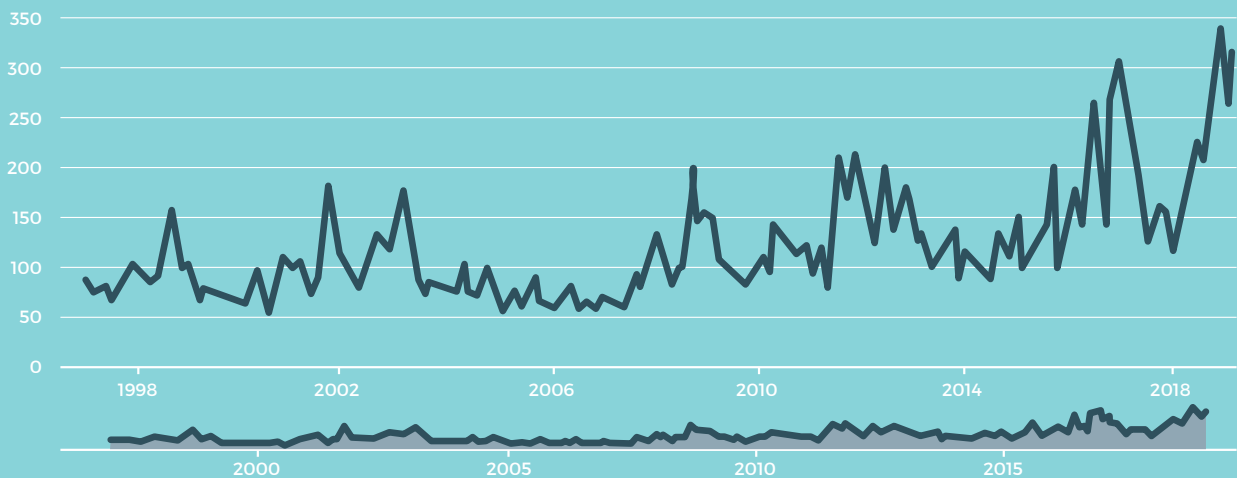
Si chiama 'Policy uncertainty index' e misura il livello di incertezza economica globale. Il 30 aprile quotava 281 punti base contro i 351 punti di novembre. Per capire cosa significano questi numeri basta fare il confronto con settembre 2008, a ridosso del fallimento di Lehman Brothers, quando il suo valore era inferiore a 200 punti.

Insomma, siamo in tempi in cui l'unica certezza è l'incertezza. E l'indice, elaborato da tre Università Usa (Northwestern, Stanford e Chicago) è particolarmente significativo perché misura

281 vs 351

Quota del 'Policy uncertainty index', che al 30 aprile quotava 281 punti base contro i 351 punti di novembre

CHART Il Policy uncertainty index



Fonte: elaborazione Next Level Studio su dati Economic Policy Uncertainty



> **Michele De Michelis**
responsabile degli
investimenti di Frame AM



INSIGHT

**Al riparo dagli
scossoni con
strumenti di hedging**

De Michelis (Frame AM): "Sono diverse le operazioni che permettono di tutelare il portafoglio: una call sul Vix, per esempio, oppure una puntatina sui Cds"

di **Gala Giorgio Fedi**

"Siamo in una fase di mercato molto complessa. L'obbligazionario non rende nulla e l'azionario, pur restando la scelta più scontata per chi è a caccia di rendimenti, allo stesso tempo espone l'investitore al rischio di scossoni improvvisi". Secondo Michele De Michelis, responsabile degli investimenti di Frame Asset Management, occorre adottare delle strategie di protezione del portafoglio, o comprare fondi che le adottino.

Il fatto che l'oro sia tornato a correre è un effetto della fase difficile che stiamo attraversando? Si sta tornando a investire sui cosiddetti beni rifugio?

Tecnicamente, l'oro può essere considerato come una valuta in questo contesto. In passato aveva sofferto, proprio perché non rendeva rispetto alle valute. Adesso, in un contesto in cui l'euro ha tassi negativi e le banche sono accomodanti, l'oro consente di fare hedging contro le politiche monetarie espansive. È un modo degli investitori istituzionali per non pagare interessi negativi e fare diversificazione. Sul franco svizzero, per esempio, la curva è negativa fino a 50 anni. Per lo stesso motivo sono arrivati dei flussi anche sull'equity europeo, perché almeno il Dax o l'Eurostoxx rendono qualcosa a livello di dividendi.

Ma non sarebbe il caso di diversificare anche sui bond?

Personalmente penso che a questo punto sia importante mettere in portafoglio delle protezioni in caso di movimenti forti e repentini del mercato azionario. Ma c'è un certo nervosismo, perché non esiste più il safe haven un tempo costituito dai governativi. L'hedging non si fa più come un tempo, esponendosi su titoli di Stato a breve e mercato monetario.

E quali sono oggi gli strumenti per fare hedging?

Si può fare con operazioni diverse, per esempio con le opzioni call sul Vix: quando ci sono correzioni brusche la volatilità, e il Vix, esplode. In pratica è come comprare un'assicurazione: se non accade niente si è speso qualcosa in più, ma se si verifica una situazione avversa è una scelta che paga. Soprattutto in fasi di mercato come queste, in cui si alternano periodi di calma a forti turbolenze improvvisi. Sul mercato obbligazionario non governativo c'è poi un problema di illiquidità, che può creare problemi con i bond di minore rating soggetti a call improvvisi: a questo problema si può ovviare comprando Cds. L'ideale per gli investitori retail sarebbe abbinare un fondo azionario a un prodotto che implementi strategie di protezione, come quelle appena descritte.

il sentiment, basandosi su tre parametri più qualitativi che quantitativi, ovvero la copertura giornalistica dei principali quotidiani yankee sulla politica economica, l'incoerenza delle previsioni economiche dei diversi istituti nazionali e l'incertezza sulla politica fiscale americana.

"A caratterizzare i mercati nel corso dell'estate sarà la maggiore incertezza politica registrata dagli indici negli ultimi dieci anni - conferma Manuela D'Onofrio, head of investments & products di Cordusio Sim - La guerra commerciale avviata dagli Usa verso la Cina, e la cui minaccia non ha risparmiato neppure l'Europa, avrà impatti sulle catene di fornitura globali che andranno ben al di là del possibile accordo tra Donald Trump e Xi Jinping al G20 di Osaka del 28-29 giugno. In Europa, sono diverse le questioni sul tappeto: una possibile procedura di deficit eccessivo per l'Italia, oltre ai crescenti timori in Gran Bretagna rispetto a una hard Brexit. Tutti fattori che incrementano l'incertezza e inducono a ridurre



> **Manuela D'Onofrio**
head of investments
& products di Cordusio Sim

Strategie

INSIGHT

Puntare su mercati e settori sottovalutati

L'approccio value può essere utile a fine ciclo, con i titoli che sono a sconto del 40% rispetto al growth. Ma chi suggerisce di prestare attenzione ai megatrend, specie quelli demografici e tecnologici

di Gaia Giorgio Fedi

Trovare valore nei mercati e nei settori sottovalutati, come fa da sempre Warren Buffet, secondo alcuni può essere una buona strategia – soprattutto quando ci si trova alla fine di un ciclo rialzista. Per esempio, molti esperti sottolineano che al momento il FTSE100 britannico, a causa dell'incertezza sul dossier Brexit, appare assai sottovalutato con un rendimento in dividendi del 4% contro il 2% dell'S&P 500.

E le stesse azioni europee secondo altri sono a sconto. Sul fronte valutario, appaiono sottovalutati il dollaro canadese, lo yen e alcune divise emergenti. E tra le commodity c'è chi dice di puntare sull'argento, sottovalutato in un mercato in cui tutti gli occhi sono puntati sull'oro.

"Il dato empirico che vediamo oggi è che gli indici value hanno circa un 40% di sconto rispetto agli indici growth", osserva Francisco Rodriguez D'Achille, head of institutional sales di Amiral Gestion, convinto che con l'attuale ciclo

Per evitare un rendimento troppo basso c'è la possibilità di considerare il settore high yield. Investimento sicuramente più rischioso ma in grado di offrire rendimenti più interessanti. La rischiosità? È limitata dall'abbondanza di liquidità in circolazione

il peso dell'azionario globale nella fascia bassa del range di neutralità e a sottopesare l'equity emergente, nell'ottica di rendere il portafoglio più difensivo. Incrementiamo invece il sovrappeso sulla parte obbligazionaria emergente, puntando sulle emissioni in dollari, il cui yield-to-maturity è pari al 6% circa".

Bond da sovrappesare

Dunque, la regola generale è favorire i bond alle azioni.

"Non è compito facile gestire l'esposizione sulle attività rischiose, specialmente in un contesto geopolitico così incerto a livello globale. Con una previsione di crescita economica mondiale moderata, l'asset allocation diventa oggi maggiormente scaricata dalle azioni globali e sovrappesata sui fondi obbligazionari, sui fondi multi asset e su quelli settoriali, soprattutto sulle commodity e nello specifico sull'oro – conferma Thomas Candolo, ufficio studi di Copernico Sim – Il metallo prezioso ha fatto registrare un rialzo di oltre il 10% nel mese di giugno, arrivando vicino a 1.440 dollari l'oncia, prezzi che non si registravano dal 2013".

Per i fondi obbligazionari invece la riconferma dei tassi negativi sulla maggior parte del debito della zona euro con prospettive inflattive contenute, la continuazione del quantitative easing da parte della Bce, e un possibile taglio dei tassi da parte della Fed, hanno incentivato i risparmiatori in un'ottica di medio e lungo termine a ricercare segmenti obbligazionari che permettano un flusso reddituale relativamente stabile limitando al contempo la rischiosità dell'investimento.

"Per evitare un rendimento troppo basso – suggerisce Candolo – c'è la possibilità di considerare, sempre sul segmento obbligazionario, il settore high yield. Investimento sicuramente più rischioso ma in grado di offrire rendimenti decisamente più interessanti. Anche perché

> **Francisco Rodriguez D'Achille**
head of institutional sales di Amiral Gestion



economico si possano trovare grandi opportunità su segmenti di small & mid cap in Europa e Asia. "Molti studi che seguiamo indicano che se si acquisisce un titolo con forti fondamentali e a sconto, nel lungo termine si riesce a ricavare un rendimento positivo", aggiunge D'Achille.

Anche Carlo De Luca, responsabile asset management di Gamma Capital Markets, indica che nel loro portafoglio - diversificato tra bond emergenti e high yield, oro come strumento di copertura e azionario, soprattutto Usa legato a megatrend demografici e tecnologici - trovano spazio anche alcuni tipi di titoli sottovalutati. In particolare, i settori prediletti sono di tre tipi: in primo luogo "quelli sottovalutati perché hanno perso molto per la guerra commerciale, come i semiconduttori, con p/e a 15x, e semiconductor equipment, con un p/e a 13x; anche

l'aerospazio e difesa militare hanno un p/e di 16x, che è molto attraente. Poi ci sono gli anticiclici sottovalutati, come i servizi healthcare (p/e a 9x), healthcare tech e healthcare equipment, con un p/e a 25x; ma anche quelli valutati con p/e alti, come gli internet retailer (p/e 40x) e application software (p/e 38x), che contano una crescita attesa alta perché incorporano una tecnologia dirompente", commenta De Luca. Bisogna tener conto, peraltro, che alcuni settori come gli internet retailer prima della correzione dell'ultimo trimestre del 2018 avevano un p/e di 140x. L'approccio di De Luca quindi non si basa solo sulle valutazioni di prezzo: "L'azionario in portafoglio, sia esso valutato molto sia esso sottovalutato, ha ottime possibilità di crescere per via dei megatrend in atto, che difendono l'investimento da un rallentamento del ciclo economico", conclude.



P/E degli Internet retailer prima della correzione dell'ultimo trimestre del 2018

la rischiosità viene limitata dall'abbondanza di liquidità in circolazione. Un'ulteriore soluzione, al fine di contenere la volatilità e di offrire comunque un buon compromesso tra rischiosità e rendimento, sono i fondi multi asset; fondi che hanno l'obiettivo di inserire in un unico portafoglio differenti asset class e stili di gestione".

La protezione

Anche nel campo del fixed income è possibile trovare una forma interessante di protezione dalla volatilità. "Tra le asset class su cui puntare, segnaliamo prima di tutto le obbligazioni governative - aggiunge Yves Ceelen, head of institutional portfolio management di Dpam - A maggio e giugno i mercati obbligazionari hanno performato positivamente. I rendimenti dei titoli di Stato statunitensi a 10 anni sono ritornati al 2% e quelli tedeschi sono arrivati a un nuovo punto di minimo, corrispondente al -0,3%. Ciò è attribuibile alle posizioni sempre più accomodanti delle banche centrali. Un trend che dovrebbe proseguire: da un lato la Fed, che potrebbe cominciare un mini-ciclo di quattro tagli dei tassi, dall'altro la Bce, che potrebbe varare un nuovo QE".

Inoltre, sarebbe consigliabile "investire almeno un terzo delle nostre disponibilità in liquidità - suggerisce Mario Mazzole, responsabile private banking di Banca Sistema - Questo ci permetterà di avere risorse sufficienti per non

essere colti di sorpresa dalle necessità e per approfittare di eventuali scivolate nelle quotazioni dei diversi asset, sia azioni sia bond".

Più redditività

E per aumentare la redditività del portafoglio è bene pescare anche nel debito in valuta locale dei mercati emergenti: "l'atteggiamento più accomodante delle banche centrali dei mercati sviluppati sostiene infatti le classi di attivi rischiose, permettendo alle banche centrali dei Paesi emergenti di far respirare la propria economia, adottando a loro volta una politica monetaria più accomodante - spiega Ceelen - Gli spread delle obbligazioni emergenti in valuta locale inoltre sono relativamente stabili e rimangono quindi attraenti. I livelli delle valute dei Paesi emergenti sono vicini ai minimi del 2018; il dollaro americano si è indebolito e questa potrebbe essere l'opportunità che stavamo aspettando".

Fuori dall'obbligazionario, infine, "l'azionario statunitense rappresenta l'eccezione alla regola nell'universo dell'equity globale. Le politiche di buyback continuano a supportare la crescita degli utili per azione e il numero di aziende capaci di innovazioni dirompenti è molto alto negli Stati Uniti. In più, esso offre aziende di più elevata qualità e spesso un mercato più resiliente", conclude Ceelen.



> **Thomas Candolo**
ufficio studi di Copernico Sim



> **Yves Ceelen**
head of institutional portfolio management di Dpam