

OLTRE LA CONGIUNTURA

Quei porti (non più) sicuri

ANA CUKIC ARMSTRONG*

I mercati hanno ormai preso coscienza dei problemi del debito e del deficit che la zona euro, il Regno Unito e gli Stati Uniti stanno fronteggiando. Di certo, le possibili conseguenze che possono derivare da livelli così alti di debito così come gli stessi rischi di insolvenza sono già stati prezzati dal mercato. Ma l'avversione al rischio degli investitori ha spinto i cosiddetti «safe-haven asset» - i porti sicuri - in un territorio pericoloso, a rischio bolla, rendendo molti di questi asset altamente rischiosi per gli investitori.

L'esperienza ci insegna che dopo una grande crisi, anche per una questione psicologica, gli investitori sono portati a rifugiarsi in quelle asset class che meglio hanno performato durante il periodo di forte turbolenza. E questo porta a una sopravvalutazione di questi asset tanto da produrre una nuova bolla.

Ecco alcuni esempi che la storia ci consegna: i titoli tecnologici hanno resistito alla crisi delle valute asiatiche del 1998 perché la forte crescita dei fatturati di queste società aveva convinto gli investitori a riporre fiducia sulle prospettive del setto-

re nonostante la crisi a livello macroeconomico. Passati due anni, i titoli tecnologici sono implorsi proprio perché sovrastimati. Allo scoppio della bolla della *new economy*, iniziata nel 2000, tutte le attenzioni si sono riversate sul mercato immobiliare e sulle commodity in virtù delle elevate performance, decorrelate dall'andamento dei mercati azionari. Questo ha creato i presupposti

per afflussi ingenti (oltre a tanta speculazione) verso queste asset class. I titoli legati al mercato immobiliare hanno incominciato così a recitare un ruolo da assoluto protagonista all'interno dei portafogli gettando le basi per la nascita di nuovi

strumenti legati ai mutui immobiliari che poi hanno portato alla crisi del 2008, mentre l'S&P GSCI Oil Index registrava un -60 per cento.

E veniamo ai «porti sicuri» che sono usciti indenni dalla crisi del 2008: oro, bond governativi, franco svizzero e yen. Il peggiore errore che gli investitori possono commettere è di farsi prendere dal panico e aggiungere ai propri portafogli altri «porti sicuri».

continua a pagina 18

L'avversione al rischio ha spinto i «safe-haven asset» verso il pericolo di una bolla. Come successe con i titoli tecnologici nel Duemila



Quei porti (non più) sicuri

segue da pagina 17

L'oro è stato un investimento di successo in quest'ultimo decennio, oggi però il suo prezzo è troppo a rischio di movimenti repentini. A settembre 2011 è caduto del 15% e attualmente la volatilità implicita è attorno al 30%, non proprio una caratteristica che si addice a un «porto sicuro». Se passiamo alle valute, il franco svizzero e lo yen giapponese vengono ora percepiti quali asset rifugio. Le banche centrali dei due Paesi hanno, in modi diversi, cercato di controllare la forza delle loro valute. Per raggiungere questo obiettivo la Svizzera ha agganciato la propria valuta all'euro, una valuta che molti pensano non possa sopravvivere nella sua forma. Dall'agosto del 2011 il franco svizzero ha perso oltre il 20% nei confronti del dollaro statunitense e il 17% nei confronti dell'euro: e per questo sembra difficile considerarlo un porto sicuro.

Riguardo alle obbligazioni, storicamente i bond hanno reso di più rispetto all'inflazione. Ai prezzi correnti, i bond governativi

inglesi a 10 anni perderebbero il 20% se i rendimenti dei bond salissero tanto da eguagliare gli attuali livelli di inflazione.

PERICOLO INFLAZIONE. Il rischio per chi investe negli Stati Uniti e nel Regno Unito non è quello del default ma piuttosto le politiche monetarie aggressive e

quindi la persistenza dell'inflazione. Questo perché storicamente questi paesi hanno sempre monetizzato il loro debito una volta che è divenuto insostenibilmente alto. Per chi guarda alla zona euro è noto come la Germania, a differenza di Stati Uniti e Gran Bretagna, non sia incline a politiche di quantitative easing proprio per il ti-

more dell'inflazione. Ci attendiamo dunque che il mercato si tirerà fuori dai cosiddetti «porti sicuri» ormai sopravvalutati orientandosi verso asset in grado di garantire e di incrementare nel tempo il valore reale dell'investimento. Un esempio? Le società in grado di generare alti rendimenti e con flussi di cassa stabili quali i titoli farmaceutici europei e le telecom globali. Le valutazioni rimangono attraenti, particolarmente nel comparto telecom. Operando in settori difensivi, un cambiamento nello scenario globale magari verso una leggera crescita, non farà che renderle ancora più interessanti. Riguardo al comparto obbligazionario, l'unico strumento che mantiene il proprio appeal sono i short duration bond Usa ad alto rendimento. Perché? Semplicemente perché rendono più dell'inflazione. Chiudiamo con le commodity: l'oro è ancora nei nostri portafogli multi-asset ma in chiave di copertura contro le inevitabili politiche monetarie espansive che ormai caratterizzano le economie occidentali.

**gestore fondi Clerical Medical*



Ana Cukic Armstrong ha conseguito un PhD in Economia Quantitativa e un Mba presso l'Imperial College di Londra. Attualmente è joint managing partner e responsabile Portfolio Strategy e Construction in Armstrong Investment Managers, la società che gestisce il fondo flessibile Cmig Multi-Assets Global legato alle polizze unit linked di Clerical Medical, compagnia assicurativa britannica del Lloyds Banking Group

Oro

Quotazioni in dollari per oncia



Franco svizzero/dollaro

Andamento a sei mesi

