



Marzo
2020

Punto mensile – Marzo 2020

Non nascondo che questo approfondimento mensile sia uno dei più difficili che abbia mai dovuto scrivere in tutti questi anni.

Ho dovuto aspettare, per forza di cose, che si concludesse la settimana, perchè era impossibile fermarsi negli ultimi giorni, con i mercati che sembravano dei serpenti impazziti, e credo che questa similitudine dia abbastanza bene l'idea del tipo di movimento cui stiamo assistendo.

Diciamo subito le cose come stanno. Mai e poi mai mi sarei aspettato di assistere ad un crash violento ed intenso come quello partito a cavallo del terzo week end di febbraio, soprattutto in considerazione del fatto che i principali operatori finanziari avevano completamente snobbato il rischio pandemia solo qualche giorno prima nonostante fosse evidente già da almeno un mese.

E chi mi conosce sa benissimo che io temevo che arrivasse qualche shock sul mercato, pur non avendo idea di cosa potesse essere o di cosa potesse accadere.

E se ogni volta che i mercati azionari e del credito sono prezzati sulla base di un mondo ideale (lo chiamavamo "goldilocks" fino a qualche mese fa) basta poco per farli sbandare, figuriamoci qualcosa di serio o strutturale e con soluzioni temporali incerte come l'emergenza coronavirus.

Per rimanere razionali e impostare una strategia per il futuro, proviamo quindi a fare un resoconto cronologico su come aspettative, cause ed effetti abbiano impattato questo inizio 2020,

In gennaio ci sono state le scaramucce tra Iran e Stati Uniti, ma il tempo giusto di una notte e sono state superate come se nulla fosse. A fine gennaio, inizi di febbraio sono stati resi pubblici i primi dati sull'impatto che il coronavirus stava producendo sulla economia cinese ma anche in questo caso il risk era saldamente in modalità "on".

Poi il virus è arrivato in Italia e, come se venissimo svegliati all'improvviso durante un bellissimo sogno, ci siamo resi conto che la situazione era ben più grave di quello che pensavamo, ed ecco arrivare il tracollo. Impressionante per velocità, intensità e profondità.

I mercati azionari hanno vissuto più giornate di vera e propria capitolazione, con il mercato italiano letteralmente massacrato, in quanto il deal preferito dai trader internazionali per coprire il rischio era shortare Italia.

In tutto questo massacro, le coperture che suggerisco sempre di mettere nei portafogli hanno avuto comportamenti difformi. Infatti, se da una parte le call su VIX e i CDS a copertura dell'allargamento degli spread hanno svolto perfettamente il loro dovere, l'oro fisico, che

nella prima parte aveva aiutato tantissimo, negli ultimi giorni è capitolato probabilmente come conseguenza delle margin call, ovvero le chiusure automatiche delle posizioni richieste agli operatori sugli altri investimenti diversi dall'oro per le perdite registrate. L'elevato bisogno di liquidità ha spinto il mercato a recuperarla vendendo gli asset in guadagno.

In certe situazioni bisogna vendere tutto quello che è vendibile e, come ricordato più volte in passato, le obbligazioni corporate, sia Investment Grade che High Yield in particolare, durante questi momenti di stress assoluto diventano completamente illiquide.

Non vorrei commentare le parole della Lagarde, mi limito soltanto a dire che un amico che opera nella City di Londra mi ha fatto notare che oltre all'ormai ampiamente dibattuto "non siamo qui per chiudere gli spread" ha dato molto fastidio anche il riferimento "temporaneamente" mentre Draghi ha sempre chiosato "fino a quando ce ne sarà bisogno".

Pur tuttavia, appare evidente a tutti che la situazione sia molto grave e ancora non si riescono a stimare le ricadute che questo shock della domanda e della offerta avranno sulla economia reale. Finalmente i governi sembra che si siano resi conto che le banche centrali da sole possono fare ben poco (magari in BCE scegliere meglio le parole) e stanno studiando interventi straordinari di spesa pubblica sul modello del piano Marshall per evitare che quando questa emergenza sanitaria sarà finita non si cada in una depressione economica stile 29.

Guardiamo con speranza ai mercati cinesi, dove le autorità sono intervenute tempestivamente sia sui blocchi totali che sugli aiuti statali. Anche la mossa della Fed di tagliare i tassi di cento punti base e iniettare nel sistema 700 miliardi di liquidità credo si commenti da sola esprimendo meglio di qualunque comunicato la gravità della situazione.

Personalmente temo che i saliscendi non siano ancora finiti, anche se mi auguro che diminuisca un poco la volatilità per consentire quanto meno di operare con dei prezzi (intendo come spread denaro lettera) decenti. Allo stesso tempo, ritengo che cominciare ad andare in accumulo su asset allocation ben diversificate (non su singolo mercato) possa essere una buona idea, in quanto prendere il punto più basso di entrata è praticamente impossibile. Ma se il vecchio adagio di Sir John Templeton "compra durante i momenti di pessimismo" ha ancora valore, direi che ci siamo abbondantemente.

In questi giorni ho sentito una marea di tesi complottiste eppure vorrei provare invece a mantenere una visione di speranza ricordando una frase di De André "dai diamanti non nasce niente, dal letame nascono i fiori".

Michele de Michelis
CIO, FRAME Asset Management

