



# Maggio

## 2020

## Punto mensile – Maggio 2020

Non so chi abbia deciso quando mandare in onda la serie tv Diavoli su Sky, ma è innegabile che abbia scelto un market-timing perfetto.

Sarà per i temi trattati in una fase così delicata dell'economia mondiale, sarà per l'obbligo di stare in casa dovuto alla quarantena, fatto sta che questa serie pare stia avendo un gran successo.

Mai come nell'ultimo periodo amici che hanno sempre avuto interessi molto distanti dal mondo della finanza (anzi pensavano fosse molto noioso), mi hanno chiamato per chiedermi lumi su terminologie come "shortare" o "CDO. Anzi, colgo l'occasione per ringraziare pubblicamente l'autore per avere fatto spiegare così bene alla bella Sofia cosa sia un CDO con l'esempio della torta. Ma la domanda che tutti mi rivolgono un po' spaventati è "Ma veramente possono accadere queste cose?"

Ahimè, queste cose non solo sono successe veramente ma continuano ad accadere .

Una volta si diceva che il mercato dei capitali avesse la funzione di sostenere l'economia reale e che agisse come un lubrificante dell'ingranaggio di trasmissione della moneta. Adesso invece Wall Street comanda su Main street. La dimostrazione è che se la Borsa crolla si porta dietro sicuramente l'economia reale, mentre non è detto che questo avvenga nel caso contrario.

Se andiamo ad analizzare quanto accaduto negli ultimi trenta giorni, noteremo che il mercato è

stato movimentato soprattutto dai contratti future, con spread di oltre 0,7-0,8 % a favore del contratto future rispetto al cash. Che cosa significa?

Che si tratti di un mercato in mano ai traders e non agli investitori che comprano azioni per partecipare al business nel lungo termine (del resto la recente conferenza stampa di Warren Buffet dimostra chiaramente questo fenomeno) e che continui a muoversi in un trading range è ormai evidente tanto che è facile notare come un po' tutti gli indici azionari mondiali sembra stiano disegnando una figura di distribuzione che non fa presagire nulla di buono. Del resto, di fronte ai numeri che stanno emergendo dalla lettura degli ultimi dati economici occorre quanto meno una pausa di riflessione.

L'invito alla prudenza del mese scorso rimane sempre valido perchè la fotografia che sta emergendo è che inizi ad essere "prezzato" un possibile cambiamento nelle dinamiche dei consumi così come in quelle del debito. A mio parere, infatti, difficilmente vedremo globalmente la classe media ritornare a spendere molto (revenge spending) solo per recuperare lo shopping perso in questi mesi, o perchè i prezzi sono più bassi o perchè è stato trovato un vaccino.

Perché cambiare la macchina o il frigorifero dopo una simile paura? Al contrario,

credo che invece possa aumentare la propensione al risparmio. Inoltre, gli aiuti concessi dal governo americano alle aziende potrebbero depotenziare l'effetto buy back, vero motore della salita degli indici USA rispetto a quelli del resto del mondo negli ultimi cinque anni. Un altro campanello di allarme che mi risuona in testa e mi ricorda tanto situazioni passate è la sensazione che gli investitori stiano sovrastimando gli effetti delle decisioni di politica monetaria della Fed e delle altre banche centrali.

Il fatto che queste ultime possano comprare debito corporate Investment Grade e/o High Yield non vuol certo dire che gli emittenti non possano fallire. Anzi. Oltretutto non si dimentichi che agli annunci possano anche non seguire i fatti. Un esempio per tutti: alla possibilità dichiarata a marzo dalla Fed di acquistare ETF IG non è seguita la realtà. Il solo annuncio che "avrebbe acquistato" è bastato a far sì che i compratori si buttassero di nuovo su questi bond. E' il "whatever it takes" di Draghi. Lezione imparata a memoria (un'altra di quelle situazioni che sono state riproposte in Diavoli)

Questi tuttavia sono solo movimenti di breve termine, ma non si pensi che la Fed sia divenuta finanziatore di ultima istanza delle aziende. Questa è una falsa garanzia perché non è proprio così almeno per il momento. Casomai dovrebbe essere il governo americano a offrire garanzie per gli emittenti ma non lo potrà fare per tutti.

E allora, che cosa ne dobbiamo dedurre?

Per tutte queste ragioni, io temo che la percentuale dei default che impatterà il mercato sia sottostimata per il futuro e sarà fondamentale

selezionare i bond delle compagnie che avranno realmente la capacità di ripagare il debito, perché potremmo ritrovarci in una situazione "domino" con ristrutturazioni che si susseguono a ruota.

Fatte queste considerazioni, posso dire che i clienti che vogliono avere in portafoglio solo obbligazioni senza nessuna strategia di hedging o di relative value difficilmente avranno guadagni, mentre si porteranno appresso sicuramente tanti rischi.

Bisognerà necessariamente diversificare, cercando "sacche" di valore in determinati settori creditizi che comportano bassa liquidità, per quanto come abbiamo visto anche su tanti strumenti quotati la liquidità è solo di facciata.

Sull'equity sarà fondamentale lo stock picking, ovvero essere bravi selezionatori, visto che probabilmente si creeranno due settori: quelli tenuti in vita artificialmente dagli Stati ma senza remunerazione del capitale e quelli innovativi che produrranno margini.

Mantengo quindi la stessa asset allocation dello scorso mese che si è comportata discretamente nonostante gli indici non siano andati da nessuna parte, anzi hanno cominciato a perdere qualche punto nell'ultima settimana.

Hanno sicuramente contribuito positivamente le gold miners, che sono salite del venti per cento nonostante il prezzo dell'oro sia rimasto più o meno sugli stessi livelli, per quanto ogni volta che scende sotto i 1700 dollari gli acquisti successivi lo portano di nuovo a 1750. Del resto, con una FED che, nonostante continui a negarlo, flirta con gli interessi negativi, l'interesse sul metallo giallo (e

---

su coloro che hanno le miniere) non può che aumentare.

Michele de Michelis  
CIO, FRAME Asset Management