



Aprile
2021

Il Punto mensile – Aprile 2021

Qualche giorno fa abbiamo appreso la notizia della morte di Bernard Madoff, all'età di 82 anni. Dal 2008 in poi, questo nome è stato associato a tutte le vicende inerenti alle truffe che avevano per vittime persone non molto preparate e ingenui, cascate nella trappola di sedicenti finanziari che promettevano loro guadagni mirabolanti.

Come non ricordare lo strillone "Scoperto Madoff dei Parioli" e via dicendo?!

Peccato che la verità fosse ben diversa.

Fino al dicembre 2008 Bernard Madoff era uno degli uomini più rispettati e ricercati di Wall Street e i più grandi investitori del mondo (banche, fondi, family office, fondazioni) facevano la fila per conferirgli i loro soldi da gestire in quanto i suoi fondi erano quasi sempre chiusi ed aprivano ad intermittenza.

E, attenzione, i guadagni che prometteva, e rispettava puntualmente, non erano mirabolanti, bensì stabili, con pochissima volatilità e di qualche punto superiore al rendimento del T-bond decennale.

Vi chiederete forse che cosa c'entri questa storia con la situazione attuale.

Ebbene, io sono pronto a scommettere che, se il suo giochino non fosse stato scoperto a causa della crisi di liquidità causata dal fallimento di Lehman Brothers, probabilmente adesso Madoff si ritroverebbe con una fila ancora più lunga di gente che in questo momento lo pregherebbe di investire i soldi e proteggerli dagli spike di volatilità sui T-bond. Ad adorare la sua strategia,

infatti, erano proprio gli investitori obbligazionari, non certo chi investiva sullo Standard & Poor's. Credo inoltre sia anche importante ricordare che tra la metà degli anni 90 e il 2008 i tassi di interesse che si ottenevano dai governativi americani erano più che decorosi, ovvero intorno al 6 % prima dello scoppio della dot.com bubble e circa il 4 % nel settembre 2008.

Nulla a che vedere con l'1,6 % di venerdì scorso, dopo una risalita di 120 punti base in 8 mesi.

Ecco perché penso che Madoff oggi spopolerebbe ancora.

Come pensate che si sentano i possessori dei T-bond negli ultimi 8 mesi?

Oggi, infatti, siamo in un mondo dove si accettano rendimenti del 2 % su scadenze di 3-4 anni su rating doppia B, mentre sulla singola B si prende poco di più.

Quindi, se tutto va bene, a scadenza incasseremo un rendimento modestissimo, ma per tutta la durata del tempo avremo sonni agitati perché ogni volta che ci sarà un soffio di vento avremo il timore che queste società possano non essere in grado di rimborsare il capitale investito e così, nella migliore delle ipotesi, cercherebbero di rinegoziare la scadenza, mentre nella peggiore andrebbero in bancarotta.

Se guardiamo lo scenario macro del momento, vediamo che se finalmente dovessimo uscire dalla crisi pandemica mondiale, con tutti gli stimoli monetari e fiscali che sono stati attuati, potrebbe veramente partire una ripresa economica molto importante.

In tale situazione, tassi di interesse così bassi non avrebbero più alcun senso e probabilmente anche l'inflazione potrebbe tornare protagonista provocando dapprima un'ulteriore pressione sui prezzi dei titoli di Stato, e poi sui mercati azionari (che non gradiscono i rialzi dei tassi soprattutto quando girano a multipli elevati). Con i cali di questi ultimi, inevitabilmente finirebbero per farsi male anche i detentori di obbligazioni high-yield.

La conseguenza sarebbe una correzione dei prezzi anche per gli high yield (che invece finora hanno tenuto bene grazie al restringimento degli spread) che per allettare gli investitori (come sempre accaduto in passato, d'altra parte) dovrebbero offrire rendimenti superiori agli attuali 2-3 % e potrebbero tornare interessanti per chi non li avesse ancora in portafoglio. Quanto appena descritto è quanto ci immaginiamo possa avvenire all'interno di uno scenario "benigno", perchè il contesto peggiore sarebbe quello in cui non si riuscisse ad uscire dalla emergenza pandemica con continui blocchi all'economia.

In quest'ultimo caso, i governi non potrebbero salvare tutte le aziende e assisteremmo inevitabilmente ad una stagione di grandi default, con conseguenze pesanti per i bond holder.

Che fare allora?

Per prima cosa, occorre affidarsi a dei professionisti che sappiano gestire questa situazione. Molti investitori infatti sono convinti che un portafoglio obbligazionario costruito con singole obbligazioni sia molto meglio di un fondo obbligazionario, per il semplice fatto che, visto che le obbligazioni assicurano la restituzione del capitale a scadenza, basterebbe quindi ignorare le oscillazioni di breve periodo.

In realtà, tralasciando la non trascurabile questione del rischio di fallimento dell'emittente, nel medio periodo il rendimento di un fondo obbligazionario sarà nettamente superiore rispetto a quello di un singolo titolo. Infatti, sebbene il prezzo scenda nell'immediato grazie al rialzo dei tassi, il fondo potrà reinvestire cedole e rimborsi a rendimenti più elevati. Detenendo obbligazioni singole non sarà, invece, possibile reinvestire le cedole visto l'importo esiguo degli accrediti.

Ma la vera differenza la fanno l'uso dei derivati come i CDS, i futures e le opzioni sul credito, oltre al fatto che solo i trader professionali sono ammessi a partecipare alle aste sul mercato primario, mentre per tutti gli altri rimangono solo le ossa dopo che la carne è già stata spolpata.

A mio modo di vedere, sul mercato obbligazionario le strategie migliori in questo momento sono le Long- Short credit, dove il gestore applica la strategia Relative Value tra i vari emittenti. In questo caso infatti, per guadagnare non serve che la media ponderata per il peso dei titoli salga di prezzo, ma basta che sia positiva la differenza tra le posizioni corte e quelle lunghe.

Un'altra strategia che mi piace molto sul reddito fisso è quella dell'arbitraggio, ovvero l'acquisto e la vendita contestuale di titoli che hanno discrepanze di prezzo sui vari mercati.

Tendenzialmente queste inefficienze tendono ad aumentare quando sopravvengono situazioni di stress, come accadde l'anno scorso a marzo.

Sono tutte operazioni che possono essere messe in campo soltanto da un gestore obbligazionario, non certamente da investitori privati (per lo meno salvo rarissimi casi) che, non conoscendo il

funzionamento dei derivati, rischierebbero solo
di uscirne con le ossa rotte.

Michele de Michelis
CIO, FRAME Asset Management