



**Novembre**  
**2019**

## Punto mensile – Novembre 2019

Non mi sono mai piaciuti i catastrofisti ad oltranza, quelli che prevedono sempre l'avvicinarsi di disgrazie immani all'orizzonte e puntano il dito contro i poveri ottimisti, ignari di quello che li sta aspettando.

Elaine Garzarelli divenne famosa per avere predetto il famoso Black Monday dell'87, ma dopo la sua carriera (pur dignitosissima) è stata schiacciata dalle aspettative, eccessive, riguardanti le possibilità che potesse bissare il suo primo successo con una nuova rivelazione.

Non vorrei mai quindi passare per un uccello del malaugurio, tuttavia in questo momento faccio veramente fatica a non nutrire perplessità di fronte a questa ondata di euforia sui mercati azionari, che hanno registrato nuovi record: assoluti negli USA e di periodo in Europa e Giappone.

Se andiamo ad analizzare quanto successo ultimamente, alla ricerca di dati oggettivi, notiamo che la stagione degli utili, per quanto decente e con sorprese positive rispetto a quanto previsto dagli analisti, è risultata pur sempre in leggera contrazione rispetto ad un anno fa. Inoltre i dati macroeconomici usciti di recente sono stati quanto meno contrastati e il fatto stesso che la FED abbia deciso di "navigare a vista" la dice lunga sulla complessità della situazione attuale.

Nonostante queste considerazioni, gli investitori in questo ultimo periodo si sono precipitati a

comprare azioni, forse perché erano troppo scarichi di rischio e hanno dovuto aumentarlo. Se però analizziamo i volumi, vedremo che sono stati tutt'altro che imponenti, quindi questi massimi sono stati raggiunti senza troppa convinzione.

Un'ulteriore analisi oggettiva che mi lascia con ulteriori dubbi è la performance del future sui dividendi di Eurostoxx 50 e Standard and Poor's 500, che, se non si muove in linea con gli indici sottostanti, può rappresentare un anticipatore di un movimento di aggiustamento successivo più aggressivo.

Questi indici hanno visto il loro picco nei primi mesi del 2018 e sono dapprima scesi per poi rimanere stabili, aprendo così un gap importante. L'ultima volta che abbiamo assistito a qualcosa di simile è stato nel maggio 2015 e credo si ricordino tutti cosa è successo dopo (agosto 2015).

Ovviamente non è detto che il gap debba essere necessariamente chiuso dalla discesa degli indici azionari più noti. Potrebbe anche accadere un rialzo importante dei dividendi, anche se in questo contesto macroeconomico sarebbe veramente una piacevole sorpresa.

Eppure, nonostante tutto, riesco ancora a trovare un minimo di razionalità in coloro che hanno comprato sul mercato azionario di recente. Possiamo anche disquisire sulle motivazioni, come di un fallo di mano visto al VAR, però esiste una logica di fondo.

---

Dove invece riscontro la mancata applicazione di ogni logica è nel “magico” mondo delle obbligazioni. Come spiegarsi altrimenti il sorpasso del decennale greco nei confronti del BTP italiano di pari scadenza?

Io capisco che il mercato possa considerare il paese di Leonardo, Manzoni e Fermi poco affidabile per la classe politica che lo governa, ma la Grecia, che dipende totalmente dalla BCE ed ha un rating molto più basso (sempre che contino ancora qualcosa), perché paga rendimenti simili o addirittura inferiori a quelli dell'Italia?

Recentemente mi hanno chiesto un'opinione sulle obbligazioni high yield americane che hanno visto gli spread schiacciarsi ulteriormente rispetto ai governativi.

Anche in questo caso, non vedo particolare valore aggiunto nell'inserire in portafoglio questo tipo di asset class che ha un'elevata correlazione con il mercato azionario e in questo momento remunera così poco che, secondo me, "il gioco non vale la candela".

Preferisco allora i subordinati e i Cocobond di alcune banche europee perché, con le regole prudenziali imposte da Basilea IV, magari non avranno grande redditività però sono indubbiamente capitalizzate per far fronte a pagamenti futuri.

Per concludere, quindi, ho difficoltà a essere particolarmente ottimista, pur non escludendo un rally di fine anno. Certo, qualora dovesse avvenire, vedrei particolarmente difficile la posizione sui governativi lunghi di grande qualità, dove il rialzo dei tassi sta avvenendo inesorabilmente dopo gli estremi di agosto, un pezzettino alla volta.

Michele de Michelis  
CIO, FRAME Asset Management