



Luglio 2019

Punto mensile – Luglio 2019

Qualche anno fa capitava spesso di imbattersi nel famoso "helicopter money" di Bernanke. Significava che il numero uno della Fed di allora sarebbe arrivato al punto di lanciare dollari dall'alto pur di stimolare l'economia americana dopo la grande crisi del 2008. Sembravano discorsi sensazionalistici, legati al background del banchiere centrale americano che dicevano essere un esperto e studioso della Grande Depressione post '29, ma quello che sta accadendo in questi giorni in Europa sembra andare oltre ogni previsione passata, anche quelle considerate provocatorie. Anche se nessuno ha lanciato euro sopra le nostre teste, vedere che la Svizzera concede un mutuo a tassi negativi alle imprese mi ha scioccato, come se avessi visto l'acqua di una cascata risalire la corrente. Certo, questa è soltanto la conseguenza dell'incredibile rally dei titoli obbligazionari governativi che ha portato la curva svizzera in negativo fino a quasi 50 anni, ma in generale tutti i titoli di stato europei hanno visto dei movimenti pazzeschi nel mese di giugno, con il Bund arrivato ai meno 40 punti base e il decennale greco che paga soltanto il 2%, nonostante tutti i discorsi sulla remunerazione adeguata del rischio. Aggiungiamo anche che le Borse hanno ripreso il volo e l'Indice Standard & Poor's è arrivato a sfiorare i 3000 punti. Tra le motivazioni che hanno generato il rally di tutti i risky asset ritengo che in primis ci siano state le parole estremamente accomodanti utilizzate dai banchieri centrali, senza dimenticare che durante il G20 di Osaka americani e cinesi hanno fumato il calumet della pace. Alla luce di questi accadimenti possiamo veramente dire, pertanto, di poter dormire sonni tranquilli? La sensazione è che il mercato dei capitali sia diventato come il clima, ovvero totalmente imprevedibile. Si passa

dal freddo all'afa nel giro di due giorni e poi quando sembra che l'estate sia esplosa con l'anticiclone che dovrebbe dare stabilità, magari vengono giù gradinate improvvise o bombe d'acqua che creano un sacco di problemi ai raccolti. Ma ciò che mi risulta veramente difficile da decifrare è quale sia la motivazione che spinge a pagare interessi anche cospicui a Stati (non solo virtuosi), per prestargli dei soldi a lungo termine se non la paura che qualcosa di brutto possa succedere? Ma allora perché le Borse salgono se esiste questa paura di sottofondo? Forse perché i titoli governativi e le blue chips sono considerate liquide e i recenti accadimenti nel mondo dell'asset management stanno obbligando i gestori a prestare molta più attenzione che nel passato alla reale possibilità di compravendita dei titoli che compongono il proprio fondo. Chi segue il mio approfondimento mensile sa che ho più volte evidenziato i rischi sulla illiquidità dei sottostanti che riempiono i portafogli dei tanti fondi obbligazionari monster che promettono liquidità giornaliera. Il problema è che poi esplodono le bombe a caso e quanto è accaduto ai fondi H2O ha un che di paradossale. Questa casa di gestione, che dal successo che aveva avuto era stata obbligata a fare soft closing (inserendo spese di sottoscrizione) per tamponare gli ingenti flussi in entrata, ha "subito" un articolo del Financial Times che li accusava di avere obbligazioni di dubbia qualità in portafoglio, facendo intendere che potessero esserci dei punti interrogativi sulla reale situazione dei loro portafogli. Apriti cielo, immediatamente sono diventati i "paria" della gestione finanziaria, con una corsa ai disinvestimenti che se veramente avessero avuto posizioni non liquidabili, avrebbero avuto e creato enormi problemi a tutto il sistema. In

realità questa casa di gestione, attuando strategie estremamente dinamiche (con vari gradi di leva a seconda dei fondi) soprattutto attraverso futures quotati (che sono considerati tra gli strumenti più affidabili dai mercati finanziari) ha enormi problemi di parcheggio della liquidità, in quanto per operare basta avere i margini depositati presso il broker. Poiché per le regole UCITS non puoi tenere più del 20% in liquidità sulla banca depositaria, questi gestori sono obbligati a comprare piccole quantità di titoli obbligazionari di minor qualità a fronte di tassi più alti, proprio perché sui governativi a breve l'interesse negativo comincia ad essere importante (su un governativo tedesco ad 1 anno paghi alla Germania lo 0,75% per prestargli i soldi). Oltretutto l'articolo del FT non svelava nulla che non fosse ampiamente dichiarato puntualmente nelle schede mensili, solo che ha avuto l'effetto di minare la fiducia nella casa di gestione, portando disinvestimenti per 7 miliardi (su 33 totali) che la società ha onorato puntualmente, vendendo a pesante sconto i bond in questione. Morale: chi è uscito si è beccato tutto lo sconto, chi è rimasto ha già quasi recuperato il prezzo e chi ha comprato quel bond a grande sconto farà un grande affare. Perché non erano assolutamente bond prossimi al default o con qualche problema particolare, semplicemente erano dei titoli con un mercato secondario sottile e quindi che necessitano di tempo per essere negoziati. E attenzione che H20 aveva delle percentuali che andavano dal 5 al 10% di questi titoli, mentre ci sono dei monster fund che hanno situazioni di questo tipo su percentuali molto più alte dell'intero portafoglio, quindi ha ragione Bruno Crastes (CEO di H20) quando dice che è stato accusato per colpe che in realtà hanno altri. E poi

c'è l'oro. Bene rifugio per antonomasia e per convenzione, che una volta aveva il difetto di non pagare interessi a chi lo deteneva. Tuttavia in un mondo di tassi negativi, non pretendere nulla (tasso zero) equivale ad avere 2 diottrie in un mondo di ciechi, e chi ha 2 diottrie diventa un occhio di falco. Ecco perché sta nella parte alta del trading range che lo sta contenendo da 5 anni e potrebbe romperlo al rialzo. Piuttosto che detenere franchi svizzeri, in caso di crisi dei mercati finanziari, forse conviene avere il metallo tanto caro a Zio Paperone.

Michele de Michelis
CIO, FRAME Asset Management