

# FocusRisparmio

L'informazione sul Gestito

## De Michelis (Frame AM): “Portafogli sicuri con approccio fear & greed”

22 giugno 2020

di [Gaia Giorgio Fedi](#)

**La ricetta dell'esperto per questa fase: una attenta selezione di titoli growth di qualità sull'equity (stando lontani da valutazioni da bolla), e strategie di protezione per limitare i danni nei momenti di correzione**



Michele De Michelis, responsabile investimenti di Frame Asset Management

“I mercati sono reduci da un rimbalzo eccessivo, analogo per ampiezza al crollo eccessivo che aveva segnato le tre settimane più terribili per i mercati”, spiega Michele De Michelis, responsabile investimenti di Frame Asset Management, società svizzera specializzata in gestioni patrimoniali a ritorno assoluto. Nell'intervista a *FocusRisparmio* l'esperto ha ribadito l'importanza della scelta delle strategie di portafoglio in una fase difficile e volatile come quella attuale, e della necessità di adottare un approccio decorrelato e di protezione.

**Qual è l'aspetto che maggiormente ha contribuito al crollo dei mercati nei giorni più difficili dell'emergenza Covid-19? E a cosa è dovuto il rimbalzo eccessivo?**

Quello che spaventava era la mancanza di liquidità: in assenza di market maker sono stati gli investitori retail ad assorbire le emissioni obbligazionarie. Pur di riuscire a ottenere un rendimento, gli investitori hanno comprato di tutto, anche titoli rischiosi. E chiaramente nei momenti di panico è fisiologico che i risparmiatori si spaventino e cerchino di

vendere, ma purtroppo i compratori non ci sono. In queste condizioni, l’equity è il bancomat della gente, è quello che si vende per riuscire a ottenere qualcosa in simili condizioni di mercato.

Il successivo rimbalzo compulsivo è stato causato dal fenomeno che è stato definito dei “trader in pigiama”. In pratica la gente, in particolare dopo aver ricevuto sussidi dai governi, ha aperto conti online e ha cominciato a tradare, come dimostrano le statistiche diffuse dal broker americano Ameritrade. Questo spiega per esempio come mai a un certo punto il future sul petrolio Wti sia andato in negativo di 40 dollari, perché dietro c’erano investitori che non sapevano che su quel future fosse previsto il delivery fisico alla scadenza del contratto. E questo spiega anche altre dinamiche assurde.

### Per esempio?

Per esempio il fatto che Zoom valga 100 volte il fatturato. E non parliamo di Tesla, che con un valore di 1000 dollari per azione è un obbrobrio dal punto di vista finanziario: fattura 25 miliardi di dollari ed è in perdita ma sul mercato vale 170 miliardi, più di Volkswagen, Daimler e Ferrari messe insieme. Alla fine è pur sempre un car maker, che sconta la crisi del Covid tanto quanto gli altri. Sono solo alcuni esempi tra tante anomalie che mi fanno pensare che ci sarà un’altra ondata di cali, peraltro già cominciata sul mercato europeo.

La mia sensazione è che il mercato debba trovare la sua stabilità, ma tutto sommato sono piuttosto ottimista, vista l’enorme attenzione delle banche centrali. Credo che con i tassi a zero i multipli di Borsa possano anche essere più alti. Mi aspetto un’area di fair value dell’indice S&P 500 a 2800 (ora siamo tra 3100 e 3200). La stima di utili aggregata per quest’anno è di 120 dollari, che rende il p/e un po’ alto, ma questo è un anno particolarmente difficile e se l’anno prossimo l’utile aggregato sale a 160, in presenza di un contesto con tassi a zero, le valutazioni allora non risulterebbero eccessivamente sopravvalutate.

Tuttavia, continuiamo a trovarci di fronte a un mercato fragile, che è in mano soprattutto ai trader, in cui dei movimenti un po’ aggressivi possono creare un effetto domino.

### Quindi ci sono in giro valutazioni “da bolla”?

Ritengo in effetti le valutazioni un po’ tirate. In più, siamo in un mercato in cui ci sono aziende con valutazioni stellari rispetto ai fondamentali, come i casi già citati e molti altri, ma anche sacche di valore che nessuno considera, con aziende valide sottovalutate. Sono paradossi che in parte mi ricordano gli eccessi degli anni 1999-2000, con una ipervalutazione del growth rispetto al value. Detto questo, mi piacciono ovviamente molto i settori legati ai megatrend – domotica, robotica, eccetera – ma quando una valutazione su un settore diventa eccessiva è il caso di ridurre l’esposizione.

### Come si costruisce un portafoglio adatto a navigare in questi tempi complicati, con mercati così fragili ed esposti al panico dei piccoli investitori?

Noi abbiamo un approccio “fear and greed”, con una strategia decorrelata e di protezione. Cioè abbiamo un portafoglio per il “greed”, in cui inseriamo asset più rischiosi che possono salire, con una selezione su azioni quality growth di aziende leader di mercato, non necessariamente grandi capitalizzazioni ma anche mid cap; su questo fronte abbiamo fondi e gestori che conosciamo bene, che sappiamo essere bravi nella selezione e di cui ci fidiamo. Questo portafoglio paga molto quando il mercato sale, ma quando corregge comunque scende meno.

A questo abbiniamo un portafoglio fear che deve bilanciare nei momenti difficili. In tempi recenti abbiamo inserito l’oro, delle call sul Vix che hanno pagato tantissimo, dei Cds sull’allargamento degli spread, che erano molto bassi e sono saliti alle stelle. Anche in questo caso, utilizziamo dei fondi di investimento e delle strategie che conosciamo bene.

Sull’equity per esempio adottiamo il fondo Fundsmith (il gestore è ritenuto il Warren Buffet dei fund manager inglesi); mentre sulle strategie di protezione adottiamo il Lemnik Global Strategy di Maurizio Novelli, che al momento ha una posizione al 15% short sull’equity, posizioni short sul dollaro, è lungo sul Treasury trentennale americano e sull’oro. Nel momento più difficile, con il mercato in calo del 40%, noi facevamo meno 4% (Fundsmith perdeva il 20% e Lemnik guadagnava il 12%).

Ovviamente in questo momento abbiamo anche una componente di cash importante, intorno al 20-25%. Ma se rivedremo l’S&P intorno a 2800 allora potremmo andare in accumulo, perché comunque dopo gli stimoli ci aspettiamo un ciclo di mercato positivo e vogliamo essere pronti a mettere soldi sul mercato.

In termini generali, mi piacciono anche le strategie M&A, merger & arbitrage, che vanno lunghe sui titoli sotto Opa e si proteggono vendendo il mercato. Di solito offrono guadagni lordi del 5-6%, meglio dei rendimenti dei bond high yield, ma più sicuri, perché certamente ogni tanto può accadere che un’ora salti ma la maggior parte vanno a buon fine.

### Quali sono in questo momento le asset class e le strategie da cui invece vi tenete alla larga?

Riteniamo che al momento i fondi high yield con duration lunga siano da evitare: quando il mercato crollava erano un’occasione ma ora che sono rimbalzati è comunque meglio uscire. Temiamo che la Fed e il governo non possa salvare tutti e ci aspettiamo che da qui a un anno e mezzo possano esserci dei default, di cui risentirebbero gli indici con duration più lunga. Siamo scettici anche sui bond investment grade perché vediamo che il gap di spread si è richiuso troppo velocemente.

Sulle strategie, sono rimasto deluso dalle cosiddette market neutral, che non hanno protetto come avrebbero dovuto nei momenti di correzione e non sono rimbalzate come le strategie equity al momento della ripresa.