



Maggio 2018

Punto mensile – Maggio 2018

Come previsto, la stagione delle trimestrali si è rivelata particolarmente ricca per le società americane e questo ha fornito nuovo carburante al rally che ci attendevamo il mese scorso, allontanando notevolmente l'indice S&P 500 dalla sua media mobile a 200 giorni, nonché da quel tanto temuto livello (2535 punti) sul quale sembrava ci fossero pronti 100 miliardi di dollari di vendite allo scoperto. Ovviamente, questo movimento ha aiutato praticamente tutti i listini mondiali, ad eccezione dei mercati emergenti, che hanno sofferto il rafforzarsi della valuta americana. Ma nulla di veramente preoccupante. Desta poi particolare curiosità, almeno da parte mia, la spettacolare performance dell'indice italiano che sta sovraperformando tutti gli indici europei, nonostante lo stallo politico in cui si trovi il Paese ... chi se lo sarebbe mai aspettato di vedere un movimento così dopo i risultati elettorali? Tutti contenti quindi, soprattutto osservando gli indici che misurano la volatilità tornare così in basso, come se il peggio fosse ormai alle spalle e ci si potesse tornare a concentrare soltanto sugli aspetti positivi. Nella realtà, la preoccupazione serpeggia tra i vari operatori di mercato e si sta levando più di una voce dal coro ad ammonire gli investitori, facendomi tornare alla mente quel memorabile sketch di "Non ci resta che piangere" quando un solerte predicatore ricordava ad uno sconcertato Troisi che avrebbe dovuto morire (prima o poi). Ma cos'è che turba i nostri sonni? Per molti analisti, è l'enorme debito accumulato in questi

anni di tassi eccezionalmente bassi che, nel momento in cui dovessero tornare a crescere, potrebbero danneggiare notevolmente l'economia mondiale, visto che il ciclo sembra basarsi più sul debito contratto per consumi piuttosto che per investimenti. Personalmente continuo a nutrire una discreta fiducia nell'operato delle banche centrali, quantomeno per il fatto che sono tutti ben consci del problema e, memori di quanto accaduto in passato, cercheranno in ogni modo di evitare ulteriori errori. Altri osservatori sottolineano evidenti sopravvalutazioni nei mercati azionari, che tuttavia io allo stato attuale non riscontro anche in considerazione delle guidance che hanno fornito le società dopo gli annunci degli utili, nonostante non si possa certo affermare che le azioni mondiali in questo momento siano a sconto. Il mio timore, invece, è che il prossimo crash di mercato possa essere causato più da fattori "tecnici", indotti da enormi flussi provenienti dalla montagna di denaro in mano all'industria del risparmio gestito. Così come nel 2008 quello che accadde alla Bear Stearns a marzo fu considerato un evento grave ma non tale da mettere in discussione le convinzioni sulla situazione reale dei bilanci delle banche, non vorrei mai che quello che abbiamo visto accadere giovedì 8 febbraio 2018 possa essere un campanello d'allarme simile a quello di dieci anni fa, pur con differente sottostante. In quel periodo infatti era il reale valore degli Asset Backed Securities (ed in particolare dei subprime) ad

essere sottovalutato, mentre questa volta potrebbe essere sottostimata la reale rischiosità degli asset che abbiamo in portafoglio. Per farvi capire meglio cosa intendo, provate ad immaginare cosa sarebbe successo se i cittadini di Miami avessero disdetto l'assicurazione contro gli uragani perché ormai la città non veniva più colpita da anni e poi si fossero ritrovati tutti insieme a dover affrontare senza una reale copertura l'uragano Irma (che è stato notoriamente il più aggressivo negli Stati Uniti dai tempi di Katrina del 2005). La percezione del rischio infatti è qualcosa che tende a modificarsi nel tempo e in particolare questo avviene sovrappesando eventi recenti rispetto a quelli accaduti in passato. Questo esempio ben si adatta alla situazione attuale, che vede moltissimi gestori di prodotti finanziari sottostimare il reale rischio insito nei loro portafogli in quanto non correttamente segnalato dall'indicatore VAR (ancora lontano dai livelli di criticità che costringerebbe i portfolio manager a vendere ma che proprio come noi tende a sottostimare le situazioni più delicate perché ormai lontane nel tempo). Ecco perché credo che sopra le nostre teste inconsapevoli oscilli una spada di Damocle. Quanto sia fine il crine di cavallo che la sostiene a nessuno è dato sapere. La volatilità quindi potrebbe diventare un elemento chiave nel prossimo futuro e sebbene già in passato l'industria bancaria abbia avuto modo di realizzare quanto possa essere pericoloso utilizzare il cosiddetto Value-at-risk (VAR) per stimare la rischiosità di un investimento, temo che l'industria del risparmio gestito, ormai assuefatta ai propri modelli di valutazione, possa incorrere nel tranello dell'autocompiacimento. Spero di sbagliarmi e che il mio sia solo un incubo

di mezza primavera. Per dormire sonni più tranquilli, continuo a cercare strategie che possano proteggermi da situazioni di questo genere ma che non siano troppo costose qualora invece le cose dovessero continuare ad andare bene.

Michele de Michelis
CIO, FRAME Asset Management