



# Febbraio 2015

## Punto mensile – febbraio 2015

Non possiamo certo dire che gennaio sia stato un mese povero di accadimenti, né che il nostro già fragile sistema nervoso non sia stato messo a dura prova in questi ultimi trenta giorni. Fino a giovedì 15 gennaio se mi avessero chiesto chi fosse Jordan, avrei risposto sicuramente “Michael Jordan” il famoso cestista americano, visto che il suo omonimo Thomas, alla guida della Banca Centrale Svizzera, non era uno dei banchieri centrali dei quali mi dovessi preoccupare più di tanto.

Eppure la sua decisione, a mercati aperti, di abbandonare il peg con l'euro è stato un fulmine a cielo sereno, con l'aggravante però che invece di scaricare a terra, ci ha colpiti direttamente, come tutte le imprese della Confederazione.

Il 22 gennaio, tra un'indiscrezione e l'altra, finalmente Mario Draghi ha annunciato l'ormai tanto agognato

*Quantitative easing* ed è riuscito pure a sorprendere i mercati, visto che le indiscrezioni della vigilia indicavano un esborso di circa 50 miliardi al mese fino all'importo del trilardo e invece se ne è uscito con un bel 60 miliardi mensili fino a settembre 2016 (e anche di più se ce ne fosse bisogno) coinvolgendo però in maniera diretta i singoli Paesi europei, visto che soltanto il 20 per cento del rischio default ricadrebbe sulla BCE, mentre il resto rimarrebbe in capo alle singole banche centrali. Ovviamente, i mercati azionari europei hanno festeggiato con un'ottima performance mensile assoluta (Eurostoxx 50 più 6,52 per cento), ancora più vistosa se la si paragona relativamente al mercato americano che invece ha chiuso in negativo di oltre il 3 per cento. L'euro ha proseguito nel suo indebolimento generale, andando sotto gli 1,13 (scambiando intraday

anche sotto 1,11) contro dollaro, con la conseguente rivalutazione della moneta americana di oltre il 6 per cento a gennaio. Direi quindi che quello appena chiuso può essere considerato un ottimo mese per le scelte d'investimento Frame, in quanto avevamo consigliato di rimanere lunghi di dollari, rientrare dal sottopeso dell'equity europeo e aumentarlo proprio a discapito di quello americano. Tutto questo nonostante, a fine mese, la vittoria della sinistra in Grecia abbia subito mandato segnali quantomeno allarmanti al resto dell'Europa creditrice, chiedendo di rinegoziare pesantemente il debito e di uscire dall'austerità impostagli dalla Troika. Il mio parere a tale riguardo è che la Grecia così com'è messa non potrà mai tornare a crescere e di conseguenza il debito sarebbe comunque irredimibile a prescindere. E allora tanto vale allungarlo, ma con un piano serio di riforme strutturali, una distribuzione equa della tassazione e magari prevedere un futuro ammortamento per rientrare a livelli sostenibili, ma...

sto parlando dell'Italia o della Grecia?

Tornando ai mercati finanziari, e in particolare a quello obbligazionario, gli ultimi eventi ci hanno portato all'ennesimo paradosso che dallo scoppio della crisi ogni tanto fa la sua comparsa sui nostri monitor. Nel 2008 erano le obbligazioni convertibili di società solvienti (o almeno tali fino a prova contraria) che valevano meno del loro *bond floor*, adesso invece al contrario ci sono circa 1,5 trilioni (stime Morgan Stanley) di bond dove l'emittente viene pagato per prendere soldi a prestito. E non si tratta soltanto di titoli governativi, ma in alcuni casi anche delle Corporate più redditizie e liquide. In pratica gli investitori pagano le aziende che non hanno bisogno di liquidità per poterli prestare il denaro, mentre quelle che ne avrebbero bisogno, le PMI che non hanno accesso al mercato dei capitali, non riescono ad avere credito.

Capirete quindi quale sia il vero obiettivo del QE: far sì che ad un certo punto gli investitori, sempre più disperati alla ricerca di

---

rendimento, si buttino anche su altre emissioni con covenant peggiorativi, subordinati, high yield, minibond, cartolarizzazioni, consentendo così alle banche del Vecchio Continente di liberare i propri bilanci e finanziare l'economia reale, ovvero tornare fare il loro mestiere tradizionale, smettendola una buona volta di funzionare come degli hedge fund speculativi.

Per tale motivo, continuo a preferire l'equity ben selezionato rispetto all'obbligazionario, anche se un po' di high yield europeo, per le motivazioni sopra descritte, potrebbe essere una buona scommessa all'interno di un portafoglio bilanciato. Allo stesso modo, non capisco la ragione per cui il franco svizzero debba rimanere così forte nei confronti delle altre valute mondiali, visto che si pagano ben 85 basis points per tenere il franco a vista, oltre che tassi negativi anche sul bond decennale (cosa che fa quasi rendere sexy il Bund tedesco con il suo 0,3 per cento). A questo punto, potrebbe essere interessante montare operazioni di *swap*, ovvero scommettere sulla sua svalutazione

contro le principali valute mondiali. Infine un'ultima considerazione sull'oro. Spesso in passato si è detto che il peggior difetto del metallo giallo fosse quello di non rendere alcunché, eppure - nel contesto in cui operiamo - il fatto che l'oro sia una delle poche valute a non esigere interessi negativi credo sia un elemento di giudizio che stia sfuggendo a molti investitori in questo momento, perchè non dimentichiamoci che è da sempre convenzionalmente una "moneta" mondiale alternativa. E ciò lo fa diventare quanto meno più appetibile. Il nostro consiglio è dunque quello di continuare a mantenerlo in portafoglio nelle solite corrette proporzioni.

**Michele De Michelis**  
Chief Investment Officer, CIO