



Aprile 2016

Punto mensile – Aprile 2016

Il primo trimestre se n'è andato e credo non lo rimpiangeremo affatto. Ha lasciato a molti l'amaro in bocca.

Le sensazioni infatti, almeno per quello che mi riguarda, non sono molto positive.

Abbiamo vissuto un quasi tracollo fino a metà febbraio, dove sono stati venduti in maniera indiscriminata sia i titoli con buoni fondamentali, sia quelli con pessimi fondamentali per poi assistere ad un recupero durante il quale sono risaliti nello stesso modo in cui erano scesi.

Per fare un esempio, i titoli delle società dello S&P500 con elevato livello di indebitamento (misurato come rapporto fra debito e Ebitda superiore a 10 volte o con un EBITDA negativo) nel 2016 sono saliti in media del 15% nel solo mese di marzo, rispetto a una performance dell'indice pari a +6.6%. A marzo inoltre è stato il momento dei banchieri centrali. Ha iniziato Draghi aprendo finalmente la porta agli acquisti sui Corporate, poi è stata la volta della Yellen che in perfetto clima pasquale si è mantenuta più che colomba ed infine buon ultimo Kuroda che parlando nel corso di un'audizione al Parlamento ha ribadito l'impegno ad "adottare ulteriori manovre espansive senza esitazione".

Ma allora perché sul mio terminale Pro vedo l'Europa sotto di oltre il 10% circa da inizio anno, così come il Giappone, mentre gli Stati Uniti invece risultano in territorio leggermente positivo?

Ma non dovrebbero essere positive le Borse delle zone le cui banche centrali sono in pieno easing?

Evidentemente, sembra che alla fine quello che conti veramente sia la crescita economica del Paese e gli Stati Uniti sono senza dubbio in una situazione migliore rispetto agli altri nel mondo, anche se (come sostengono i più pessimisti) si tratta di una crescita diversa rispetto a quelle del passato, quindi molto più fragile e meno vigorosa. L'esperienza del passato ci dice che l'easing monetario senza un aumento del deficit non porti ad alcuna ripresa, ma in Europa questa lezione non è stata mai ascoltata, se non in alcuni rari momenti (peraltro con buoni risultati) come nel caso della Spagna.

Rimaniamo quindi "prigionieri" in questa sorta di limbo, dove diventa difficilissimo far guadagnare i nostri clienti e i rischi di perdita sono altissimi.

Un esempio su tutti, un bond senior della popolare di Vicenza, scadenza gennaio 2017 che rende il 15% a chi lo compri oggi.

Se l'aumento di capitale va in porto è certamente un affare, ma se saltasse tutto, cosa accadrebbe? Per creare un veicolo sponsorizzato dal governo a supporto di ricapitalizzazioni varie e acquisto di non performing loan agli americani ci vollero due mesi nel 2009, mentre noi stiamo ancora discutendo su quale possa essere la soluzione migliore.

Dalla nuova situazione venutasi a creare ultimamente, con il dollaro più debole e la FED più accomodante sui tassi, si potrebbero avvantaggiare i mercati emergenti che erano spariti completamente (o quasi) dai portafogli

degli investitori e quindi possono rientrare senza eccessi nelle nostre asset allocation, ma sempre con attenzione perché il vento potrebbe cambiare da un momento all'altro, quindi avere sempre l'accortezza di accumulare sui ribassi e di alleggerire sui rialzi.

Non dimentichiamoci poi che un'ulteriore ombra che rimane sullo sfondo è il referendum del 23 giugno nel Regno Unito. Chi si lancerà mai a comprare in questo contesto di assoluta incertezza?

Se fossimo in una competizione calcistica di fine stagione e dovessi scommettere, vedrei il più classico dei "biscotti", uno zero a zero che lascia tutti contenti, fino alla gara successiva, concedendo a tutti il tempo di ricaricare le batterie.

Purtroppo (o per fortuna) siamo pagati per prendere decisioni non per procrastinarle anche quando converrebbe e ritengo che in questo momento la strategia più corretta sia detenere titoli azionari di ottima qualità, ben selezionati e non particolarmente cari, e vendere futures per abbassare il Beta di mercato e generare il famoso portable Alpha, ovvero il differenziale di performance tra i titoli in portafoglio e l'indice in vendita. In questo modo, si diversifica il rischio controparte in maniera importante, si abbassa la volatilità di portafoglio e si evitano rischi di fiammate di rialzo dei tassi come accaddero giusto l'anno scorso di questi tempi. Per utilizzare un gergo calcistico, ci mettiamo a fare un po' di "melina" a centrocampo, in attesa di capire meglio l'avversario.

Michele de Michelis

CIO, FRAME Asset Management