



# Giugno 2018

## Punto mensile – Giugno 2018

Quando il mese scorso ho esternato i miei timori, onestamente non mi aspettavo che il mercato offrisse a stretto giro e in un arco di tempo così ravvicinato una dimostrazione pratica di cosa potrebbe accadere se le cose dovessero virare verso il peggio. Quello che abbiamo visto infatti è a mio parere solo un “assaggio” di ciò che provocano i reverse di posizioni concertate dai grandi gestori internazionali che, dovendo rispettare precisi parametri di rischio, non possono fare diversamente. Per coloro che non sapessero cosa mi preoccupava soltanto quattro settimane fa, sappiano che semplicemente non capivo per quale motivo il mercato azionario Italiano fosse nettamente il migliore in Europa e la percezione del “rischio politico” fosse quasi impercettibile anche sulla parte obbligazionaria. Oltretutto, avevo la sensazione che il rischio reale, soprattutto su certi portafogli cosiddetti a bassa volatilità, fosse assolutamente sottostimato. Quello che è accaduto all’indomani del diniego espresso dal Presidente Mattarella di fronte ai pre-requisiti del primo tentativo del governo Conte può essere paragonato alla reazione chimica creata in laboratorio e che si sviluppa quando si mettono a contatto due sostanze liquide in grado di sprigionare un gas. Che lo spread sul decennale allargasse era abbastanza scontato, ma il movimento più aggressivo e anche inaspettato è avvenuto sulla parte corta della curva. Il BTP a due anni è passato da un tasso negativo di circa 25 basis point ad un tasso positivo di circa 250 e di

conseguenza non solo i titoli di Stato ma anche tutto il mondo delle obbligazioni bancarie a breve scadenza sono arrivati a perdere parecchi punti percentuale, mettendo in serie difficoltà i gestori dei famosi fondi a bassa volatilità che si sono trovati alle prese con un mercato di soli venditori e con pochissima liquidità. Credo che il concetto sia chiaro: volere fuggire da uno stadio pieno con piccole porte di uscita e il panico che monta diventa alquanto difficile, e c’è sempre il rischio della mattanza. Per tale motivo, bisognerebbe cercare sempre di evitare il più possibile di trovarsi in queste situazioni) anche se spesso si diventa impopolari con i propri clienti perché si evitano temi d’investimento che vanno di moda o sono “semplici” da sfruttare. E se per caso poi ci si trova nostro malgrado coinvolti in quanto appena descritto, per assurdo è meglio rimanere fermi e valutare con razionalità quanto sta accadendo, perché spesso poi le reazioni si rivelano esagerate. Infatti solo qualche giorno dopo il tasso sul biennale italiano ha stretto andando abbondantemente sotto l’1 % e creando la possibilità almeno di vendere con una perdita più contenuta in un mercato dove erano tornati i compratori. (Tra l’altro la storia è piena di queste situazioni, come per esempio quando il franco abbandonò il peg con l’euro di 1,2). Mentre scrivo il BTP biennale si trova poco sopra i 160 basis point, nel frattempo l’indice S&P 500, incurante dei problemi del Belpaese e più in generale europei, continua la sua marcia di riavvicinamento verso i massimi di gennaio,

---

mentre l'indice tecnologico Nasdaq ha addirittura segnato nuovi record. Sul fatto che siano corrette o meno queste valutazioni potremmo scriverne per ore, citando frotte di analisti pro rialzo e altrettante persone che suggeriscono assolutamente di vendere poiché questi indici e le aziende che le compongono sono seguite da tutti. Non credo invece che siano altrettanto analizzate le società che compongono l'indice Russel 2000, il paniere delle imprese a media capitalizzazione, dove a mio avviso esistono chiari ed evidenti esempi di sopravvalutazione. All'interno di tale paniere troviamo infatti aziende che quotano 60/70 volte gli utili attesi pur non avendo nessun business innovativo né possibilità di raddoppiare fatturato o utili nei prossimi anni. Ma allora per quale motivo sono salite così tanto? Semplicemente per effetto degli acquisti indiscriminati derivanti da quel fiume di denaro che ha alimentato il mondo dei fondi passivi o a benchmark, che si è riversato anche su fondi specializzati sulle mid-cap. Provate a immaginare le conseguenze di una eventuale interruzione di tale flusso o ancor peggio di riscatti su tali fondi. Potrebbe rivelarsi la "tonnara" perfetta per i gestori long short americani che sono stati di recente denigrati per non aver partecipato alla moda delle small-cap americane. Ma a volte bisogna essere impopolari per rimanere coerenti. Pur senza fare di tutta un fascio e affermare che tutte le mid cap siano da vendere, certamente occorre un'attenta analisi e diffidare degli acquisti passivi.

**Michele de Michelis**

CIO, FRAME Asset Management