

I 3 spread invisibili che fanno paura ai mercati e avvicinano il cigno nero

Mentre le Borse sono sui massimi non mancano i segnali che invitano gli operatori alla cautela. Ecco i grafici che osservano gli esperti per provare ad intercettare in anticipo un possibile storno sui mercati azionari

di Vito Lops



Le **Borse sono sui massimi** (Wall Street), a ridosso (al **DAX 30** Francoforte manca appena il 2%) o comunque in grande spolvero (da inizio anno Piazza Affari è salita di quasi il 30%). Non tutti gli operatori però sono pronti a continuare a investire capitali nel mercato azionario, considerando che presenta non poche contraddizioni. Le quotazioni finanziarie in senso lato (quindi considerando anche il vasto mercato delle obbligazioni private e governative mondiali che oggi vale, come non era mai accaduto, oltre 55mila miliardi di dollari) inviano diversi segnali d’allarme sulla sostenibilità degli attuali prezzi di mercato.

«Non mi sono mai piaciuti i catastrofisti ad oltranza, quelli che prevedono sempre l'avvicinarsi di disgrazie immani all'orizzonte e puntano il dito contro i poveri ottimisti, ignari di quello che li sta aspettando - spiega Michele De Michelis, responsabile investimenti di Frame asset management, società indipendente specializzata in gestioni patrimoniali a ritorno assoluto -. Elaine Garzarelli divenne famosa per avere predetto il famoso Black Monday dell'87, ma dopo la sua carriera, pur dignitosissima, è stata schiacciata dalle aspettative, eccessive, riguardanti le possibilità che potesse bissare il suo primo successo con una nuova rivelazione. Non vorrei mai quindi passare per un uccello del malaugurio, tuttavia in questo momento faccio

veramente fatica a non nutrire perplessità di fronte a questa ondata di euforia sui mercati azionari, che hanno registrato nuovi record: assoluti negli Usa e di periodo in Europa e Giappone».

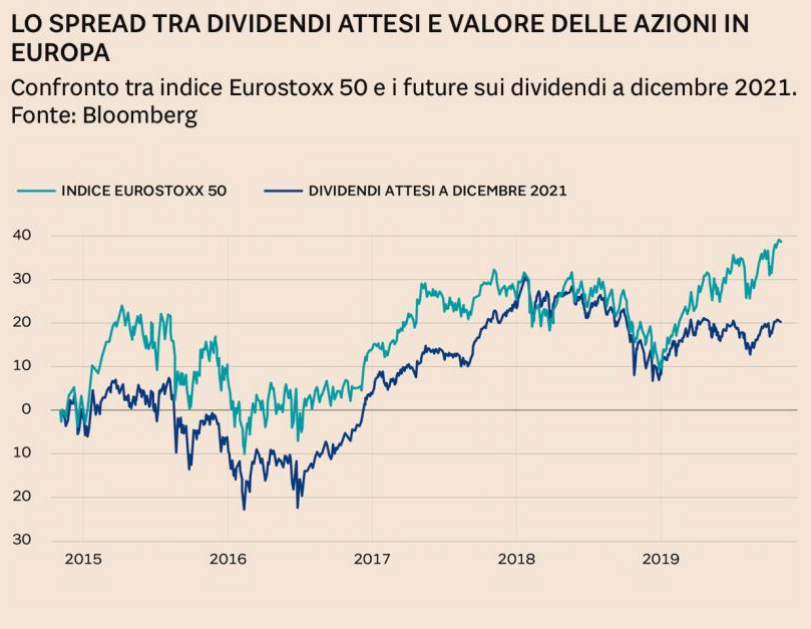
Al momento ci sono almeno **tre spread che spaventano gli esperti sul possibile arrivo di un cigno nero**. Si tratta di spread meno noti rispetto a quello che conosciamo, lo **spread BTP-Bund**, e che per questo potremmo definire “invisibili”. Ma sono ormai finiti sui radar degli operatori specializzati, quelli che cercano di estrarre quotidianamente rendimenti dal mondo della finanza e che, anche per questo, cercano di intercettare in anticipo eventuali forti correzioni, così da proteggere i capitali investiti.

- 1) Lo spread tra dividendi attesi e quotazioni azionarie**
Il **Grafinomix** di giornata mostra un forte disallineamento (spread appunto) tra i future sui dividendi delle società dell’indice S&P 500 della Borsa di Wall Street e le quotazioni dello stesso indice che sono sui massimi di tutti i tempi. Se a dicembre 2018 le due linee erano appaiate oggi la distanza è rimarchevole, graficamente molto forte. Volando in Europa il quadro non è tanto distante (si veda grafico in basso). Anche le società che compongono il paniere dell’indice Eurostoxx 50 dimostrano un recente e forte disallineamento tra valori di Borsa e dividendi attesi.

«Se andiamo ad analizzare quanto successo ultimamente, alla ricerca di dati oggettivi, notiamo che la stagione degli utili, per quanto decente e con sorprese positive rispetto a quanto previsto dagli analisti, è risultata pur sempre in leggera contrazione rispetto ad un anno fa.

Inoltre i dati macroeconomici usciti di recente sono stati quanto meno contrastati e il fatto stesso che la Fed abbia deciso di “navigare a vista” la dice lunga sulla complessità della situazione attuale - prosegue De Michelis -. Nonostante queste considerazioni, gli investitori in questo ultimo periodo si sono precipitati a comprare azioni, forse perchè erano troppo scarichi di rischio e hanno dovuto aumentarlo.

Se però analizziamo i volumi, vedremo che sono stati tutt'altro che imponenti, quindi questi massimi sono stati raggiunti senza troppa convinzione. Un'ulteriore analisi oggettiva che mi lascia con ulteriori dubbi è la **performance del future sui dividendi di Eurostoxx 50 e Standard and Poor's 500**, che, se non si muove in linea con gli indici sottostanti, può rappresentare un anticipatore di un movimento di aggiustamento successivo più aggressivo. Questi indici hanno visto il loro picco nei primi mesi del 2018 e sono dapprima scesi per poi rimanere stabili, aprendo così un gap importante. L'ultima volta che abbiamo assistito a qualcosa di simile è stato nel maggio 2015 e credo si ricordino tutti cosa è successo dopo (agosto 2015)».

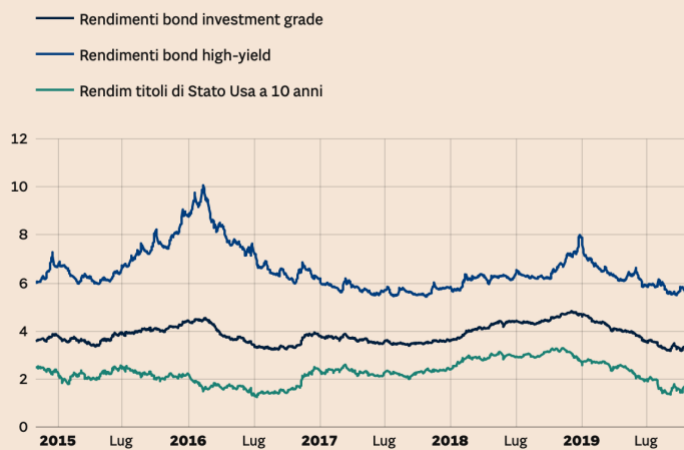


2) Lo spread tra titoli high yield e governativi Usa «Dove invece riscontro la mancata applicazione di ogni logica è nel “magico” mondo delle obbligazioni - continua l’esperto -. Come spiegarsi altrimenti il sorpasso del decennale greco nei confronti del BTp italiano di pari scadenza? Io capisco che il mercato possa considerare il paese di Leonardo, Manzoni e Fermi poco affidabile per la classe politica che lo governa, ma la Grecia, che dipende totalmente dalla Bce ed ha un rating molto più basso (sempre che contino ancora qualcosa), perché paga rendimenti simili o addirittura inferiori a quelli dell’Italia?».

A parte il caso Italia-Grecia, un ulteriore segnale che allarma gli operatori arriva dal confronto tra i rendimenti dei bond “high-yield” (quelli che presentano un rating inferiore alla “BBB”) americani e i titoli governativi Usa (che viaggiano a Tripla A salvo per l’ “AA+” di S&Poor’s).

CACCIA AL RENDIMENTO DEGLI OPERATORI

Il confronto tra bond sicuri (investment grade), rischiosi (high-yield) e i titoli di Stato Usa (Fonte: Elaborazione Frame asset management)

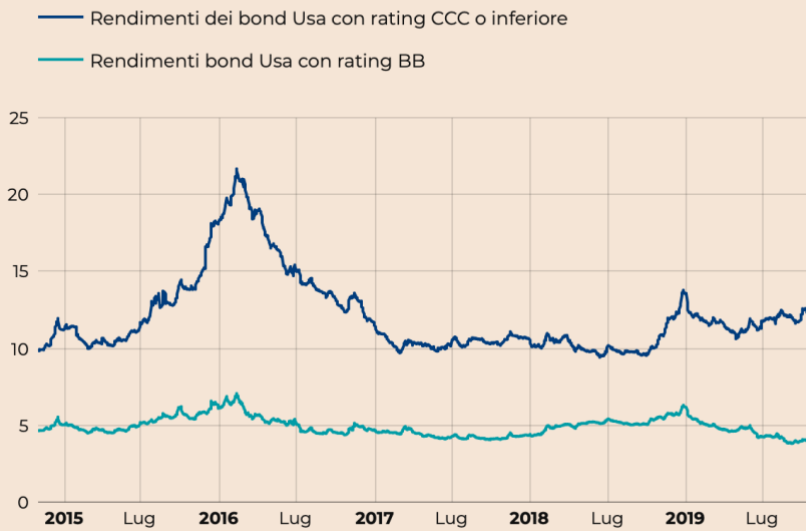


«Anche in questo caso, non vedo particolare valore aggiunto nell'inserire in portafoglio questo tipo di asset class che ha un'elevata correlazione con il mercato azionario e in questo momento remunera così poco che, secondo me, “il gioco non vale la candela” - commenta il responsabile investimenti di Frame asset management-.

Considerando anche l'andamento dei titoli di Stato Usa è piuttosto evidente che i tassi stanno scendendo per tutti questi bond perché gli investitori sono alla ricerca disperata di rendimento e sicurezze e pertanto investono massicciamente sia in titoli di Stato (che rendono sempre meno) sia in obbligazioni corporate che rendono un po' di più ma- e qui sta la chiave del discorso - a fronte di rendimenti solo leggermente superiori a quello del Treasuries, si portano dietro un rischio che non è correttamente prezzato. Tale situazione - apparentemente di Goldilocks (miglior mondo possibile) - può essere anche letta in controtuce se andiamo a guardare il terzo grafico sotto».

LO SPREAD TRA I BOND USA AD ALTISSIMO RISCHIO E QUELLI “RISCHIOSI”

Si amplia la distanza tra le obbligazioni con rating BB e quelle con rating CCC o inferiore (Fonte: Elaborazione Frame asset management)



3) Lo spread tra i titoli speculativi (BB) e i titoli CCC (“spazzatura”) La differenza di rendimento tra un titolo speculativo BB e i titoli CCC (titoli spazzatura) e ci dice che, laddove la qualità è veramente bassa, gli investitori stanno ritornando a chiedere un giusto prezzo per il rischio tanto che il differenziale di rendimento (spread) sta aumentando da 12 mesi a questa parte, ovvero dall'ottobre 2018 momento in cui il mercato ha virato prepotentemente verso il basso.

«Questo accade - conclude De Michelis - perché, nonostante le politiche monetarie espansive, in realtà la fiducia degli investitori sta diminuendo e chi seleziona sta facendo particolare attenzione. La ricerca di rendimento non si sta più spingendo verso gli estremi visti in passato e ciò significa che bisogna iniziare a pensare a come proteggere i propri investimenti in caso di eventi imprevedibili e imprevedibili, ovvero i cigni neri».