

Dalle stelle alle stalle in meno di una settimana.

Così se volessimo usare un'allegoria potremmo descrivere il sentiment dei mercati finanziari attuali. Non più tardi di 10 giorni fa l'indice azionario mondiale aveva raggiunto il massimo storico, portando i rialzi da inizio 2019 ad oltre il 30%. L'indice americano S&P500 stava facendo ancora meglio (+35%), mentre il Nasdaq (indice ad alta concentrazione di tecnologici) era addirittura di un altro pianeta, con un +53% da inizio 2019 e un +12% da inizio 2020. Apple, la seconda azienda più capitalizzata al mondo, il 12 Febbraio aveva chiuso sopra i 320 dollari ad azione, in rialzo del 110% da inizio 2019 ed oltre il 12% da inizio anno.



Il mercato era estremamente compiacente e pensava che le problematiche del Coronavirus che stavano bloccando la Cina, non solo sarebbero state temporanee, ma non avrebbero di fatto influenzato l'economia dei grandi paesi consumatori occidentali, America ed Europa.

Oggi, dopo circa 10 giorni dal massimo storico, ci troviamo con un mondo completamente capovolto sotto-sopra. Tutti i principali indici azionari mondiali hanno avuto la più brutta e violenta correzione settimanale dalla grande crisi finanziaria del 2008, scendendo tra il 11% ed il 15% in solo 5 sedute di mercato.

Se ci fermiamo poi ad analizzare più nel dettaglio la storia dei mercati finanziari, notiamo che mai i principali indici azionari avevano avuto una correzione così violenta dai massimi storici. Solitamente i rintracciamenti dalle chiusure record erano nell'ordine dei 3-5 punti percentuali, poi venivano seguiti da periodi di test dei

massimi e solo dopo alcune settimane-mesi gli indici ricominciavano la discesa verso i veri e propri Bear market (correzioni superiori al 20% dai massimi). Mai si era vista una violenza così dirompente al ribasso ed un cambio di sentiment così violento dai massimi storici.

Da qui una prima riflessione: la micro-struttura dei mercati è completamente diversa rispetto al passato, la stragrande maggioranza degli scambi nei mercati finanziari è infatti effettuata da algoritmi e macchine, ciò porta ad uno stravolgimento dei ritmi tradizionali rispetto a mercati governati da operatori umani. Sia al rialzo che al ribasso i movimenti sono più veloci e violenti, tanto da sembrare scomposti e non naturali, ma lo sono proprio per il fatto che chi opera non è umano, è innaturale e si basa su regole di ottimizzazione che “si allenano” su mercati governati da robot.

Un'altra causa della violenza con cui i mercati si sono mossi la scorsa settimana è da ricercare nell'elevato uso della leva finanziaria. Spesso gli operatori di mercato istituzionali acquisiscono posizioni rialziste nel mercato impiegando un capitale più piccolo del nozionale investito e colmano la differenza tramite debito bancario. Per esempio, un investitore istituzionale può replicare in portafoglio una posizione nell'S&P500 per 100.000 € tramite contratti derivati, mettendo a garanzia del suo intermediario una somma in denaro o titoli di stato molto inferiore, per esempio 10.000 €. Più i mercati sono compiacenti e la volatilità ridotta, più la leva finanziaria del sistema tende ad aumentare. Attualmente, secondo i dati disponibili di metà Febbraio, il livello di “margin debt” al New York Stock Exchange è oltre 1,5 volte più elevato rispetto ai massimi del 2007, prima della grande crisi finanziaria globale dei Subprime.

Ciò comporta qualcosa di estremamente negativo per i portafogli tradizionali degli investitori retail: nel momento in cui i mercati correggono al ribasso e raggiungono determinati livelli tecnici significativi, questi operatori levereggiati hanno due opzioni, vendere le posizioni o depositare presso l'intermediario altro denaro cash o titoli di stato ad elevato rating. I livelli significativi variano a seconda delle asset class e dei mercati di riferimento, ma, semplificando all'estremo la stragrande maggioranza degli scambi solitamente numeri tondi pari al 5%, 10%, 15%, 20% e così via. Va da sé che se il mercato in una sola settimana colpisce sia il livello di allerta al 5% che quello al 10%, molti operatori indebitati ricevono le “margin calls” e vengono chiamati a immettere nuovo capitale risk free nei conti dei loro broker.

Qui tuttavia la questione si fa interessante. Alcuni di questi operatori, magari non hanno risk free da immettere, o comunque non vogliono farlo per precauzione e risk management, ciò porta i broker a chiudere automaticamente le posizioni rialziste, aumentando le vendite e facendo ulteriormente peggiorare l'andamento dei prezzi di mercato in un circolo vizioso che esaspera la violenza del movimento. Altri invece, vogliono mantenere la posizione e devono quindi trovare la liquidità presso altre asset class del proprio portafoglio; ecco quindi che vendono razionalmente ciò che in questo periodo è andato bene, in particolare oro ed argento. Venerdì l'oro, il bene rifugio per eccellenza e salito di oltre l'8% da inizio anno, ha avuto la più violenta correzione al ribasso dal 2013, l'argento il suo cugino meno prestigioso, è sceso in un solo giorno del 6% perché operatori in cerca di denaro per coprire le perdite sull'azionario sono stati costretti a liquidare le posizioni.

Infine l'elevato debito e la compiacenza hanno un'ultima conseguenza, favoriscono le operazioni di carry-trade: ovvero gli operatori si indebitano nella valuta con tasso di interesse più basso ed investono il denaro in asset dove la valuta ha rendimenti attesi più elevati. In particolare, temiamo che in questo periodo gli operatori si siano indebitati in Euro, dove i tassi di interesse sono a zero o negativi ed abbiano investito in asset rischiosi (azioni ed obbligazioni) americani in dollari. Se così è allora nel momento in cui le cose vanno bene vi sono flussi di capitali che si spostando dall'Euro al Dollaro, svalutando l'Euro e facendo apprezzare il dollaro, mentre quando gli operatori devono liquidare le posizioni a rischio in Dollari e rimborsare i debiti in Euro i flussi si invertono portando ad un apprezzamento dell'Euro e ad una svalutazione del Dollaro.

In sostanza, come succede da ormai decenni con lo Yen, i tassi bassi stanno facendo dell'Euro un asset che tende a rafforzarsi in periodi di estrema volatilità nei mercati finanziari, come possiamo vedere chiaramente dal grafico giornaliero di breve periodo sotto riportato del cross EURUSD.



Tutte queste analisi ci portano alla conclusione che la micro-struttura del mercato odierno, sia per gli operatori coinvolti sia per l'indebitamento da loro assunto, porterà sempre più frequentemente a movimenti di mercato esasperati sia al rialzo che al ribasso e tenderà purtroppo a diminuire la decorrelazione dei portafogli nelle giornate di massima tensione e "panico". In queste giornate infatti, dove gli operatori più esposti riceveranno le "margin call", potremmo vedere cali dei prezzi anche nelle asset class che sono presenti in un classico portafoglio retail europeo per aumentare la diversificazione e protezione ad eventi estremi. L'oro, l'argento ed il dollaro americano potrebbero infatti subire in questi giorni di massimo stress vendite forzate e perdere in parte efficacia di protezione nel brevissimo periodo, mantenendo tuttavia la loro tradizionale funzione nel medio termine.

Qui ancora una volta segnaliamo l'importanza del cash in conto corrente, soprattutto ai massimi storici di azioni ed obbligazioni rischiose. Questa settimana ha mostrato come per un investitore con valuta base l'Euro, l'unica asset class capace di non perdere nei giorni di massima tensione sia stata il cash. Certo anche il Bund ed i titoli di stato a breve termine dei paesi Europei più virtuosi sono saliti in termini di prezzo, ma hanno tassi di rendimento negativi (costano all'investitore che li vuole detenere), mentre quantomeno il cash ha rendimento e costo zero.

"Cash is king" anche perché permette di sfruttare simili correzioni per agire attivamente sui portafogli, ribilanciandoli e riallineandoli ad i profili di rischio desiderati.

Prima di passare alle conclusioni, è necessario analizzare brevemente la situazione macroeconomica mondiale, in seguito ai nuovi sviluppi legati al Coronavirus. Nel momento in cui stiamo scrivendo questa Newsletter sono usciti i dati di sentiment sull'industria manifatturiera e dei servizi cinesi. Tali dati sono importanti perché sono i primi che ci riescono a dire qualcosa sull'impatto economico del Virus e, purtroppo, dobbiamo segnalare che sono drammatici.

Caixin China General Manufacturing PMI



L'indice Caixin China General Manufacturing PMI è uscito a 40.3 punti (sotto 50 indica contrazione dell'attività), il minimo mai fatto registrare dall'inizio della serie storica dell'indice. Certo, in parte questi dati miglioreranno nei prossimi mesi, ma riteniamo sia estremamente improbabile che la situazione ritorni in breve termine come lo era prima della crisi. Lunedì usciranno i dati di sentiment dell'industria manifatturiera di Europa e Stati Uniti, ma dobbiamo precisare che questi dati incorporeranno solo in parte gli effetti degli eventi della scorsa settimana. Per avere un chiaro effetto del Coronavirus sul sentiment delle imprese dovremmo attendere metà marzo, mentre per avere un primo sentore di quello che sarà l'effetto sull'attività economica reale dovremmo attendere i primi giorni di Aprile.

Questo per dire che se si analizza dal punto di vista macro-economico questa nuova crisi sanitaria mondiale l'incertezza regnerà sovrana almeno per un altro mese, non certo un prospetto rassicurante tenuto conto anche del fatto che l'economia Europea era già traballante prima della crisi e quella americana da sola non può sorreggere l'intero PIL mondiale. A contrastare questa negatività vi è tuttavia la possibilità che già la prossima settimana le principali banche centrali mondiali intervengano con misure di stimolo monetario per arginare la crisi. Molti sostengono che, se i mercati finanziari non dovessero trovare sostegno questa settimana, potrebbe essere addirittura annunciata una misura di stimolo coordinato tra le varie banche centrali mondiali nel prossimo week end. Tale intervento coordinato sarebbe il primo dalla grande crisi finanziaria del 2008, a testimonianza della criticità del periodo storico ed economico in cui stiamo vivendo.

Dal punto di vista operativo, chi ha Cash o strumenti simili potrebbe sfruttare la volatilità per ribilanciare le asset class più colpite dagli storni, tenendo presente tuttavia che la crisi potrebbe essere più lunga del previsto e non essere seguita da un recupero a "V", quanto piuttosto a "W" o "U". Infine non dobbiamo farci ingannare dalla violenza delle discese di questa settimana, pur essendo discese record se rapportate ad un periodo di 5 giorni lavorativi, sono discese modeste se rapportate ad altre crisi finanziarie ed economiche. Quindi, è sempre corretto ribilanciare su estremi, ma è d'obbligo altresì un approccio cauto e modulare, senza prendere decisioni estreme né in un senso né nell'altro.