



Commento di Preapertura

“shaking my head”

Ve lo ricordate il TVB? Ed il TVTB!? Pensavamo di essere originali...

Dopo anni, la nuova generazione, quella fatta di acronimi e di espressioni sempre più strane ha coniato diversi acronimi, ormai conosciuti dai più, soprattutto nel mondo anglosassone, un must per noi 50enni se vogliamo capire cosa ci scrivono i nostri figli nei whatsapp che ci inviano.

E la tabella che allego, evidenzia il numero di ricerche su Google dirette a conoscere, mensilmente, il significato dei rispettivi acronimi.. ce ne sono diversi. Quello più ricercato in questi giorni è SMH, “Shaking my Head”, che tradotto in termini spiccioli per noi “boomer” sarebbe, “non ci capisco un cavolo”.

E mai come oggi questa espressione è così azzeccata nel contesto attuale dei mercati azionari, in cui i mercati stessi contraddicono le regole che li hanno regolati da diverso tempo, dei postulati, che nel 2023 vengono messi in discussione.

Partiamo da alcuni postulati.

Solitamente, quando il mercato azionario usa è “narrow”, vale a dire è trainato al rialzo da un numero poco elevato di titoli, non è un buon segnale. Per riconoscere un mercato Narrow e’ sufficiente mettere a confronto la performance dello S&P500 equalweighted con la performance dello S&P500 normale, in cui i titoli hanno pesi differenti in base alla market cap.

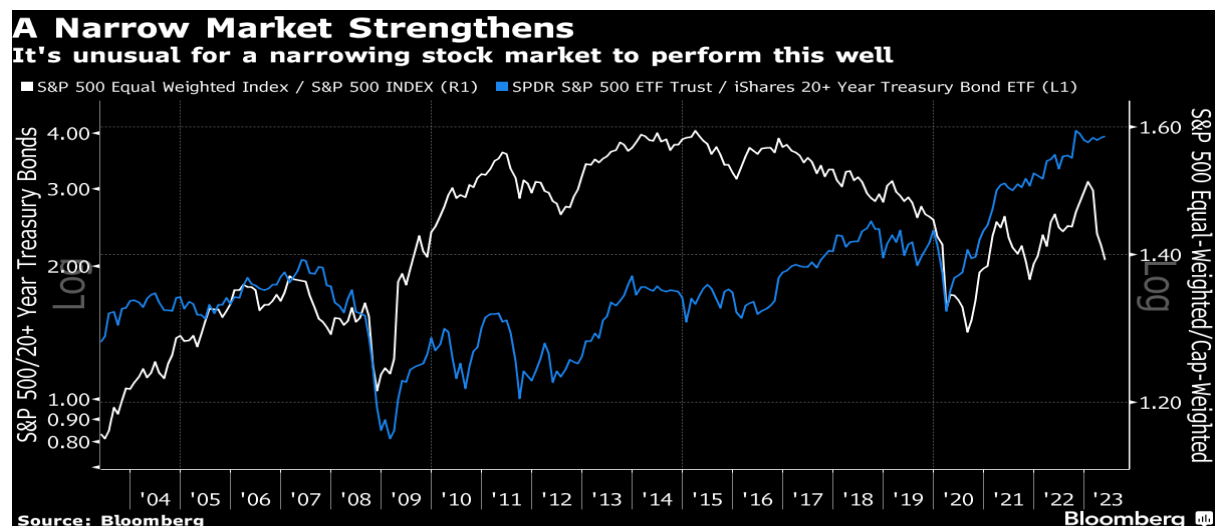
Solitamente in un mercato rialzista, lo S&P500 normale tende a sottoperformare la versione equalweighted, questo per due motivi:

Il primo è dovuto al fatto che le small cap solitamente sovra performano in un mercato rialzista.

Il secondo è legato al fatto che nel lungo periodo, le big cap sono destinate a sottoperformare.

Quando lo S&P500 cap weighted sovra performa l'indice equalweighted, solitamente, è un indicatore che il mercato non sta facendo molto bene. Le big cap mettono in evidenza la loro funzione di protezione dei portafogli. Ma solitamente questo pattern si verifica in situazioni di mercato ribassista, come nella GFC o nel sell off del Covid Lockdown.

Questa volta è differente. Stiamo assistendo ad una sovra performance dell'indice Cap Weighted in un contesto di rialzo dei listini.

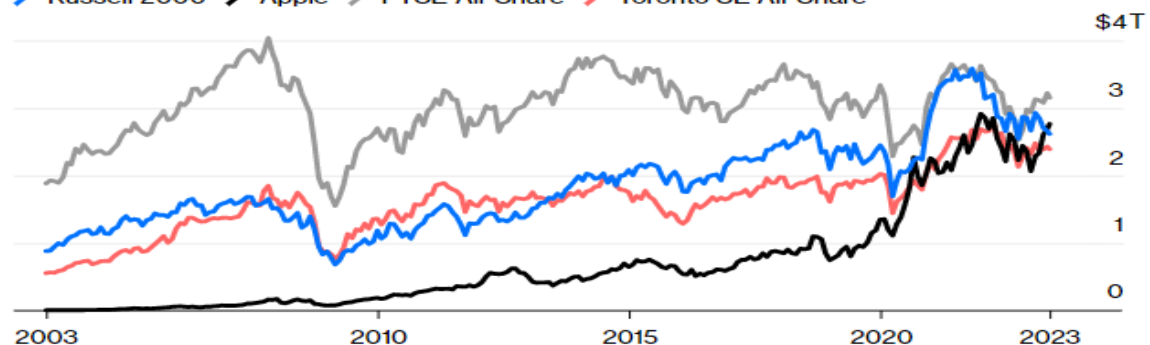


E questa sovra performance sta portando a delle distorsioni importanti. Il titolo Apple, ad esempio, ha una market cap superiore all'intera market cap del russel 2000, della market cap del Toronto Stock exchange e sta per raggiungere la market cap del FTSE all Share.

The Really Big Apple

It's now worth more than the Russell 2000, or all the stocks quoted in Toronto

■ Russell 2000 ■ Apple ■ FTSE All-Share ■ Toronto SE All-Share



E ovviamente se prendiamo altri titoli che pesano molto sull'indice principale, quali MSFT, Amazon etc, il risultato non è molto differente.

I motivi di tale sovra performance sono legati a diversi fattori:

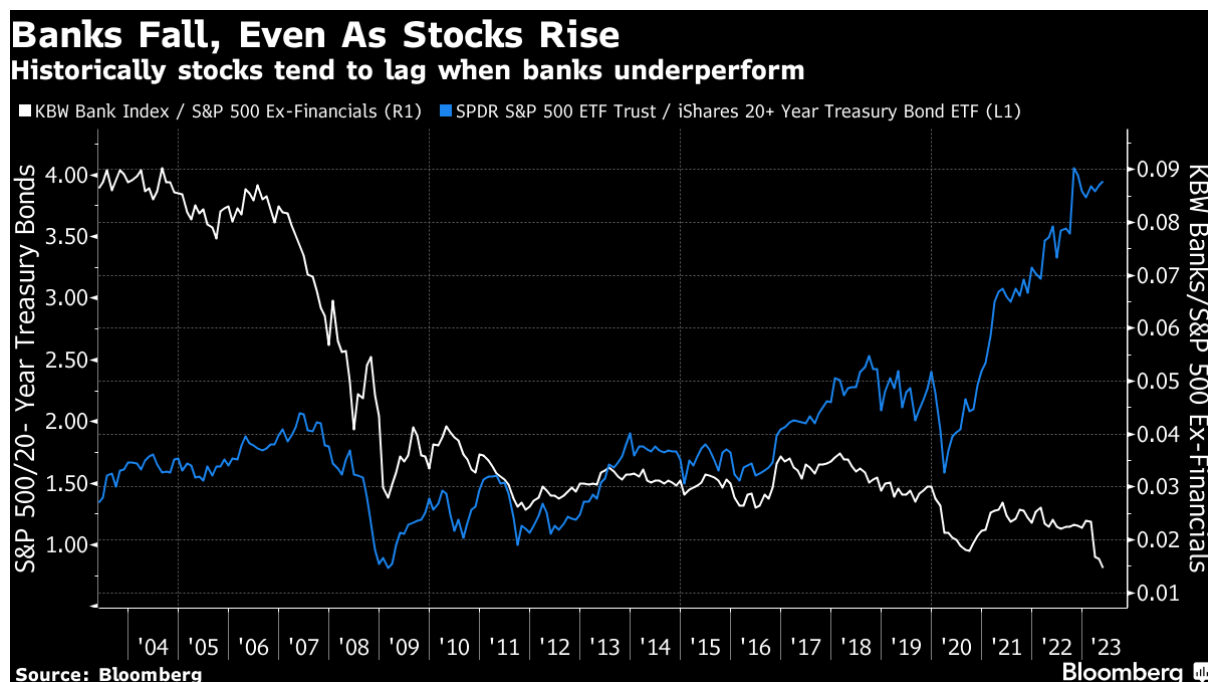
Il primo è legato a chi sta comprando. Se a comprare sono i fondi quant, come in questo caso, essi comprano basket di titoli che approssimano il più possibile il mercato. Non comprano tutti i titoli dello S&P 500, ne comprano probabilmente solo 100, quei 100 che hanno maggiore momentum e che replicano con il minore scarto la performance dell'indice. E questo è un processo che si autoalimenta. Comprando sempre quei 100 titoli, proprio quei 100 titoli iniziano a sovra performare, confermando il momentum rialzista e quindi spingendo ad ulteriori acquisti..

Il secondo è legato all'industria malsana degli ETF. Quell'industria che porta gli investitori a dimenticarsi lo stock picking ma ad investire "per temi". E così esiste il tema dell'IA, quello dei titoli ESG, quello dei titoli TECH, quello dei titoli della Robotica, quello dei titoli Growth.... E ovviamente, tutti questi ETF funzionano per market cap... non sono basket equipesati. Il risultato, banale e semplice è che tanto più titoli come Apple, Microsoft, Amazon, sono inseriti in questi ETF, tanto più beneficiano di flussi in entrata "gratuiti" legati al funzionamento dell'industria degli ETF. E chi compra gli ETF? Soprattutto l'investitore retail (ma non solo ovviamente). E l'investitore retail è l'altro investitore che ha comprato in questo periodo. Il comprare per temi tramite gli ETF sta portando al rialzo i titoli che pesano maggiormente sugli ETF impacchettati dall'industria del mercato gestito. Perché', ovviamente, è più facile spingere ad acquistare un'idea rispetto a spingere ad acquistare un titolo e questo l'industria del risparmio gestito lo sa molto bene. Chiunque può affermare senza esitazione che è un bene comprare i titoli ESG o i titoli esposti al tema dell'IA (che "è il futuro"), ma in pochi accetterebbero di investire in due, tre titoli, che non conoscono.

E allora il pastrocchio è ben fatto. In questo modo, tramite l'impacchettamento degli ETF, si convogliano i flussi, su società e temi decisi a monte dall'industria del risparmio gestito. Titoli dai fondamentali anche molto discutibili, ma con market cap elevata, si trovano a beneficiare di flussi in acquisto, in modo immeritato, flussi che arrivano proprio dalla massa di investitori non consapevoli e pigri, che preferiscono investire per temi anziché per singolo titolo.

E tutto questo porta alle anomalie di mercato sopra descritte. Quando il mercato sale, sale con i titoli che DEVONO essere comprati, perché pesano tanto.

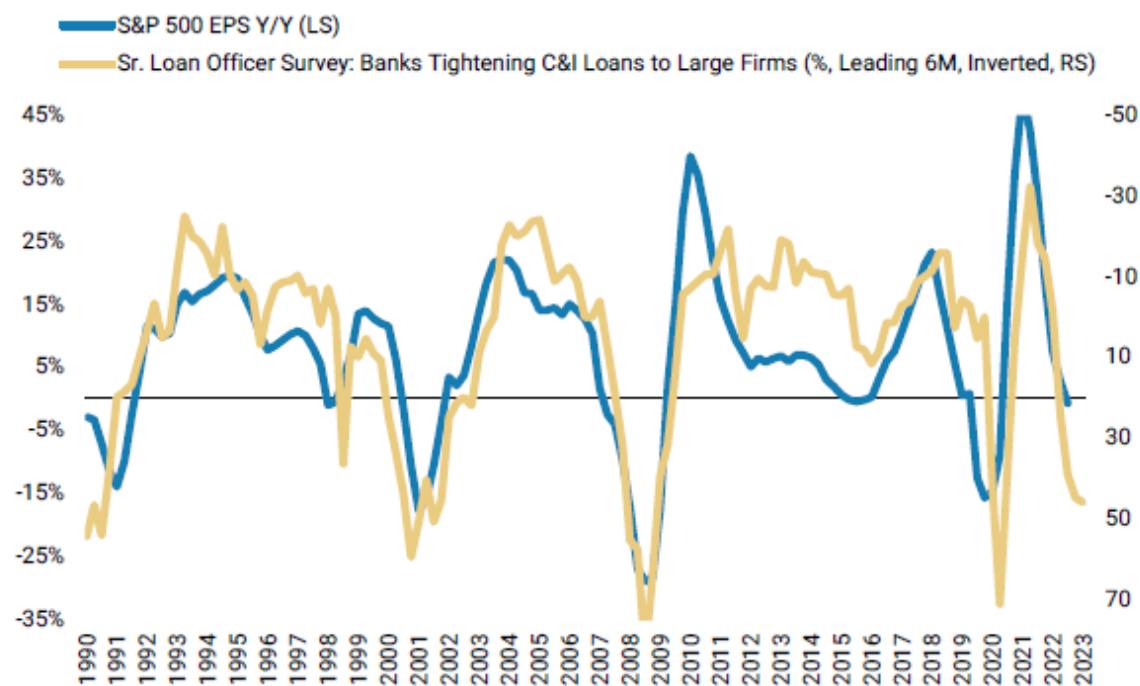
ieri ho passato un po' di tempo a spulciare uno a uno lo "zeygos Score" (indicatore della bontà fondamentale di un titolo azionario) dei titoli che pesano maggiormente su uno dei famosi ETF sull'IA.... Chi compra quell'ETF compra un minestrone di titoli, con i fondamentali molto differenti tra loro. Si va da società molto buone come MSFT e GOOGLE a società dai fondamentali molto più deboli come AMD.. il risultato è che un titolo come AMD si troverà a salire, perché' ha un buon peso sul paniere e perché' ha la fortuna di essere stato inserito nel basket da parte dell'impacchettatore dell'ETF.



Un'altra anomalia riguarda la relazione tra l'andamento del comparto bancario e l'andamento del mercato. Storicamente, le banche hanno funto da barometro del mercato. La discesa dell'indice del settore bancario ha sempre preannunciato un sell off del mercato. Ma questo è anche normale in un mondo normale. Se le banche sono in difficoltà, come nel momento attuale, in cui i costi di finanziamento sono molto elevati, è normale che restringano l'erogazione del credito e questo avrà ripercussioni sull'economia. Solitamente quando le banche scendono, poi il mercato le segue, con un paio di trimestri di ritardo. E la relazione tra lending standards e profitti è proprio lineare. Se l'erogazione del credito inizia a subire un calo, anche i profitti delle aziende iniziano a calare. Questo è evidente dai grafici pubblicati questa settimana dagli strategyst delle due banche più influenti a Wall Strett: Morgan Stanley e Goldman Sachs.

Questo è il grafico di MS:

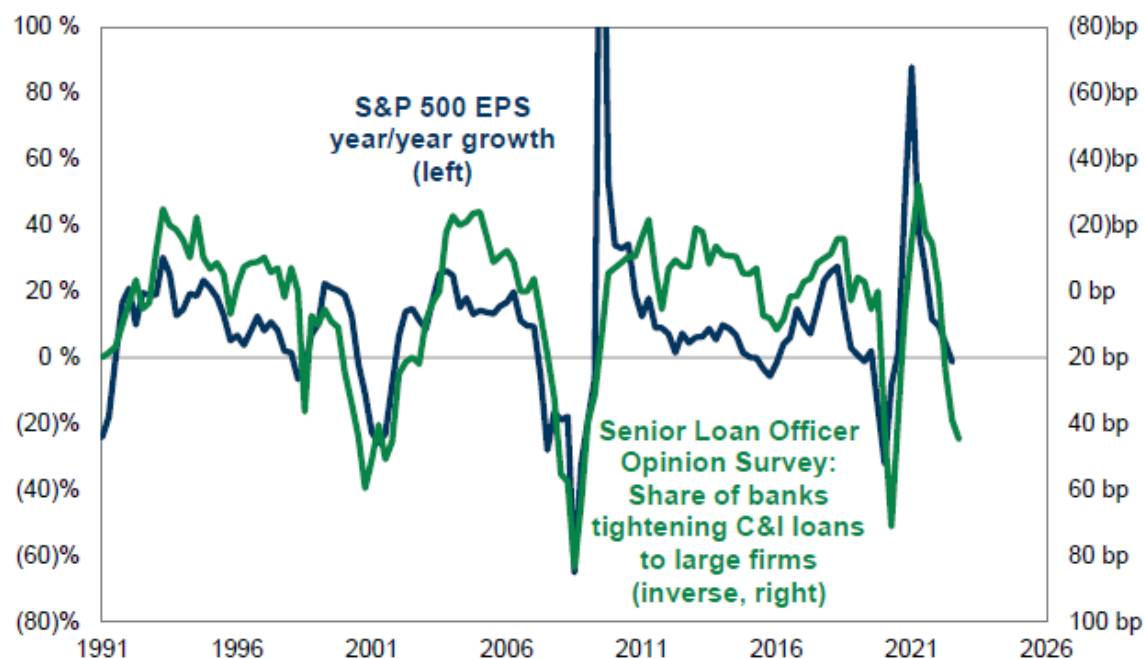
Exhibit 2: Senior Loan Officer Survey Exhibits A Strong Leading Relationship Vs. Earnings Growth



Source: Haver Analytics, FactSet, Morgan Stanley Research.

E questo e' il grafico di Goldman Sachs:

Exhibit 5: Recent lending tightening could pose downside risk to our estimates as of May 11, 2023



Source: FRB, Goldman Sachs Global Investment Research

Pur se usano colori differenti, le conclusioni a cui giungono sono le medesime: gli utili scenderanno. Punto.

Ed i calcoli sono precisi. Per ogni punto percentuale di “tightening” del credito, gli EPS scendono dello 0.3%. Se dovessimo assistere ad un tightening del credito simile a quello visto nel 2008 e nel 2020, gli utili scenderebbero del 3%. E questo solo per il tightening... poi c’è la componente legata al calo della domanda aggregata..

E in tale contesto, di attese per utili in calo, rallentamento macro e scenario recessivo, c’è già chi guarda avanti e ritiene indispensabile un taglio dei tassi da parte della FED, taglio che favorisce i titoli growth, quelli a duration finanziaria elevata, e allora è meglio posizionarsi fin da subito su tali titoli, comprando Apple... anzi, scusate, comprando l’ETF Growth.

E allora anche io posso scrivere SMH! E non sono più un boomer.