

Riguardo all'efficiente lavoro svolto dagli Etf

01.04.2020

By Jon Sindreu, Wall Street Journal del 28.03.2020

Gli Etf hanno superato il loro Covid-19 stress test

Ciò che non uccide un utile strumento finanziario lo renderà probabilmente più forte.

Durante il selloff del coronavirus e il rimbalzo di questa settimana, si sono aperti grandi divari tra il valore dei fondi obbligazionari negoziati in borsa e quello delle loro partecipazioni. Nelle ultime due settimane, l'ETF iShares iBoxx \$ Investment Grade Corporate Bond - il più grande del suo genere - ha negoziato sia il suo più grande sconto sia il suo maggior premio rispetto al valore patrimoniale netto in 11 anni.

Gli Etf sono stati a lungo un modo popolare per gli investitori di tenere traccia degli indici azionari, ma negli ultimi dieci anni hanno dominato anche i mercati obbligazionari. Molti investitori professionali, tuttavia, sospettano che presentino un rischio sistemico di tipo 2008, paure a cui i segnali di stress danno peso.

Il problema, sostengono, è che le quote dell'Etf sono facili da negoziare in periodi favorevoli, oscurando il fatto che molte delle obbligazioni societarie detenute, in particolare quelle con rating inferiore a investment grade, diventano difficili da vendere in tempi difficili. Questa illiquidità può quindi diffondersi agli Etf, che sono veicoli passivi che non possono rimuovere partecipazioni problematiche dai loro panieri. Mentre gli investitori si affrettano a vendere le loro quote di Etf, il problema potrebbe infettare anche le obbligazioni più resistenti.

Inoltre, gli intermediari potrebbero avere difficoltà ad acquistare e cancellare le quote - ed è così che la liquidità dell'Etf viene compromessa - perché ciò comporterebbe l'assorbimento di obbligazioni illiquide i cui costi di copertura sarebbero proibitivi.

Finora, tuttavia, questo scenario di contagio da incubo non si è verificato, nonostante le mosse estreme del mercato. Mentre l'Etf iShares e il suo prodotto gemello sui junk bond hanno recentemente registrato i loro maggiori deflussi record, l'attività nel mercato "primario" - dove le banche creano e distruggono azioni - non è stata anormalmente elevata rispetto all'alto turnover delle quote degli Etf in borsa. Gli Etf sono stati essenzialmente in grado di fare affidamento sulla propria liquidità, piuttosto che su quella delle obbligazioni sottostanti.

Circa la metà di tutti i debiti obbligazionari societari emessi ha una tripla B, il punteggio più basso per il debito investment grade. Gli analisti sostengono che tutto questo debito potrebbe essere un disastro, specialmente se l'economia entrasse in una recessione. Spiega Gunjan Banerji del WSJ.

Ciò è fondamentalmente diverso dal 2008 quando gli investitori hanno abbandonato complessi derivati del credito anche se alcuni dei titoli garantiti da ipoteca sottostanti hanno poi superato la crisi. In questo caso, i prezzi degli Etf sono diventati "i prezzi di riferimento effettivi del mercato sottostante", come hanno sottolineato gli analisti francesi di Bank Société Générale.

Potrebbe essere necessario che i prezzi delle obbligazioni recuperino, ma ciò non significa che qualcosa di sostanziale si sia rotto.

Alcuni prezzi degli Etf potrebbero ora essere più "reali" dei mercati che seguono, un'inversione che dovrebbe interessare a quelli propensi ai "ragionamenti filosofici" sui mercati. Questo non è diverso dal modo in cui i contratti futures sul petrolio hanno sostituito le operazioni a pronti reali come un modo per misurare il prezzo del greggio.

Nei mercati finanziari globalizzati e altamente complessi di oggi, le informazioni macroeconomiche "dall'alto verso il basso" possono semplicemente essere più rilevanti dei fatti "dal basso verso l'alto". Durante il selloff del coronavirus, in particolare, i trader sono stati spesso all'oscuro del valore delle singole partecipazioni, pur avendo ancora una visione negativa riguardo allo shock economico. Hanno espresso questa visione negativa principalmente attraverso Etf, ma anche attraverso credit-default swap basati su indici, un altro modo di scommettere sul più ampio mercato delle obbligazioni societarie.

Gli investitori dovrebbero comunque evitare Etf complessi, mal progettati, come quelli di volatilità inversa che sono esplosi nel 2018 o quelli che tracciano attività troppo illiquide per avere un prezzo ragionevole. Ma il fatto che anche gli Etf sul junk bond funzionino correttamente suggerisce che la "soglia" sia più alta di quanto si tema.

Per chi è ancora dubbioso, l'annuncio della Federal Reserve statunitense di questa settimana che avrebbe acquistato quote di Etf su obbligazioni societarie investment grade nell'ambito delle sue politiche di stimolo - anche se sta anche acquistando direttamente le obbligazioni sottostanti - invia un segnale chiarissimo. Questo è un pezzo di ingegneria finanziaria che è diventato troppo utile per fallire.