

LA ROSA DEI VENTI

3 APRILE 2016

PAURE E SPERANZE

Minimo comune multiplo

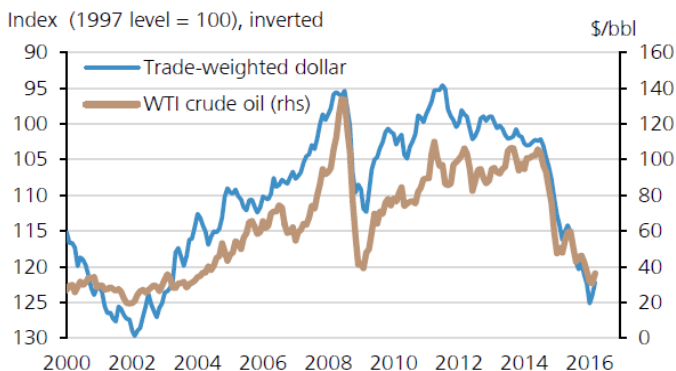
Si è appena concluso il primo trimestre di questo travagliato inizio d'anno caratterizzato da uno spiccato aumento della volatilità. Le premesse che pronosticavano tale aumento erano già emerse durante i mesi passati e mostravano un denominatore comune: il dollaro. L'aspettativa per una politica monetaria restrittiva da parte della Fed, ha comportato diverse implicazioni. In primis, una forte riduzione dei prezzi delle commodities, in particolare del petrolio, legate al dollaro da una correlazione negativa. L'andamento del petrolio è stato poi ulteriormente influenzato dalla volontà politica dell'Arabia Saudita di mantenere sui massimi la propria produzione (di cui abbiamo già ampiamente disquisito in precedenti newsletters).

di tutti i mercati emergenti, i cui stati sovrani presentavano (e presentano tuttora) un'elevata esposizione debitoria in dollari assunta negli ultimi anni per finanziare e sostenere la crescita. Il quadro si è aggravato in seguito alla discesa dei prezzi delle materie prime di cui i paesi emergenti sono esportatori.

Anche la Cina, pur non essendo un Paese esportatore ma al contrario "consumatore" di commodities, ha dovuto arrendersi agli effetti del dollaro forte con la svalutazione del Renminbi della scorsa estate. L'ancoraggio della divisa cinese al dollaro aveva ridotto la competitività del gigante asiatico, già impegnato in un profondo ma lento processo di riconversione della propria crescita economica verso una a maggior rilevanza di domanda interna.

Paure

Le paure per una svalutazione cinese prolungata, per una crescita economica più debole di quanto atteso, per un'estensione del rallentamento dai paesi emergenti, Cina compresa, alla locomotiva americana ed alla convalescente economia europea, ne hanno fatto intravedere i nefasti effetti sui mercati finanziari durante l'estate scorsa, per poi deflagrare nella prima parte di questo trimestre.



L'aumento dei tassi, unito alla forza del dollaro, ha condizionato anche l'andamento



Ancora paure in Europa per l'introduzione da gennaio della nuova normativa del bail-in bancario, che ha creato un ulteriore elemento di incertezza per un settore già in forte difficoltà.

Per non parlare poi dei rischi geopolitici, purtroppo sempre presenti, che in gennaio hanno puntato i fari sulle bombe della Nord Korea e sull'infinito attrito fra sciiti e sunniti.

Questo cocktail di "paure" è entrato sui mercati finanziari di inizio 2016 con un impeto che non si vedeva da tempo. La correzione non ha toccato solamente i mercati azionari ma si è trasferita sul mondo obbligazionario corporate (ed un po' meno sui governativi periferici), generando un forte allargamento degli spreads.

Il movimento di "risk off" ha portato il petrolio sotto i trenta dollari, le borse a correggere con punte del - 20%, i rendimenti del credito a salire precipitosamente (e per il settore delle aziende energetiche o delle materie prime ad un livello di tasso quasi da pre-default) e quelli di bund/treasury a scendere a livelli da pre-recessione.

Da metà febbraio però sono usciti alcuni dati economici positivi (soprattutto negli Stati Uniti, in verità un po' meno in Europa) che hanno prima rallentato e poi invertito la tendenza dei mercati finanziari. Si è quindi passati da un movimento da "risk off" ad uno, repentino, da "risk on" che ha coinvolto, in sequenza questa volta rialzista, petrolio/borse/credito/tassi treasury (questi ultimi, salendo, hanno fatto scendere i prezzi dei titoli).

Il bilancio di questo primo trimestre si chiude, dopo queste oscillazioni, con una performance delle borse mondiali praticamente in pareggio. In verità in pareggio è la borsa americana, mentre quelle "emergenti" sono complessivamente in positivo di qualche punto (con alcune eccezioni in negativo come la borsa cinese) mentre quelle europee e quella giapponese presentano invece un saldo negativo di dieci punti percentuali circa.

Massimo comune divisore

Il fattore comune che ha rafforzato questa tendenza, il divisore "massimo" è stato, ancora una volta, l'aspettativa nelle azioni delle Banche Centrali. Cosa che puntualmente si è verificata.

Prima la BCE con una manovra articolata di misure oggettivamente sorprendenti. La più originale di tutte (e che ci auguriamo possa diventare altrettanto efficace) è quella di concedere prestiti alle banche che riverseranno sull'economia reale (e non in finanza...) questa liquidità, a tassi negativi.





Per intenderci, la banca che riceverà denaro da utilizzare con questa finalità, riceverà (e non pagherà) anche un tasso di interesse.

E poi, la FED. Con una camaleontica politica monetaria che non vuole più prevenire gli eventi ma che, al contrario, segue di pari passo i dati economici, la Banca Centrale americana si è messa a disposizione dei mercati finanziari.

Il prospettato aumento dei tassi, iniziato nel dicembre dello scorso anno e che avrebbe dovuto proseguire con una moderata ma costante continuità nel corso di quest'anno, è stato per ora accantonato. La crescita economica americana, pur non essendo particolarmente forte, non è però neanche così debole da giustificare questo cambio di atteggiamento da parte della Banca Centrale. Ma la FED, timorosa di quanto avviene all'estero, è obbligata a tener conto degli effetti della propria politica monetaria sulle economie emergenti ed in particolare sulla Cina.

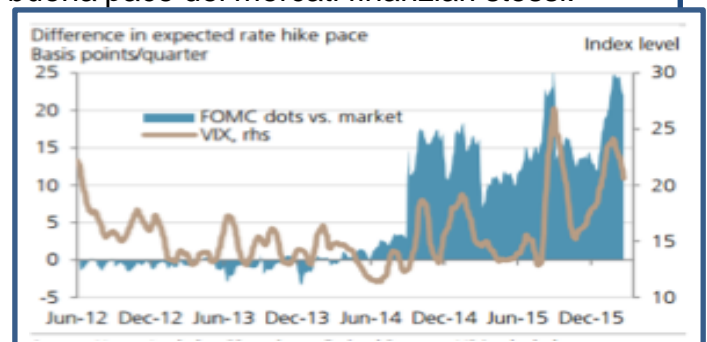
Se alzasse i tassi il dollaro salirebbe ulteriormente, costringendo la Cina a svalutare. Questo comporterebbe un ulteriore deflusso di capitali che peserebbe sulla stabilità finanziaria (e valutaria) cinese che, a difesa, si vedrebbe costretta a ridurre ulteriormente le proprie riserve. In cosa sono investite queste riserve, il tesoretto della Cina? Buona parte in titoli di Stato americani che andrebbero sul mercato. Tutto qua.

Speranze

La FED si trova in una trappola perfetta. Da un lato dovrebbe normalizzare la propria politica monetaria che, dopo dieci anni, vede ancora i tassi di interesse ingiustificatamente bassi e non coerenti oggi con un livello da piena occupazione che sta, poco alla volta, spingendo al rialzo il costo del lavoro e con questo le prospettive di inflazione, pur in presenza di una bassa produttività e ancora elevata sovra-capacità produttiva.

La dissonanza fra le aspettative di rialzo dei tassi espresse dalla Fed lo scorso anno (i famosi dots...) e quelle invece molto più contenute dei mercati finanziari, è stato forse il principale fattore dell'aumentata volatilità di questo 2016.

Con un voltafaccia sorprendente la Banca Centrale Usa si è adeguata quindi a quanto sperava il mercato, cioè che i tassi di interesse rimanessero lì dove stavano, con buona pace dei mercati finanziari stessi.



Le vere speranze andrebbero, penso, rivolte invece verso le prospettate ma solo parzialmente attuate, riforme fiscali volte a stimolare la domanda in investimenti e consumi. È più che evidente oramai come la



crisi economica che ha fatto seguito alla crisi finanziaria iniziata nel 2008 sia una “crisi da domanda” che andrebbe aiutata con efficaci politiche fiscali di stimolo, peraltro richieste a gran voce anche dai vari Banchieri Centrali. In realtà l’unica risposta che è stata data sinora è stata l’enorme offerta di liquidità iniettata sulle economie che è andata a tutto vantaggio della finanza. Creando innumerevoli mostri.

Un esempio per tutti è l’elevatissimo uso di acquistare azioni proprie da parte delle aziende sospinto da emissione di debito. Per compensare ed appagare gli azionisti da un ridotto volume di affari (e di utili) portato dal rallentamento economico di questi anni, il buy back azionario ha permesso la distribuzione di utili (inferiori) ma su di un numero più basso di azioni presenti sul mercato, tanto da permettere all’utile per ogni singola azione (EPS, earnings per share) di salire indisturbato.

Rimane però un gioco pericoloso per i mercati finanziari salire per la forza della liquidità rispetto ai fondamentali, che rischia di rendere più dolorosa la successiva caduta.

Cosa fare sui portafogli

Cosa possiamo attenderci da questo trimestre che entra e più in generale dai prossimi mesi. Quasi certamente che questo saliscendi di umori e di mercati continuerà. L’attuale contesto di tassi di interesse così bassi o addirittura negativi, spinge l’enorme liquidità presente sui mercati a ricercare (o meglio, creare) un rendimento dall’oscillazione dei prezzi che compensi il mancato introito dall’incasso delle cedole.

E per ampliare tali movimenti, i mercati “se la cantano e se la suonano” da soli, in particolare in quelle giornate di dati economici particolarmente importanti e, soprattutto, quando parlano le Banche Centrali, creando artificiosi presupposti di panico ed euforia, anche all’interno della singola giornata.

La cautela della politica monetaria Usa, timorosa degli effetti che il primo timido tentativo di rialzo ha già provocato, dovrà affrontare nei prossimi mesi ulteriori sfide che si chiamano Brexit ed elezioni presidenziali americane che verranno abilmente utilizzate dalla finanza per garantirsi lo status quo sui tassi. Di conseguenza, visto che i tassi di interesse rimarranno bassi (o negativi) ancora per molto tempo, gioco forza l’unica asset class dove poter investire i propri capitali rimane quella azionaria, con un corretto rispetto del proprio profilo di rischio ed orizzonte di tempo.



I mesi primaverili non sono solitamente il miglior periodo per le borse ma l'elevata dispersione delle valutazioni renderà interessante l'attività di stock picking che fa già intravedere nei titoli industriali o high tech alcune opportunità.

Tassi che non salgono, dollaro che non si rafforza ulteriormente, mercati emergenti che respirano e borse che salgono è il goldilocks della finanza. Almeno fino a quando l'"orso" non verrà a rubarci il prezioso miele.

Massimo Jakelich

Disclaimer

La presente pubblicazione è distribuita da Azimut Wealth Management. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, Azimut Wealth Management non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza Azimut Wealth Management declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Né Azimut Wealth Management né alcuna società appartenente al Gruppo Azimut potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione. Azimut Wealth Management ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. Azimut Wealth Management può occasionalmente, a proprio insindacabile giudizio, assumere posizioni lunghe o corte con riferimento ai prodotti finanziari eventualmente menzionati nella presente pubblicazione. In nessun caso e per nessuna ragione Azimut Wealth Management sarà tenuta, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.

Il presente documento è riservato esclusivamente ai soggetti collocatori. Leggere attentamente il Prospetto Informativo prima dell'adesione. Le informazioni contenute in questa pubblicazione non costituiscono un'offerta ma hanno solo uno scopo informativo. Non vi è nessuna garanzia di ottenere uguali rendimenti per il futuro.



LA ROSA DEI VENTI