

L'ALPHA E IL BETA



14 maggio 2018

La grande incertezza

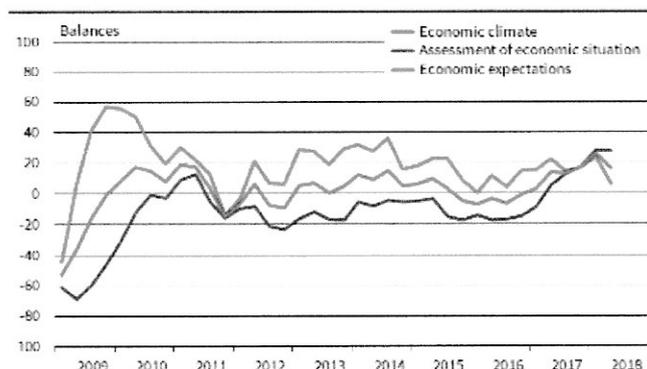
Dollaro e Treasury costituiscono le principali fonti di incertezza per i mercati emergenti, un "caso" che per GAM resta ancora valido.

Poco meno di un anno fa, nel giugno 2017, l'Argentina collocava senza difficoltà 2,75 miliardi di dollari in un'emissione a cento anni. La domanda arrivò a sfiorare i dieci miliardi di dollari, il rendimento aggiudicato fu di 7,9%, non male per un paese che era tornato sui mercati da appena un anno dopo il terribile default del 2001.

Temerari, diremmo oggi di quei sottoscrittori, forti del comodo senno del poi. Forse era presto per scommettere su un titolo a cent'anni di un paese che in duecento aveva dichiarato default otto volte, ma "più che 'l dolor poté il digiuno": c'era fame di rendimento e i fondi pensione e gli altri grandi soggetti istituzionali non andarono tanto per il sottile.

Nel frattempo il valore dell'emissione secolare è passato da un sontuoso 105 al mortificante 85, l'Argentina è costretta a chiedere aiuto al Fondo Monetario.

La vicenda del peso argentino, e quella analoga della lira turca, suonano come un avvertimento, il cambiamento di scenario comporta il minore interesse per i mercati emergenti. Buone ragioni per pensarlo non mancano, le lancette del barometro dell'economia globale sembrano puntare verso la bassa pressione e in effetti l'ultimo Rapporto sull'economia globale dell'Istituto di Ricerca GES-Ifo parla proprio di "peggioramento del clima" un po' ovunque.



Ifo World Economic Climate. Fonte: Ifo World Economic Survey, II/2018, @Ifo Institute

L'elenco delle perturbazioni è noto: dollaro in salita, petrolio e Treasury a livelli che non si vedevano dal 2014, tassi argentini che volano dal 27% al 40%, le due crisi degli Stati Uniti con l'Iran per un verso e con la Cina per l'altro. In America Latina il 2018 è anche anno di elezioni: Colombia, Messico, Venezuela, Brasile, una chicane elettorale che coinvolge circa trecentocinquanta milioni di persone. Il 1° luglio si voterà in Messico. Il presidente messicano Nieto sembrava l'uomo delle riforme ma al termine del mandato si presenta con un bilancio modesto, non è riuscito a fermare la violenza, la corruzione e i traffici dei cartelli della droga. La vittoria di uno dei tre candidati si giocherà probabilmente in uno scarto minimo. Il peso resta ostaggio dell'incertezza politica interna ma anche dei rapporti con l'ingombrante vicino, soprattutto nella questione aperta del Nafta. In Brasile le elezioni si svolgeranno in un contesto di inquietudine, con l'attuale presidente Temer poco amato dall'elettorato e un ex presidente, Lula, amato ma alle prese con la giustizia e, allo stato, non candidabile.

Più a nord, Donald Trump ha siglato il ritiro degli Stati Uniti dall'accordo con l'Iran firmato nel 2015. Con effetto immediato sono state ripristinate le sanzioni economiche (in realtà forme di pressione economica non erano mai cessate) che metteranno in difficoltà molte aziende europee.

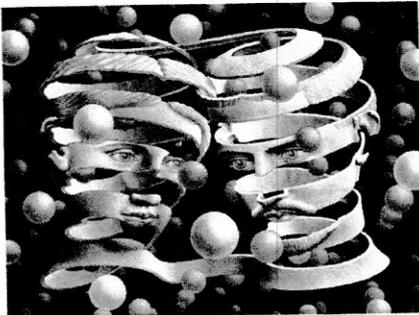
Una mossa che scuote la tradizionale alleanza atlantica, con i paesi europei che pure tentano di non esacerbare le differenze.

Merkel, May, Macron hanno provato "a ricucire per quanto possibile il rapporto o evitare di apparire responsabili di una rottura" dice Sergio Romano "se non riescono è probabile che adottino una linea diversa, di maggiore durezza nei confronti degli Stati Uniti, in materia di commercio, di rapporti tra alleati atlantici, e in altri campi come quello del clima".

Una crisi gratuita, non necessaria, gli Stati Uniti sono divenuti essi stessi fattore di instabilità.

Al netto delle condizioni politiche globali, si stanno inasprendo anche le condizioni finanziarie che, combinate con il rafforzamento del dollaro, puntano dritto alla parte più vulnerabile dell'eco-sistema finanziario globale, le economie emergenti.

Ce n'è abbastanza per togliere serenità all'investitore nervoso.

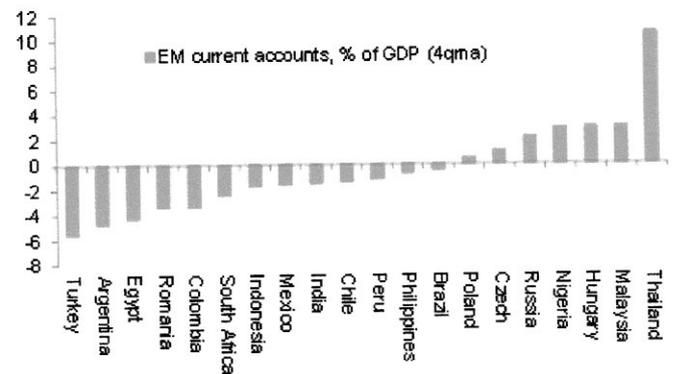


Bond of Union, M.C. Escher, 1956

Ma l'approccio alle economie emergenti non può essere ridotto e compreso nella diade semplificatoria del "risk-on/risk-off". Come in un lavoro di Escher, le prospettive si dilatano e ingannano, la semplicità si trasforma in complessità. In un orizzonte di lungo periodo il "caso dei mercati emergenti" per noi in GAM resta intatto.

Dopo aver dato soddisfazioni agli investitori negli ultimi due anni, le economie emergenti continuano a beneficiare del contesto di crescita globale e del miglioramento dei conti pubblici (il rebalancing di cui L'Alpha e il Beta ha parlato il 20.11.2017 e 19.3.2018).

Nel 2013 furono le parole di Bernanke a dare il via al sanguinoso sell-off, ma i veri colpevoli furono gli ampi deficit commerciali. Oggi le condizioni sono molto diverse, e non è un caso che Argentina e Turchia siano accumulate da forti squilibri finanziari con l'estero. Le valute emergenti tendono ad avere maggiore stabilità, la crescita economica e i rendimenti ancora generosi continuano a esercitare attrattività per i capitali e per i grandi investitori istituzionali, ancora sottopeso.



Fonte: GAM, Haver analytics

Rispetto al passato, molti paesi emergenti hanno riserve internazionali e conti sufficientemente in equilibrio per onorare i propri impegni anche in dollari. La scelta dei singoli titoli in un portafoglio segue sempre la logica "bottom-up", l'approccio che fonda sull'analisi dei fondamentali delle società. Ma nei mercati emergenti c'è, a complicare le cose, la variabile del cambio, le oscillazioni valutarie sono frequenti, ampie, brusche, tali da annullare gli effetti delle buone scelte selettive.

Per questo la gestione dei mercati emergenti è soprattutto gestione del rischio valutario.

Le variabili principali che regolano i destini di performance dell'asset class sono il dollaro e il rendimento del Treasury. Dopo la corsa iniziata a metà aprile, il biglietto verde ha preso una pausa la settimana scorsa, gli ultimi dati su salari e inflazione sono stati al di sotto delle attese, meno allarmanti. L'inflazione "core", quella rilevata al netto delle componenti volatili di alimentari ed energia, è cresciuta di 0,1%, per un valore annualizzato di 2,1%.

In un orizzonte di medio termine, è difficile immaginare che prosegua la forza rialzista del dollaro. Il taglio delle tasse è un indubbio aiuto a Corporate America ma il debito federale è destinato a aumentare. In termini relativi, le economie europea ed emergenti, più indietro, mostrano maggiori potenzialità rispetto agli Stati Uniti. Il dollaro potrà riacquisire forza quando si manifesteranno evidenze dell'esaurimento della fase del ciclo, non ancora alle viste nel nostro principale scenario: la crescita globale ha ancora combustibile da bruciare, il rallentamento della Cina sarà graduale.

La grande incertezza riguarda l'inflazione e la normalizzazione della Federal Reserve, ma l'incertezza è, alla fin fine, la dimensione ontologica dei mercati.

"Quando qualcuno ti dice di sapere l'esatta verità di ogni cosa, puoi esser sicuro di avere a che fare con una persona approssimativa" diceva Bertrand Russell "la certezza soggettiva è inversamente proporzionale alla certezza oggettiva".

Nonostante "fare previsioni sia difficile, soprattutto sul futuro", un occhio ai fondamentali e uno all'orizzonte temporale rendono ancora confortevole l'investimento in azioni e obbligazioni emergenti, anche in valuta locale. Ma, lo abbiamo detto spesso in questa newsletter, il metodo fa premio sulle previsioni.

La raccomandazione agli investitori è pertanto duplice: da una parte ribadiamo la ragionevolezza del posizionamento nell'asset class dei paesi emergenti, dall'altra raccomandiamo di condurre una specie di "stress test" sul portafoglio, magari con l'aiuto di un esperto di fiducia. Nel contesto "Post-New Normal" non ci sono classi di attivo immuni dal rischio di repricing e il nostro invito è di verificare la "tenuta" del proprio portafoglio all'aumento dei tassi di interesse, verificare se la diversificazione è adeguata, se alle classi di attivo tradizionali, azioni e obbligazioni, si affiancano altre e diverse strategie.

PS

Questo è L'Alpha e il Beta nr. 300. Dal primo numero, il 3 gennaio 2012 sono passati più di sei anni. In questo arco di tempo sono cambiati gli scenari economici ma non sono cambiati, e mai cambieranno, i comportamenti degli investitori, che ripeteranno i medesimi errori e cadranno nelle medesime false certezze. Per questa ragione non cambieranno mai neppure i buoni consigli, sempre gli stessi a dispetto dell'imprevedibilità dei mercati: diversificazione efficiente, orizzonte temporale congruo, un esperto di fiducia con il quale confrontarsi. Su questo crinale c'è anche L'Alpha e il Beta, che continuerà a dare conto dei mercati, eviterà per quanto possibile le previsioni, ricorderà l'importanza del metodo. In questi sei anni anche questa newsletter è cambiata, cresciuta nell'apprezzamento e nel numero di lettori. A tutte e a tutti loro vada il grazie mio e dei colleghi di GAM Italia. Non perdiamoci di vista, let's stay tuned!



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

www.gam.com seguiteci anche su:



Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.