

Focus strategie

RITORNO ALLA NORMALITÀ: PERCHÉ L'ASIA NON DOVREBBE TEMERE LA NORMALIZZAZIONE

di Flavia Cheong*

A inizio anno è stato pubblicato il libro chiamato "Money: How the destruction of the Dollar Threatens the Global Economy – and What We Can Do About It", di cui Steve Forbes è coautore. Sulla copertina troneggia l'immagine di una banconota da un dollaro, col ritratto di George Washington al centro, da cui sono stati strappati dei pezzi. Eppure, guardando al 2015, la prospettiva di un dollaro Usa in declino definitivo, non sfiora neppure i nostri pensieri.

Quest'anno, il dollaro si è rafforzato nei confronti della maggior parte delle valute principali. Secondo le nostre previsioni, entro sei mesi il dollaro sarà scambiato ai livelli massimi rispetto all'euro dalla crisi del debito sovrano in Europa, mentre il cambio sullo yen farà registrare i livelli massimi da dicembre 2007. Tali previsioni si basano sulla convinzione che gli Usa faranno registrare una ripresa più rapida rispetto alle altre economie principali, consentendo alla Banca Centrale di aumentare i tassi di interesse a metà 2015. Si tratterebbe del primo aumento dei tassi dal 2006 e aprirebbe la strada alla cosiddetta "normalizzazione" della politica monetaria Usa dopo la fine del quantitative easing, ovvero il controverso piano di incentivi finanziari ideato a supporto dei mercati instabili in seguito alla crisi finanziaria mondiale. A rendere il dollaro (e gli asset denominati in tale valuta) più interessante è inoltre la divergenza tra la politica della Fed e l'orientamento della Banca Centrale Europea (che mette in conto ulteriori manovre di incentivazione che indeboliranno l'euro) e della Bank of Japan (in cui la debolezza dello yen costituisce un elemento centrale delle politiche economiche del Primo Ministro Shinzo Abe). Con gli asset Usa che riscuotono ancora una volta il favore dei mercati, a rigor di logica, gli investitori internazionali abbandoneranno gli investimenti più rischiosi sui mercati emergenti. I primi sentori di un tale sviluppo si erano già avuti lo scorso anno, quando l'ex presidente della Fed, Ben Bernanke, aveva avvertito sull'imminente fine delle politiche di stimolo monetario.

In qualità di gestori di fondi a lungo termine in Asia, osserviamo attentamente il previsto cambiamento della politica della Banca Centrale statunitense. L'incertezza circa la tempistica e le inquietudini in merito alla solidità della ripresa globale hanno già determinato il ritorno della volatilità del mercato dopo un periodo prolungato di relativa stabilità. Tuttavia, siamo abbastanza fiduciosi circa le capacità di ripresa dei mercati asiatici. Una delle conseguenze più importanti del "taper tantrum" dello scorso anno è stato il processo di adeguamento osservato nei mercati emergenti: i deficit delle partite correnti, sostanzialmente riconducibili al grado di eccedenza delle importazioni rispetto alle esportazioni, si sono al momento ridotti (o almeno non sono aumentati); i tassi di interesse reali stanno entrando in territorio positivo e i tassi di cambio reali hanno fatto osservare un deprezzamento (contribuendo a ridurre le importazioni e a gestire i deficit). In India, ad esempio, titoli azionari e valute hanno registrato una ripresa rispetto ai bruschi cali dello scorso anno. Buona parte di tale sviluppo è certamente riconducibile all'euforia elettorale nella speranza che Narendra Modi, il nuovo primo ministro favorevole alle imprese, sostenga le riforme di cui il Paese ha particolare bisogno. Il Paese ha comunque compiuto enormi passi avanti nell'affrontare i segnali di debolezza economica responsabili dei timori degli investitori. L'aumento dei tassi di interesse e il rafforzamento del dollaro potrebbero segnare la fine del contesto d'investimento favorevole che ha caratterizzato buona parte dell'era post crisi finanziaria. Tuttavia, sarebbe errato concludere che il rafforzamento del dollaro è automaticamente sfavorevole per i titoli dei mercati emergenti.

Uno sguardo al rapporto tra le performance delle azioni dei mercati emergenti (rispetto ai mercati sviluppati) e la forza del dollaro Usa negli ultimi venticinque anni mostra lunghi periodi, nel 1993, 1999, 2005 e 2010, di sovraperformance dei mercati emergenti nonostante il rafforzamento del dollaro. Nella migliore delle ipotesi, dunque, la correlazione risulta casuale. La normalizzazione della politica monetaria si basa sull'ipotesi di una ripresa economica americana sostenibile che avrebbe effetti positivi per la crescita delle esportazioni asiatiche. Di tale sviluppo dovrebbero beneficiare quasi tutte le economie della regione. Nonostante un paio di eccezioni di alto profilo, la maggior parte di queste presentano un surplus delle partite correnti, una delle ragioni per cui confermiamo la predilezione per l'Asia come meta di investimento. Riteniamo pertanto che i benefici a lungo termine siano superiori rispetto agli inevitabili contraccolpi a breve termine. Grazie alle politiche della Banca centrale di Hong Kong e di Singapore, i bassi tassi di interesse Usa sono stati replicati su entrambi i mercati, incoraggiando la speculazione che ha contribuito a creare due dei mercati immobiliari più costosi del mondo. I tassi di interesse a livelli "normali" dovrebbero invece generare investimenti più produttivi.

La fine delle politiche di incentivi finanziari non è un fattore negativo. Tali politiche, di fatto, hanno ridicolizzato i metodi tradizionali della valutazione di valore e rischio, pertanto la loro fine eliminerà dai mercati i capitali speculativi e segnerà il ritorno ai fondamentali e alla ricerca della qualità, portando i mercati a registrare un miglioramento nel lungo termine.

*Investment Director, Equities - Asia, Aberdeen Asset Management

LE POLITICHE MONETARIE FAVORISCONO I MERCATI AZIONARI EUROPEI E GIAPPONESE

di Andrea Cuturi*

Nel 2015 ci attendiamo che la liquidità continui a fare premio sui fondamentali economici, a livello globale. Il primo trimestre dell'anno vedrà un ideale passaggio di testimone, in termini di stimolo monetario, dalla Fed alla Banca Centrale Europea, con il lancio, da parte di quest'ultima, di un programma di acquisto di titoli governativi, il 22 gennaio, o al più tardi il 5 marzo. L'unica

incertezza, a parte il *timing*, sembra essere la dimensione del programma, ma il *gap* tra l'obiettivo di bilancio Bce ufficializzato da Draghi e quanto ragionevolmente ottenibile con le misure sinora varate indica che il nuovo programma dovrebbe partire dai 500 miliardi di euro in su. Il *quantitative easing* europeo, insieme con quello già in atto in Giappone, produrrà nel 2015 addirittura un'accelerazione dello stimolo monetario straordinario immesso nel sistema dalle principali Banche Centrali, offrendo un forte supporto agli asset. I mercati azionari europei e giapponese, che offrono, a nostro avviso, valutazioni attraenti, ne trarranno maggiore beneficio. Le diverse scadenze politiche del 2015 e in particolare l'elezione del Presidente della Repubblica in Grecia e in Italia saranno fonte di episodi di volatilità, ma alla fine verranno archiviate con successo.

Le ricadute del crollo del petrolio continueranno a produrre effetti sui mercati. Tra i principali impatti negativi, quello sugli utili del settore energia, in particolare in Usa dove la shale oil *industry* ha attirato ingenti investimenti, che su questi livelli risultano parzialmente improduttivi. Ulteriori cali rischiano di generare un ciclo di default nel settore *high yield* Us. Vi è poi l'effetto sui conti dei Paesi esportatori, primo tra tutti la Russia, che agli effetti del crollo somma quelli derivanti dalle sanzioni per la crisi ucraina.

Dal punto di vista dei vantaggi, il calo del petrolio costituisce una sorta di "taglio delle tasse" per il consumatore globale. Ciò è particolarmente vero per i Paesi forti importatori come India e Giappone, e quelli dove si fa largo uso di carburanti e dove il prezzo degli stessi è assai correlato a quello della materia prima, come gli Usa.

Una permanenza del greggio sui livelli attuali avrà un effetto tangibile sul ciclo globale. La divergenza tra il ciclo economico Us e quello degli altri blocchi principali (area Euro, Giappone e Cina) determinerà un crescente divario tra le rispettive politiche monetarie, con la Fed intenta a normalizzare la propria mentre le altre banche centrali saranno ancora a lungo impegnate ad aumentare l'*easing* monetario. Ciò continuerà a favorire il dollaro, il cui potenziale di apprezzamento contro euro, yen e sterlina resta intatto nonostante il forte movimento della seconda metà del 2014.

La svalutazione delle rispettive divise continuerà ad avere un effetto positivo sui margini delle aziende giapponesi ed europee. Sulle prime i benefici sono evidenti da tempo, mentre sulle seconde dovrebbero fare la propria comparsa a partire dal primo trimestre del 2015.

***Chief Investment Officer di Anthilia Capital Partners Sgr**

PUNTARE SUI FONDI LONG/SHORT EQUITY GESTITI DA VERI STOCK PICKER

di Giacomo Mergoni*

Le principali economie mondiali si presentano alla fine del 2014 confermando sostanzialmente lo scenario di inizio anno. Dividendo il mondo, per semplificazione, in tre blocchi principali (Usa, Europa, Cina), si nota come questi si presentino in tre fasi diverse del ciclo economico.

Gli Stati Uniti hanno confermato la lenta ripresa in corso, il dollaro si è rafforzato, tornando intorno a un *fair value* di lungo periodo, il sistema industriale è forte e l'*over capacity* si sta riassorbendo. In Europa stiamo finalmente realizzando di trovarci in piena deflazione ed essendo i governi oberati dai debiti, stiamo discutendo di politiche monetarie non convenzionali.

In Cina, dopo tre anni in cui gli investitori si interrogano sull'*hard landing*, ci sembra più corretto parlare di un *long landing*. Il governo continua a concentrarsi sulla qualità della vita e la crescita domestica, cercando di togliere ossigeno alla speculazione e contemporaneamente di sostenere la domanda di credito al consumo. Nonostante queste divergenze, gli strumenti adoperati dai vari governi sono pressoché gli stessi: tassi bassi e una corsa alla svalutazione per agevolare l'export sono un tema comune, con alterne fortune. Chi può permetterselo, cioè la Cina, utilizza le leve fiscali.

Dopo il sincronismo della crisi del 2008, ci troviamo oggi in un momento di disallineamento tra i grandi blocchi. I mercati nel 2014 hanno reagito con grande nervosismo (= volatilità) e una sostanziale ricerca di sicurezza relativa. I grandi investitori americani hanno rimpatriato molti dei loro investimenti esteri, spingendo il dollaro al rialzo e arrivando a livelli di esposizione verso Europa e mercati emergenti vicini ai minimi storici. In Europa è continuata la folle corsa verso i Governativi.

Per il 2015 non ci attendiamo nulla di diverso e riteniamo che le strategie Long/short equity abbiano le maggiori probabilità di generare ritorni positivi nel medio/lungo termine con un profilo di rischio medio/basso. Negli Stati Uniti, tre anni di *bull market* hanno spinto al rialzo anche aziende dagli *economics* non sostenibili, che oggi si trovano a valutazioni stellari su margini al picco del ciclo (ad es. *retailer*, catene di ristoranti, *software as a services*).

Al contrario, settori considerati meno *growth* quotano sotto o al patrimonio netto (banche, assicurazioni, alcuni Reit). In Europa si trovano Paesi come l'Italia che offrono enormi potenzialità, con dati macro e micro e valutazioni di gran lunga sotto le medie storiche. Anche qui settori considerati meno domestici (i *player* internazionali) quotano a premio rispetto ai settori domestici (*media*, *real estate*, telecom, banche) e il Paese in generale quota al minimo storico di sempre rispetto alla Germania che pure sta mostrando segni di rallentamento.

Le azioni dei governi e della Bce hanno oggi un'importanza superiore al dovuto e questo manterrà alta la volatilità. In Cina i titoli delle infrastrutture e molti esportatori continueranno a soffrire mentre i titoli legati ai consumi domestici beneficeranno delle azioni del governo e della Cboc che hanno molte munizioni a disposizione. Di fronte a questo scenario riteniamo che solo i fondi Long/short equity gestiti da veri *stock picker*, e non da *trader*, abbiano gli strumenti per sfruttare le incongruenze che il tormentone *risk on/risk off* inevitabilmente genererà anche nel 2015.

***Ceo Banor Capital Ltd**

APPROCCIO TATTICO E DINAMICO PER ESPORSI ALLE OBBLIGAZIONI FINANZIARIE

di Cyril Parison*

Le obbligazioni finanziarie, tra cui si annoverano i titoli obbligazionari subordinati bancari *non contingent*, i titoli obbligazionari subordinati bancari *contingent* e i titoli obbligazionari ibridi emessi da compagnie assicurative, rappresentano un'ampia fetta del mercato obbligazionario europeo. Tenuto conto dell'eterogeneità di tali titoli, è necessario analizzare ogni segmento in modo a sé stante. Per quanto riguarda i titoli subordinati bancari *non contingent*, cioè principalmente titoli Legacy Tier 2 e Tier 1, si tratta di titoli attualmente costosi e che non presentano più un *appeal* elevato. Senza contare che nel nuovo anno i Tier 2 potrebbero soffrire di nuove emissioni sul primario, emissioni che dovrebbero mantenere un ritmo sostenuto fino al 2019. Per quanto riguarda i titoli subordinati bancari *contingent*, più comunemente noti con il nome di CoCo Bond, è necessario operare una distinzione tra i *contingent* Tier 2, il cui universo non è esteso, e i *contingent capital* AT1, che si caratterizzano per un ritmo di crescita sostenuto (sono previste emissioni per 50 miliardi di dollari nel 2015) ma particolarmente volatile, e che presentano, a fronte di un rischio di assorbimento della perdita, una coppia rendimento / *duration* ad elevato *appeal*.

Il prossimo anno quest'ultimi dovrebbero continuare a sovraperformare l'*equity* bancario per differenti motivi come assenza di visibilità sugli *earning* delle banche europee sul lungo termine, pressione sul Roe e nuovi oneri derivanti da contenziosi. Ovviamente l'*extra* rendimento di tali titoli è riconducibile alla loro natura più rischiosa: non dimentichiamo, infatti, che tali titoli hanno la capacità di assorbire le perdite, nel momento in cui il patrimonio netto di vigilanza della banca emittente scende al di sotto di una soglia predefinita. Inoltre, l'interesse di esporsi ai titoli AT1, che sono titoli perpetui, è dato dalla possibilità di scommettere sulla data di *call*, date che sono in molti casi previste nel breve termine (2018). Infine, per quanto riguarda i titoli subordinati assicurativi, va evidenziato che tali titoli spiccano per una coppia *rating* / rendimento interessante, ma anche per una *duration* lunga che non rappresenta un fattore di rischio alla luce del probabile Qe della Bce.

L'interesse di esporsi a tali titoli, che hanno registrato, in termini di primario, un 2014 molto dinamico riconducibile a ragioni regolamentari, è legato alla loro bassa volatilità. Senza contare che su tale segmento nel breve termine si assisterà, molto probabilmente, a numerosi casi di *upgrade* del *rating*. Nel 2015, per esporsi alle obbligazioni finanziarie è consigliabile adottare un approccio tattico e dinamico che permetterebbe di far fronte agli eventuali rischi, come ad esempio rischi geopolitici, rischi di contenziosi o legati alla nuova regolamentazione. Senza contare che un'esposizione di tal tipo permette di implementare arbitraggi tecnici per sfruttare le inefficienze del mercato o arbitraggi legati all'andamento valutario.

*Responsabile Ricerca Fixed Income Exane Derivatives

INTERESSANTI PROSPETTIVE PER BOND HIGH YIELD, PRESTITI E AZIONI

di Eugene Philalithis*

Per quanto riguarda l'universo del reddito, la ricerca di rendimenti superiori, in un contesto di tassi ridotti, spinge gli investitori verso le asset class più dinamiche e remunerative, favorendo quindi gli investimenti meno convenzionali, come le obbligazioni high yield, i prestiti e le azioni. Nel mercato obbligazionario *investment grade* è possibile cogliere valore in alcune aree, fra cui il comparto finanziario, dove i rendimenti sono interessanti su base relativa ed è in corso un processo strutturale di riduzione dell'indebitamento che dovrebbe giovare agli obbligazionisti. L'asset class delle obbligazioni high yield rappresenta una componente importante all'interno dei portafogli orientati al reddito.

Tuttavia, al fine di ottimizzare i rendimenti riducendo il rischio, la selezione dei singoli titoli riveste un ruolo essenziale. I tassi di insolvenza, in particolare negli Stati Uniti che costituiscono la maggioranza di questo mercato, sembrano destinati a rimanere contenuti e mi aspetto dunque buone performance dalle obbligazioni high yield. Il comparto dei *loan* (prestiti) ha dimostrato una maggiore capacità di tenuta durante le ondate di vendite che hanno colpito le obbligazioni high yield nel corso dell'estate. Il fenomeno è apparso evidente soprattutto in Europa, dove gli operatori istituzionali dominano il mercato, limitando dunque l'impatto dei movimenti speculativi riconducibili a investitori retail. Prevedo che anche nel 2015 i prestiti manterranno questo carattere difensivo rispetto alle obbligazioni high yield. Ritengo che i *default* nel comparto prestiti rimarranno su livelli bassi nei prossimi mesi.

Nell'ambito del debito emergente le prospettive dell'asset class per il 2015 sono positive e prediligo le emissioni in valuta forte, che non sono esposte alla volatilità valutaria che caratterizza le emissioni in valuta locale. Ho inoltre aumentato l'esposizione del fondo al mercato Dim Sum delle obbligazioni denominate in Renminbi, che associano un elevato merito creditizio a rendimenti interessanti. Le infrastrutture rappresentano anch'esse un'asset class interessante sia in ottica di rendimenti che di diversificazione di portafoglio. A mio avviso si possono identificare le migliori opportunità nelle infrastrutture sociali dei mercati sviluppati, le cui performance non dipendono dal ciclo economico. Queste, infatti, sono supportate dalla grande domanda di modernizzazione delle infrastrutture nei Paesi sviluppati e offrono inoltre un maggior grado di trasparenza rispetto a quelle dei Paesi emergenti. Ravviso infine numerose opportunità di investimento nel mercato delle azioni che distribuiscono dividendi. Le valutazioni sono cresciute in linea con la ripresa globale, ma il miglioramento dei risultati societari ha consentito alle imprese di aumentare i dividendi. Grazie al progredire della crescita globale, molte società stanno rafforzando la propria posizione patrimoniale e quelle che vantano grande liquidità e politiche di gestione favorevoli ai dividendi potrebbero offrire un buon flusso di reddito nel corso del prossimo anno.

*Gestore di FF Global Multi Asset Income Fund