

LA FED VERSO LA «STRETTA»

77

Il rialzo dei tassi non ferma le Borse: Wall Street punta sui settori «protetti»

Maximilian Cellino ► pagina 6

Mercati globali

L'ATTESA DEL CAMBIO DI ROTTA SUI TASSI

Chi vince

A beneficiare di un aumento del costo del denaro sono soprattutto banche e società legate al ciclo

Chi perde

Le più penalizzate sono solitamente le utility e i gruppi di telecomunicazioni

Borse, ecco chi brinda al rialzo dei tassi Usa

Negli ultimi 6 cicli «restrittivi», Wall Street ha sempre guadagnato - Per ora l'attesa non preoccupa

Maximilian Cellino

— Chi ha paura di un rialzo dei tassi della Federal Reserve? A giudicare dalla risposta dei mercati di venerdì scorso, quando il dato superiore alle attese sull'occupazione Usa ha accresciuto le possibilità di un intervento già a dicembre, non devono essere poi molti: Wall Street ha infatti reagito con un'alzata di spalle, nel giorno in cui per giunta il dollaro si è sensibilmente rafforzato e i rendimenti dei Treasury Usa sono cresciuti come da copione.

Gli esempi passati non contribuiscono del resto a turbare i sonni degli investitori: nei sei cicli rialzisti degli ultimi 30 anni Wall Street si è sempre avvantaggiata e, tranne nel 1994 quando la mossa e la sua ampiezza avevano colto di sorpresa i mercati, lo ha fatto praticamente fin da subito. La ragione più evidente di quest'anomalia soltanto apparente è che quando una banca centrale aumenta i tassi la ripresa economica è ben avviata: il vento che soffiava in poppa per via della crescita è dunque tale da far superare l'ostacolo di un costo del denaro maggiore.

Certo, è innegabile che ogni ciclo economico e monetario fac-

cia storia a sé e niente sia in fondo ripetibile. Tanto più che allo scenario attuale di particolarità non mancano, a partire dal livello minimo da cui i tassi Fed partono (praticamente zero) per proseguire con le quotazioni non certo a buon mercato di Wall Street (vicina ai massimi storici). Esistono comunque fondati motivi per rimanere fiduciosi: «Il processo verso la normalizzazione della politica monetaria sarà graduale e richiederà verosimilmente un tempo considerevole - spiega Richard Gillham, Head of product specialists di Legg Mason - e nella transizione fra un tasso estremamente accomodante e uno più normale le Borse possono continuare a comportarsi bene».

Quando si guarda alle società che si avvantaggiano di più se i tassi crescono sono generalmente le banche a figurare in testa alle classifiche di preferenza. Questo perché i loro margini, ovvero il differenziale fra gli interessi generati dall'attività caratteristica delle banche (cioè i prestiti) e quelli pagati a chi fornisce loro il denaro (cioè i depositi), aumentano in genere proporzionalmente al livello dei tassi di inte-

resse fissati dalle banche centrali.

Ma il settore finanziario non è certo l'unico beneficiario: occorre infatti pensare che quando la Fed rialza i tassi l'economia Usa gira a un ritmo sostenuto o comunque si avvicina al potenziale. Tutti i settori legati alla crescita tenderanno quindi a performare in modo migliore rispetto ai classici difensivi. «Il miglioramento del clima occupazionale, unito a una situazione più stabile sul mercato immobiliare - continua Gillham - rende i consumatori più propensi a spendere denaro, non solo per le necessità quotidiane: di questa situazione potrebbero avvantaggiarsi quindi tutte quelle società che producono beni di consumo discrezionali». Spazio dunque a chi tradizionalmente beneficia della ripresa, mentre tra i penalizzati potrebbero esserci invece utility e telecomunicazioni. «Il valore relativamente stabile e l'affidabilità dei dividendi - sottolinea ancora Gillham - rende le azioni di queste società meno collegate al ciclo economico e più simili nel comportamento alle obbligazioni, che tendono quindi a soffrire in uno scenario di tassi crescenti».

La storia degli ultimi decenni dimostra che in tempi di politica restrittiva negli Stati Uniti anche i mercati nel resto del mondo ne traggono beneficio. I dubbi, sotto questo aspetto, si concentrano soprattutto sull'area emergente, che soffre nei momenti in cui la liquidità si riduce e il dollaro si rafforza. E che già ha accusato il colpo, sia quando si è iniziato a parlare di una riduzione dello stimolo monetario negli Usa (il «tapering») nella primavera dello scorso anno, sia in tempi più recenti a causa del crollo delle materie prime e della bufera cinese.

Anche in questo caso però la reazione non è necessariamente automatica. «La frenata della Cina appare in assestamento, così come la crisi delle materie prime - osserva Luca Riboldi, direttore degli investimenti di Banor - e se a questo si aggiunge che negli ultimi giorni il dollaro ha guadagnato terreno soprattutto sull'euro e in misura inferiore su valute come il real brasiliano esistono fondati motivi per guardare di nuovo con occhio costruttivo anche i mercati emergenti, le cui valutazioni sono tornate accettabili».

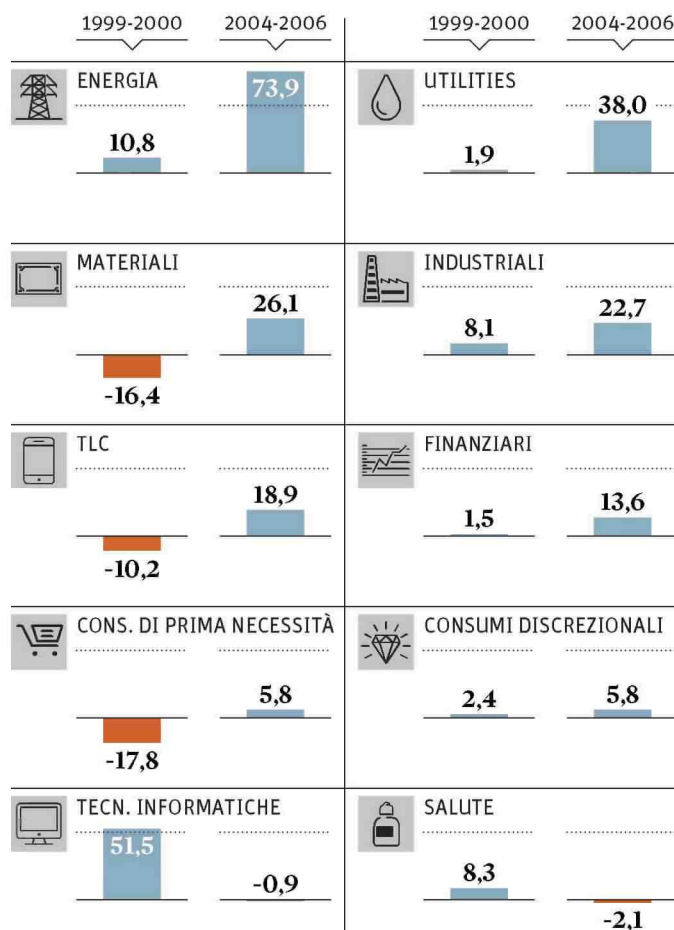
Il rialzo dei tassi Usa e il conse-

guente rafforzamento del dollaro non può inoltre fare altro che bene all'Europa, soprattutto «periferica», le cui aziende possono sfruttare al tempo stesso un cambio più concorrenziale e la ripresa americana. Cosa invece potrebbe far deragliare uno scenario che appare quasi idilliaco è forse paradossale: «C'è il rischio che la Fed si sia mossa troppo tardi sui tassi e che la situazione le sfugga di mano facendo salire eccessivamente anche i tassi a lungo termine Usa», azzarda Riboldi. Gli investitori, in questo caso, dovrebbero riconsiderare i premi al rischio. E Wall Street sarebbe la prima a soffrirne.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

Chi vince e chi perde con i rialzi dei tassi Usa

I settori di Wall Street nelle ultime due fasi rialziste dei tassi.
 Periodi giugno 1999 - maggio 2000 e giugno 2004 - giugno 2006

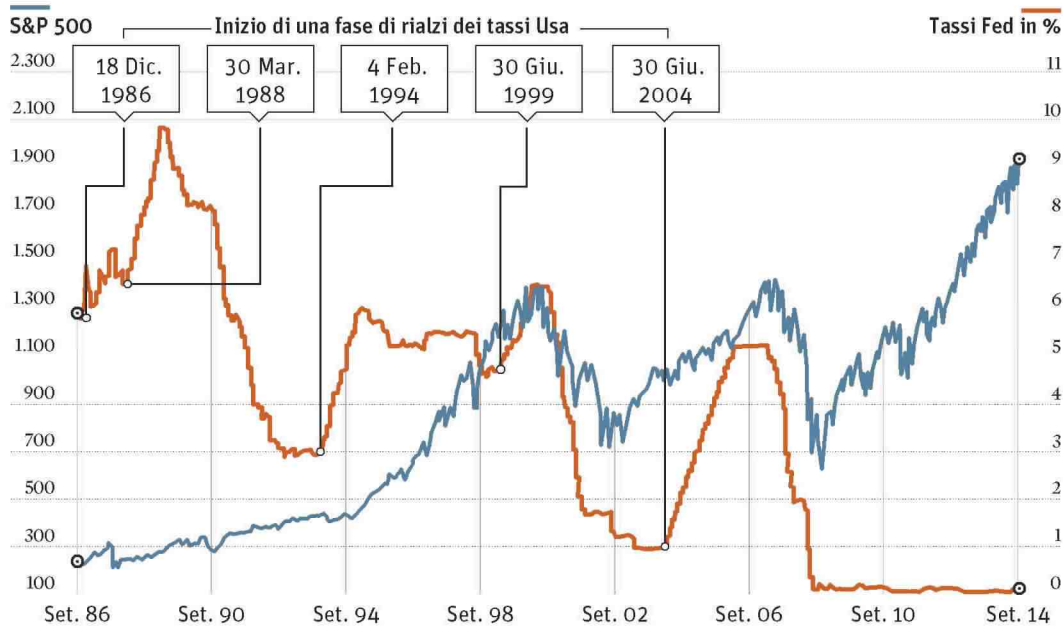


Fonte: Thomson Reuters

La reazione dei mercati quando la Fed "stringe"

CONFRONTO STORICO

Indice di Wall Street e tassi Fed



LA CLASSIFICA

Performance media durante le fasi restrittive della Fed. In %

Materie prime	25,2
Azioni Paesi emergenti	18,9
Azioni globali	14,6
Azioni Usa	9,9
Mercato monetario Usa	7,0
Titoli Usa legati all'inflazione	6,6
Bond high yield Usa	5,1
Titoli di Stato Usa	2,1
Corporate bond Usa	1,9
Titoli di Stato globali	1,9

Fonte: Allianz Global Investors