

Il Punto Mensile sui Mercati

Alcune volte penso che mi piacerebbe moltissimo avere la possibilità di bermi una birra insieme a Ben (Bernanke), in un pub non troppo rumoroso per sapere davvero come stanno le cose. Quello che è successo nel mese di settembre in merito al mancato tapering, infatti, mi ha lasciato molto perplesso facendomi dubitare su quali siano effettivamente le condizioni dell'economia a stelle e strisce.

Fortunatamente, avevamo già messo in preventivo il nostro consueto giro trimestrale nella patria dell'asset management europeo (London calling) e anche se non abbiamo bevuto la birra con Ben, abbiamo comunque parlato con alcuni dei migliori gestori al mondo (proseguendo le conversazioni anche davanti ad una pinta..). In particolare, eravamo molto curiosi sulla loro view, visto che in settembre sono stati pubblicati dei report che mostravano per la prima volta dei segnali di ripresa economica e un debole ottimismo già cominciava a serpeggiare tra gli operatori finanziari.

Abbiamo trovato un Nickolas Walewski non particolarmente eccitato della situazione che stiamo vivendo, anche se dice di intravedere dei segnali incoraggianti provenienti dalla Spagna, ma non dall'Italia. Ovviamente eravamo in pieno scontro politico PDL/ governo Letta e quindi i timori erano in quel momento più ampi riguardo la situazione del Bel Paese. Per Walewski, ad esempio, diventa essenziale che Draghi impedisca all'euro di rafforzarsi ulteriormente, per non soffocare sul nascere la debole ripresa europea.

Anche dopo molti incontri, dove abbiamo trovato ancora una volta una visione molto attenta ed articolata è stato alla Ruffer LLP. Confrontandoci con il gestore specializzato sul Giappone, come già ci aveva anticipato nell'incontro precedente, abbiamo avuto la conferma che il deleveraging nel Paese del Sol Levante è finalmente finito nel corso del 2012 e dopo vent'anni le banche sono più fiduciose nella concessione di prestiti. Il valore degli asset reali (forniti come collaterali) è ben prezzato e quindi i rischi sono molto contenuti, per tale motivo oltre agli Abenomics, abbiamo davanti anche la possibilità che riparta un ciclo basato sull'espansione del credito. A conferma di questo, basti vedere il grafico che mette a confronto i bilanci della banca centrale giapponese con quelli della Bce e della Fed.

Tra gli aspetti di positività presentati dal mercato giapponese in questo momento non va dimenticato quello importantissimo legato alla stabilità politica. Dopo anni di numerose alternanze di governo (vi ricorda qualcosa?), le ultime elezioni hanno finalmente sancito che Abe governerà almeno per i prossimi tre anni. Ovviamente questo ha un impatto positivo per le aziende che di fronte alla stabilità politica sono più libere di investire potendo contare su un orizzonte di medio/lungo termine. Oltre a ciò, ci è stato riferito che sarebbero già pronti per decollare ingenti investimenti sul mercato giapponese da parte di grandi investitori istituzionali americani, qualora la stabilità della ripresa venisse ulteriormente confermata.

Non dimentichiamo il fattore valutario. Attendarsi un cambio dollaro yen a 115-120 è tutt'altro che impossibile, visto l'enorme proattivismo della banca centrale. Ci sono aziende come Mazda ad esempio (titolo con maggior peso in questo portafoglio) che, grazie all'enorme sforzo di razionalizzazione fatto nel passato, hanno utili a partire da un cambio USDJPY a 75 e potrebbero pertanto stupire sugli utili futuri.

Quali sono allora i rischi insiti in questo investimento? Innanzitutto una certa volatilità nel breve periodo che non deve spaventare ma ci sarà. In secondo luogo, un effettivo passaggio dei principi contenuti nell'Abenomics dalla cabina di regia agli ingranaggi della macchina: dopo l'impatto psicologico positivo, infatti, occorre ora ritrovare conferma nei dati economici reali (e su questo punto il gestore di Ruffer è positivo). Infine, da non sottovalutare è il rischio geopolitico poiché il Giappone deve riuscire a mantenere buone relazioni con Cina e Corea (e non dovrebbero esserci problemi poiché anche in questo caso gli interessi convergono).

Per quanto di nostro interesse, abbiamo riscontrato ottimismo anche da parte del gestore del fondo Ruffer Total Return, ancora "abbastanza positivo" anche se si aspetta che gli utili aziendali continueranno a crescere per

giustificare gli attuali price earnings. In questo caso, si crede che il tapering possa avere ancora un effetto negativo sulla crescita dei Paesi Emergenti (dove forse il bottom non è stato ancora toccato). Nelle prossime settimane inoltre tornerà d'attualità il tema del Fiscal Cliff, mentre rimane ovviamente la preoccupazione per la mancanza di implementazione di riforme strutturali in Europa. Per quanto detto sopra, il gestore del fondo Total Return si aspetta una ripresa della volatilità nei prossimi mesi. Di conseguenza, in portafoglio è presente un 12% di liquidità (l'equity è invece al 42%), al fine di cogliere eventuali opportunità che si dovessero presentare.

Tra gli ultimi acquisti ci sono il titolo Volkswagen e l'ultima emissione di Inflation-Linked UK con scadenza a cinquant'anni. L'esposizione valutaria è suddivisa così: 68% in sterline, 22% in dollaro USD, 10% in altre valute. Per proteggere il portafoglio sia dai problemi dell'area euro che da un eccesso di volatilità sono state aperte delle piccole posizioni, comprando opzioni put sull'euro verso GBP, USD e soprattutto YEN: si teme infatti che un'eventuale svalutazione dell'euro verso lo yen possa danneggiare le esportazioni giapponesi. Altra piccola posizione aperta è stata una call option sul VIX. A livello di stock selection, si è ancora positivi sui titoli del settore European integrated oil e quelli della difesa Usa, con interessanti studi di comparazione rispetto alle classiche Nifty Fifties.

Per concludere, vorrei fare un piccolo commento sui politici di tutto il mondo, visto che le vicende italiane, rischiano di diventare scaramucce di paese a confronto di quello cui stiamo assistendo negli Stati Uniti. Ma - mi chiedo io - non si sono ancora resi conto della situazione che stiamo vivendo? Forse Ben, dopo la famosa birra, mi avrebbe detto che non ha cominciato il tapering, proprio perché aveva preventivato l'ottusità dei suoi concittadini al governo.

Michele De Michelis