



Maggio 2015

Punto mensile – Maggio 2015

Questo mese le mie riflessioni saranno idealmente un proseguimento di quanto scritto circa trenta giorni fa e anche di quanto indicato a inizio anno. In particolare mi soffermerò su quanto è avvenuto nei primi quattro mesi del 2015 e sui recenti accadimenti.

Comincerei con un bel mea culpa in merito alle previsioni sul bund, poiché la mia ostinazione nel non considerarli un'asset class sulla quale convenisse investire aveva assunto i tratti della nota storiella della volpe che, non arrivando all'uva, sosteneva che fosse acerba (o troppo matura, visto che stiamo parlando di bund). Se da un lato avevo correttamente intuito l'impatto che il QE avrebbe avuto sull'equity europeo (consigliandone il sovrappeso), dall'altro avevo assolutamente sottostimato i flussi degli acquisti della BCE, che avrebbero portato l'yield del decennale tedesco a toccare un minimo di 0,07% il 17 di aprile da circa 0,4% d'inizio anno. Tuttavia, dopo quella data, abbiamo assistito a un movimento abbastanza violento che ha riportato nel giro di qualche sessione il bund ai livelli d'inizio anno, offrendo un semplice assaggio di quello che potrebbe accadere se un giorno (anche se non ho idea di quale anno) i tassi dovessero ritornare a dei livelli semplicemente normali. Questa situazione mi ricorda moltissimo quello che accadeva sul Nasdaq nei primi due mesi del 2000. Comprare un titolo obbligazionario con la certezza di perdere dei

soldi a scadenza e quindi pagare per prestare il denaro a qualcuno. L'illusione di realizzare un capital gain rivendendo a un prezzo superiore (magari alla BCE) nel breve periodo è molto simile all'atteggiamento degli investitori che acquistavano euforicamente titoli sconosciuti solo perché si diceva fossero legati al web.

Il mio ultimo Punto mensile terminava con le parole di uno stimatissimo gestore inglese, Jonathan Ruffer, che notava una pericolosa correlazione fra tutte le asset class. Come non notare allora che anche il Dax scendeva pesantemente assieme al bund, in particolare modo nella giornata di giovedì 30 aprile, dopo il pessimo dato sul Pil americano?

E cosa dire del dollaro che contro l'euro è arrivato a perdere ben sette figure toccando un minimo intraday di 1,129 nella giornata del primo maggio, seguendo quindi il ribasso dell'equity e dell'obbligazionario europeo?

Dopo questi piccoli crash di mercato, ecco subito affiorare sul web articoli catastrofisti. Ad esempio, quello del gestore svizzero Faber che ipotizza un crollo dello Standard and Poor's di quaranta punti percentuali, oppure quello di Bill Gross che consiglia di shortare il bund tedesco come la chiamata della vita.

Alcuni fattori presenti sul mercato generano preoccupazione: in particolare il gran numero di

buyback da parte delle grandi imprese a scapito d'investimenti nell'economia reale (Capex).

Molti analisti-economisti-gestori pensano che la combinazione dei tre fattori (deprezzamento dell'euro, crollo del prezzo del petrolio, QE) abbia finalmente spinto gli utili in Europa nel primo trimestre al di sopra delle stime. Questo si rivela estremamente importante in quanto per anni gli utili reali finali si rivelavano sempre inferiori alle stime iniziali. La stessa cosa accade in Giappone, dove i tre fattori prima citati sono all'opera da più tempo e incrementando i margini delle aziende più di quanto abbia fatto finora il mercato. Ma anche negli Stati Uniti gli utili per azione del primo trimestre non sono stati poi così disastrosi nonostante il rialzo del dollaro abbia notevolmente preoccupato la governance delle imprese americane.

Qual è dunque la verità? E' solo make-up contabile quello che abbiamo visto nell'ultima earning season oppure stiamo effettivamente assistendo a una strutturale crescita degli utili, che rende le valutazioni di Borsa più in linea con l'analisi fondamentale? Probabilmente *in medio stat virtus*, in altre parole bisogna prestare più attenzione alla qualità dei dati americani rispetto a quelli europei e giapponesi, dove la differenza di ciclo è evidente. D'altro canto è tutto da dimostrare che i listini europei e nipponici possano essere in grado di reggere il colpo in caso di correzione dello Zio Sam. Senza che vi stia a ricordare il famoso (e ormai noioso) adagio di maggio, non dimentichiamoci del fattore stagionalità. Ma allora, dove possiamo investire i nostri soldi vista la correlazione che si è creata tra mercato obbligazionario e azionario? Continuo a

pensare che i fondi Long Short Market Neutral possano essere la risposta, anche se diventa fondamentale la capacità di analisi del gestore di individuare azioni che scenderanno meno (e delle quali sarà compratore) rispetto ad altre (delle quali sarà venditore).

Concludo con due parole sulla Cina. Ho letto un interessante articolo sul FT che comparava l'attuale situazione cinese con quella giapponese degli anni '70. Il paragone metteva in risalto la spettacolare crescita del Pil nipponico negli anni '50-60 che non aveva avuto adeguati riscontri sulla crescita del mercato azionario avvenuta negli anni '70, quando ormai la crescita si era attestata intorno ad un 4% contro una media del 9% degli anni '50-60. Giusto per ricordarvi la forza della fiammata, la Nippon Telegraph & Telephone fu privatizzata nel 1987 ad un price earning di 270 e raggiunse una capitalizzazione superiore all'intero valore del mercato azionario tedesco. Le cause che portarono a quotazioni così illogiche furono molteplici, ma sicuramente il fatto che la Bank of Japan nel 1971 reagì alla sospensione del gold standard americano stampando yen e pompando il credito nelle banche fu una delle più importanti. E la stessa cosa avvenne negli anni '80, quando i giapponesi si comprarono il mondo con gli yen stampati (come scrive Richard Werner in "Princes of the yen").

A fare la differenza furono gli investitori internazionali che arrivarono in massa sulla seconda economia mondiale. Se nel 1965 avresti faticato a trovare un gestore di fondi non domestico, nel 1985 le IPO che venivano lanciate erano affollatissime di investitori internazionali nonostante le alte valutazioni. Prima di tutto

questo, ci fu l'ondata dei milioni di conti trading aperti dai giapponesi stessi, che sembra ricalcare esattamente la fase che sta vivendo in questo momento la Cina. A quanto pare, il ciclo rimane sempre lo stesso. In primis i soldi si fanno con la propria attività, all'inizio si consuma, ma quando si ha un surplus si apre un conto e si cercano degli investimenti. Si parte prestando denaro allo Stato, poi alle banche e infine alle aziende. Quindi, si diventa soci di altre attività per diversificare i rischi. Peccato che non si metta mai in conto anche il "rischio bolla", sempre all'orizzonte quando arrivano i "fat fingers".

Michele de Michelis
CIO, FRAME Asset Management