

AZIONI & BOND
GUIDA ALLE PAROLE
DI YELLEN E DRAGHI
PER NON PERDEREdi **Pieremilio Gadda****30**

Fed e Bce: le 4 carte da giocare

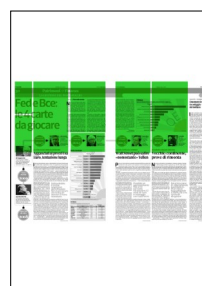
servizi di **Pieremilio Gadda**

Non è ancora il tramonto delle politiche monetarie ultra-espansive che hanno sostenuto i mercati negli ultimi 9 anni (o quasi). A livello aggregato, infatti, le banche centrali continuano a immettere liquidità, con l'obiettivo di sostenere la crescita e l'inflazione, favorendo, nel contempo, la stabilità del sistema finanziario.


Ma negli Stati Uniti la marea inizierà presto a ritirarsi. Proprio lì, dove il 25 novembre del 2008, all'indomani dello scoppio della più grave crisi dal secondo Dopoguerra, è cominciato l'esperimento del *Quantitative easing*, con l'acquisto massiccio, da parte della Federal Reserve, di debito emesso da agenzie governative e titoli garantiti da mutui. Oggi, dopo tre «round» di Qe, la Fed deve fare i conti con un bilancio «monstre» da quasi 4,5 mila miliardi di dollari, cinque volte più grande rispetto al 2007. Va ridotto il prima possibile, dicono gli esperti. Bisogna liberare delle cartucce da sparare, se necessa-

rio, quando arriverà la prossima recessione. A settembre, la governatrice Janet Yellen, annuncerà l'inizio di una spinosa opera di smaltimento. Le cui conseguenze, però, sono tutte da verificare, visto che la Fed si muoverà, ancora una volta, su un sentiero inesplorato. Quale sarà l'impatto sui mercati? E come posizionare i portafogli in vista di quello che, per molti osservatori, sarà il banco di prova più difficile per i banchieri centrali?

Per adesso, una folta schiera di gestori e analisti ostenta tranquillità. La delicatissima manovra delle autorità monetarie in retromarcia, spiegano, sarà condotta con gradualità, per prevenire ondate di panico. Il ricordo della violenta correzione scaturita dall'annuncio del «tapering», ovvero la riduzione dell'ammontare in acquisto da parte della Federal Reserve, il 22 maggio del 2013, è ancora vivo. «Questa volta è differente» intona, quasi unanime, il coro degli operatori. Perché la normalizzazione della politica monetaria è entrata da tempo nel lessico e nelle strategie dei grandi investitori,



quelli che in definitiva, «fanno il mercato». Ma se è vero che i programmi di «allentamento quantitativo» hanno anche contribuito a distorcerlo, gonfiando i prezzi di alcuni asset finanziari, può comunque essere utile fare un bilancio dei flussi di capitale confluiti nelle varie classi di attivo dall'annuncio del primo piano. Secondo un'analisi realizzata da Epfr Global per «L'Economia», dal dicembre del 2008, i fondi obbligazionari globali hanno catturato qualcosa come 859 miliardi di dollari, seguiti dai prodotti specializzati in obbligazioni di buona qualità (investment grade), 524 miliardi e dai fondi azionari internazionali, pari a 370 miliardi (vedi tabella a fianco). Il timore è che le prossime mosse di Yellen & Co. possano innescare un'inversione di rotta, almeno in alcune aree del mercato. Ecco i consigli degli esperti per contenere i potenziali rischi che oggi appaiono più concreti. Senza perdere d'occhio le nuove opportunità, tra borse, valute e strumenti a reddito fisso.

 @gaddap

© RIPRODUZIONE RISERVATA

LE STRATEGIE OBBLIGAZIONARIE

Agganciati ai prezzi Usa Euro, tentazione lunga

I mercati, probabilmente, stanno «sottovalutando la svolta nei flussi di acquisto globali legati al Quantitative easing, che prenderanno forma probabilmente nei prossimi 18 mesi». Il commento pubblicato dagli analisti di Goldman Sachs am in un recente report non è dei più rassicuranti. In effetti, l'entità dei numeri in gioco suggerisce un po' di cautela. Calcola il *Financial Times* che, complessivamente, le maggiori banche centrali — Fed, Bce, Bank of Japan, Bank of England, più le autorità svizzera e svedese — abbiano acquistato asset per 15mila miliardi di dollari, di cui nove mila miliardi in titoli di Stato dei rispettivi Paesi. A conti fatti, equivale a un quinto del relativo debito pubblico in circolazione. Per adesso, solo la Fed inizierà a smaltire un po' di Treasury e titoli garantiti da mutui: gli altri banchieri resteranno in modalità espansiva.

C'è da preoccuparsi? «Non mi aspetto uno scossone. Anche perché non è affatto detto che la Fed voglia riportare il suo bilancio ai livelli pre-crisi», segnala Alessandro Tentori, ex-capo della strategia dei tassi di Citigroup e oggi consulente del *think tank* MacroGeo. La riduzione del patrimonio in eccesso avverrà, ricorda Tentori, in modo graduale. «Mi aspetto un appiattimento della curva dei rendimenti americani sulla parte breve — dice —. I tassi di riferimento saliranno ancora e, a regime, potrebbero attestarsi attorno al 3%. La parte lunga, invece, non dovrebbe subire significative pressioni al rialzo». Dal punto di vista operativo, significa che i titoli a breve scadenza sono forse destinati a sotto-

Sottovalutato il rischio americano dell'inflazione. Non è così sicuro che la Bce tiri davvero il freno monetario

performare e, chi vuole mantenere una posizione sui titoli del Tesoro Usa, dovrebbe favorire le durate medio lunghe. Il rischio, però, è che a un certo punto la Fed si trovi a rincorrere un'inattesa accelerazione dei prezzi al consumo. «Per proteggersi, converrebbe guardare ai titoli governativi Usa agganciati all'inflazione», suggerisce Tentori, secondo cui uno scenario come quello appena descritto è sottostimato dal mercato e costringerebbe la Fed ad un percorso di normalizzazione dei tassi più aggressivo del previsto. «Ciò avrebbe un impatto negativo su tutte le asset class rischiose», conclude l'esperto. Partendo dai campioni di performance dell'era del Qe: obbligazioni speculative e debito emergente, capaci di consegnare un rendimento complessivo vicine al 200%.

Diverso è, invece, il ragionamento sulla zona euro, dove, spiega l'analista, non c'è traccia di un sollevamento della dinamica dei prezzi. «Per questo motivo, nutro seri dubbi sul fatto che il Qe della Bce possa esaurirsi nel corso del 2018. Anzi — conclude Tentori — potremmo assistere a un intensificarsi degli acquisti, con eventuale allungamento della durata finanziaria del portafoglio. In Europa, perciò, può avere senso puntare sulle scadenze medio lunghe».

© RIPRODUZIONE RISERVATA

AZIONI A STELLE E STRISCE

Wall Street può salire «nonostante» Yellen

Più 245%. È la performance cumulativa ottenuta dall'S&P500 a partire dal novembre del 2008, quando venne inaugurato il primo programma di Quantitative easing. Nessuna classe di attivo ha consegnato risultati altrettanto generosi in questi nove anni. Non a caso, qualche analista da tempo si sente a disagio con i prezzi della piazza americana: oggi, se si guarda al rapporto prezzo utili, Wall Street è più cara del 20% rispetto alla media degli ultimi dieci anni.

Del resto, la compressione del premio al rischio era tra gli obiettivi (non dichiarati) delle banche centrali: «Schiacciando i rendimenti sui titoli di Stato, hanno incoraggiato gli investitori a migrare verso credito societario, obbligazioni high yield e mercato azionario, alla ricerca di ritorni potenziali più attraenti. Questo, a sua volta, ha creato condizioni finanziarie molto favorevoli per le imprese, sostenendo la ripresa — ricorda Emilio Franco, vicedirettore generale e responsabile investimenti di Ubi Pramerica —. Come in ogni terapia, però, era fisiologico attendersi qualche effetto collaterale: le quotazioni sono cresciute più velocemente dei profitti, la volatilità è scesa ai minimi, di pari passo con un aumento della correlazione tra le classi di attivo, che complica la costruzione di portafogli diversificati».

Il timore, adesso, è che percorrendo a ritroso il sentiero del Qe, s'inverta anche il circolo virtuoso. «La Fed sarà estremamente cauta nel riavvolgere il nastro del programma di acquisti: eviterà a ogni costo di restringere le condizioni finanziarie. Intanto, il dollaro debole gioca a favore degli esportatori. Stiamo parlando di un listino che abbraccia alcune delle realtà più competitive al mondo — ricorda Franco —.

Nel settore tecnologico, per esempio, i più importanti leader su scala globale sono americani, pensiamo a Google e Amazon. Insomma, l'azionario Usa ha ancora un potenziale di rialzo nell'ordine del 5/10% nei prossimi 12/15 mesi». Va detto che, dal punto di vista stagionale, il periodo tra agosto e ottobre non è storicamente tra i più felici per i corsi azionari. E, più in generale, siamo in una fase matura del ciclo, che «suggerirebbe un'esposizione un po' più cauta al rischio. In ogni caso — annota Alessandro Fugnoli, strategist di Kairos — non mi aspetto una forte correzione a Wall Street. Se la dinamica dei profitti resta positiva, dovrebbe supportare un movimento laterale». Di certo, le performance saranno condizionate anche dalle aspettative sull'andamento dei tassi. «Se salgono, i finanziari sono favoriti — prevede Fugnoli —. In caso contrario, avranno la meglio i «Fang» (l'acronimo che raggruppa Facebook, Amazon, Netflix e Google ndr)».

Possibile un apprezzamento fino al 10 per cento nei prossimi 12 mesi. Hi-tech in vantaggio con i tassi fermi

IN EUROPA MEGLIO I PICCOLI

Vecchio continente, prove di rimonta

Non tocca solo alla Fed «normalizzare» le misure espansive. In autunno, Mario Draghi potrebbe annunciare un ulteriore taglio dell'ammontare di titoli in acquisto nell'ambito del suo programma di allentamento quantitativo, già sceso ad aprile da 80 a 60 miliardi su base mensile. In questo caso, però, le coordinate di riferimento del banchiere centrale sarebbero ben diverse da quelle che tracciano la rotta della sua omologa americana.

Qui, infatti, non si tratta (per adesso) di restringere le condizioni finanziarie, ma di immettere nuova liquidità a un ritmo un po' più blando. Ammesso che la traiettoria dei prezzi al consumo sia davvero abbastanza solida da giustificare la riduzione dello stimolo monetario. È tutto da verificare, visto che l'inflazione della zona euro nel mese di luglio è ferma all'1,3%, ben lontana dall'obiettivo dichiarato di raggiungere un tasso inferiore ma prossimo al 2%. In questo scenario, «l'Eurozona è l'area di maggiore interesse, sul fronte azionario», osserva Emilio Franco, vice direttore generale e responsabile investimenti di Ubi Pramerica sgr. «Le valutazioni sono relativamente più attraenti e il margine di recupero sugli utili è nettamente superiore rispetto agli Usa».

Dal lancio del primo piano di Qe, l'Euro Stoxx, il paniere rappresentativo dei listini europei, ha guadagnato 220 punti percentuali. Ma i singoli listini sono rimasti indietro: Francoforte è a quota più 168%. La Borsa di Milano è cresciuta «solo» del 50%, un quinto di Wall Street. «I tre mercati più importanti della zona euro, Germania, Francia e Italia, hanno tutti prospettive favorevoli, benché per ragioni differenti», precisa Franco. La prima rimane la principale beneficiaria della politica monetaria ultra-espansiva della Bce. Parigi, dopo la vittoria di Emmanuel Macron alle presidenziali, può capitalizzare un importante cambiamento di leadership politica. E l'Italia, conclude l'esperto, «è una storia interessante di ristrutturazione, di messa in sicurezza del sistema bancario, con un ciclo del credito che è appena ripartito».

Da un punto di vista strategico, Fugnoli suggerisce di puntare in Europa sulle società a media e piccola capitalizzazione, maggiormente esposte alla domanda interna. È diffusa, tra gli operatori, la sensazione che la zona euro, rimasta indietro da inizio anno, potrebbe battere la piazza americana su un orizzonte di 12 mesi. «L'importante è che l'euro non si rafforzi ulteriormente nei confronti del biglietto verde, perché rischierebbe di danneggiare l'export — annota Franco —. Tuttavia, credo che per i prossimi tre o sei mesi, il rapporto di cambio abbia raggiunto il suo apice».

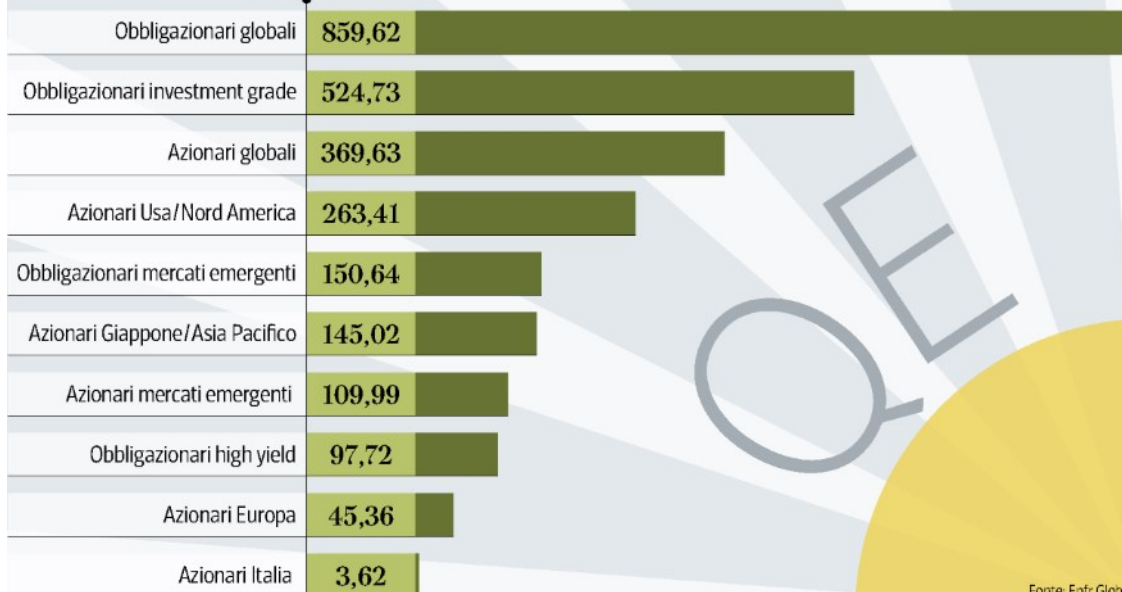
Dal primo piano di «allentamento quantitativo» l'Euro Stoxx ha guadagnato il 220%. Ed è tra i preferiti dei gestori

Il bilancio

Dove si sono diretti gli investimenti a livello globale dal dicembre del 2008 al 15 agosto 2017, dopo l'annuncio del primo programma di acquisti della Federal Reserve. Dati in miliardi di dollari

s.f.

Fondi



Fonte: Eofr Global

In Borsa

I guadagni dei principali listini azionari da inizio anno

Indice	Borse	Rendimento 2017	Prezzo/utigli	
			Oggi	Media 10 anni
Msci Em	Azioni Paesi emergenti	26,7%	13,6	12,0
Ftse Mib	Milano	15,8%	14,8	12,8
Msci Acwi	Azioni globali	14,5%	16,8	14,3
Msci World	Azioni Paesi sviluppati	13,0%	17,3	14,7
S&P 500	Wall Street	11,0%	18,8	15,3
Eurostoxx	Borse Eurozona	9,0%	16,3	16,0
Dax	Francoforte	6,8%	13,4	12,3
Nikkei 225	Tokyo	2,5%	16,8	19,8

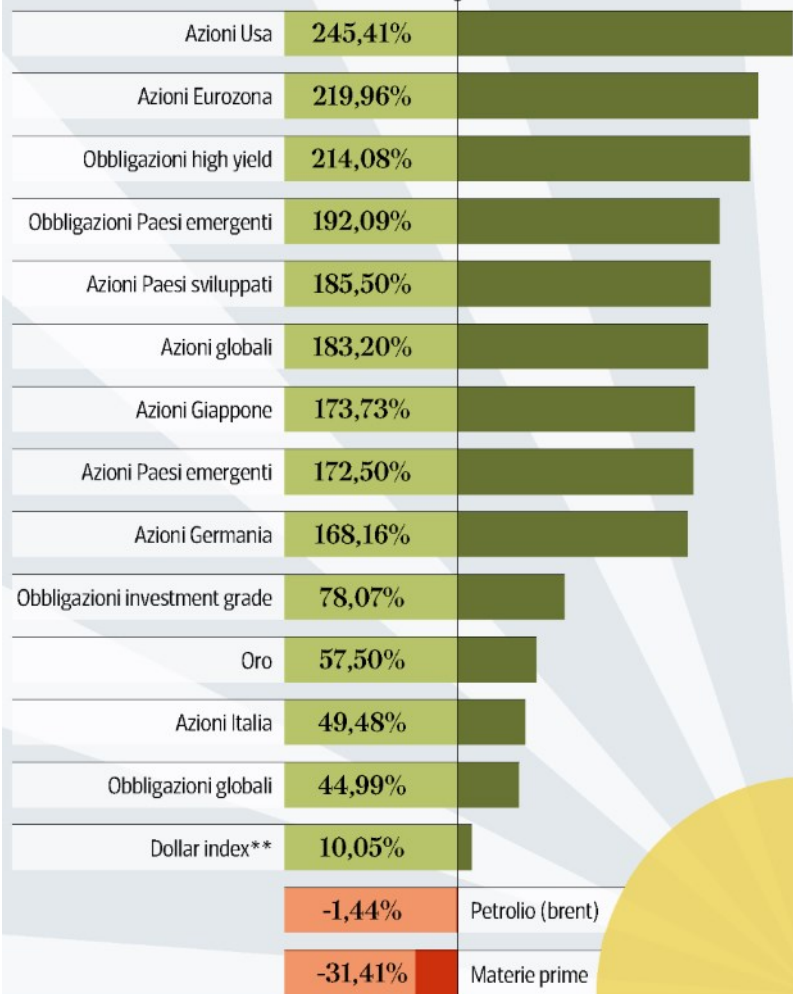
Fonte: Ubi Pramerica

s.f.

Chi ha reso di più

La classifica delle performance cumulative di mercato dal primo QE

Rendimento*



*dal 25 novembre 2008 (data dell'annuncio del primo piano di Quantitative easing) al 23 agosto 2017;
**misura le oscillazioni del valore del biglietto verde in relazione alle principali valute estere