

Ottobre: tempesta sui bond

Quadro macroeconomico

Ottobre è stato il mese della tempesta sul mercato obbligazionario: l'indice *Bloomberg Barclays Global Aggregate* ha perso il 3% del suo valore globale. Si tratta della peggior performance mensile dal 2010. Il *Bund* tedesco a 10 anni è riuscito, nel mese, a superare lo 0,21% di rendimento, copione seguita da tutti gli altri governativi, salvo l'Italia, dove il BTP è rimasto contenuto, e la Spagna, dove a seguito della fine dello stallo politico si è registrato un significativo calo dei rendimenti. Tutti hanno perso ma non sempre nella maniera che ci si aspetterebbe. Se è normale che il *Gilt* britannico abbia subito un'importante correzione, è meno comprensibile che il *Treasury* americano sia, tutto sommato, quello che ha sofferto meno in termini relativi. Negli USA, comunque, a giudicare dai flussi sugli ETF di settore, si sono registrate vendite sui *corporate bond*, mantenendo però la liquidità nel comparto, ma su strumenti a breve scadenza o a cedola variabile. A scatenare le vendite c'è sicuramente l'aspettativa del secondo rialzo dei tassi negli Stati Uniti, ma anche gli ultimi dati positivi sul PIL americano – in crescita di un sorprendente 2,9% nel terzo trimestre, secondo le prime stime - e sui prezzi tedeschi (più forti del previsto).

E' finito il trend secolare sui bond? Probabilmente no. O almeno non ancora. Una serie di congruenze si sono formate per spingere a prese di profitto dopo la corsa delle obbligazioni registrata quest'anno grazie ai continui tentennamenti della *Federal Reserve* (FED), all'introduzione di tassi negativi in Giappone ed Europa, ai dubbi, sempre presenti, sulla reale capacità di crescita dell'economia

mondiale. Janet Yellen si è detta pronta ad una certa tolleranza nei confronti di un'inflazione superiore al tasso obiettivo, con l'intento di migliorare il tasso di partecipazione del mercato del lavoro, non escludendo la possibilità di accettare anche "un'economia ad alta pressione", per consolidare il quadro globale. Ciò lascia intendere ai mercati che il rialzo di dicembre, sul quale tutti sembrano concordare, sarà accompagnato da indicazioni accomodanti sui tempi della normalizzazione.

In Europa il discorso è un po' diverso, poiché i dati macroeconomici non sono così incoraggianti, viste le indicazioni sul PIL francese nel terzo trimestre e la spesa al consumo di settembre (la speranza sta nell'*economic confidence* europea, ai massimi dal dicembre scorso). Per non parlare dell'Italia, la terza economia di Eurolandia, di fatto in deflazione e alle prese con un difficile referendum. Nelle scorse settimane sono circolate voci che la Banca centrale europea (BCE) avrebbe allentato il *Quantitative Easing* e comunque non l'avrebbe prolungato. Si sa che queste voci spesso sono alimentate ad arte. Se l'intento era quello di provocare un aumento dei rendimenti sul mercato, in modo da non scendere sotto livelli che avrebbero messo in difficoltà gli acquisti della BCE, l'obiettivo sembra raggiunto.

Come spiegazione più immediata per le prese di profitto nel comparto obbligazionario c'è probabilmente la correlazione con l'andamento del prezzo del petrolio che influenza le aspettative d'inflazione in Europa e negli Stati Uniti. Ma se l'inflazione dovesse salire (come avviene attualmente) soprattutto a causa della componente energia, senza una solida crescita economica, si

rischia la “stagflazione”.

Ma c'è un'altra ragione, di più lungo respiro, che influenza la percezione del mercato sullo sviluppo dei tassi d'interesse. L'Europa è basata, diversamente dai paesi anglosassoni, su un sistema economico bancocentrico. Le banche sono al centro dei flussi finanziari, raccolgono denaro e lo prestano, guadagnano sugli *spread*. Con i tassi bassi, per non dire negativi, le banche non fanno utili, rischiano il fallimento, o devono avventurarsi su terreni speculativi, riprendendo i passi che hanno portato alla deflagrazione del 2007-2008. Il mercato sembra essersi convinto che la BCE, anche per questa ragione, non potrà continuare a lungo con i tassi negativi. A sostegno di questa convinzione c'è pure l'evidenza demografica di un Occidente che invecchia e che non riesce, dal proprio risparmio, ad ottenere abbastanza per sostenere i consumi di una popolazione anziana. Tutto ciò si traduce in sempre meno larvati attacchi a Mario Draghi, soprattutto in Germania.

Per quest'insieme di ragioni è forse più corretto pensare, per ora, ad una fase di assestamento del mercato obbligazionario, piuttosto che alla fine di un *trend* secolare.

Le banche centrali, loro malgrado, sono ancora chiamate a supplire alle deficienze della politica. Sanno che stanno correndo rischi enormi, ma non hanno scelta, né loro, né i politici che li attaccano. Basta vedere quanto succede in Inghilterra (paese che spesso anticipa i cambiamenti di paradigma economico): prima l'attacco a Mark Carney, governatore della *Bank of England*, poi la richiesta di restare al suo posto fino al 2019, confermando il ruolo politico dell'istituzione che dirige, nell'ottica dei futuri negoziati per la Brexit.

Se l'attitudine delle banche centrali è più confusa non è solo perché si sono avventurate su vette inesplorate e sicuramente hanno qualche vertigine. Esse sanno che per tornare alla normalità hanno bisogno che la politica riprenda il suo ruolo propositivo: i loro interventi hanno permesso di prendere tempo, tempo che è stato utilizzato per fini elettorali o per vivacchiare, spesso rimandando dolorose decisioni. Gli *asset* finanziari a rischio ne hanno beneficiato, come l'*élite* al potere che controlla questi beni in maniera preponderante. Gli squilibri prodotti hanno creato il fenomeno Trump negli Stati Uniti, come pure la miriade di partiti e movimenti che cercano di interpretare le incertezze di una classe media trascurata. Ma non c'è ancora vera sfiducia nelle banche centrali (anche se preoccupano le incertezze), né crescita tale da giustificare un rialzo dei tassi.

Politica d'investimento

Nel mese di ottobre la stagione dei risultati ha sostenuto le borse. Con quasi il 60% di aziende americane che hanno presentato i risultati, la percentuale che ha battuto le stime si colloca al 78%, con un margine del 6%. Meno brillante, ma comunque buono, il fatturato, con il 58% delle aziende che centra o batte le stime (dati Bloomberg). La crescita anno su anno degli utili, relativi a quelli disponibili, è tornata positiva con un +3,2% per l'intero indice S&P, un +1,8% senza i finanziari e un +5% senza l'energia (dati di *Citygroup*). Ma un'analisi più attenta dell'ultimo dato sul PIL americano rivela che la crescita si è verificata grazie ad un cospicuo aumento delle scorte (0,6%) e un tasso di crescita dei consumi dimezzato rispetto al secondo trimestre (da +4,2% a +2,1%).

Se aggiungiamo a questi dati la constatazione che ad ottobre le small cap hanno tendenzialmente sottoperformato e parallelamente si sono registrate vendite sull'obbligazionario high yield (spesso anticipa le correzioni di borsa), abbiamo gli elementi, assieme alle incertezze sull'elezione negli Stati Uniti, per aumentare la prudenza in vista dell'8 novembre.

Difficile prevedere chi vincerà. Ma Trump, stando ai sondaggi e soprattutto alla stampa, non dovrebbe nemmeno essere dov'è, eppure c'è! Mentre lo scandalo delle mail della Clinton, esacerbato dall'intervento dell'FBI in questi giorni, non preannuncia niente di buono: se vince rischia di essere una presidente zoppa, impossibilitata a governare e bersaglio quotidiano dei più controversi attacchi. Per questa ragione abbiamo ridotto l'esposizione azionaria sul finire del mese di ottobre e aumentato la presenza di oro. Ma non sfidiamo il mercato. Il *trend* di fondo resta positivo: all'appello della rotazione settoriale mancano i farmaceutici, che non abbiamo aumentato direttamente, essendo già sovraesposti, preferendo vendere put sui titoli forti in portafoglio (Roche e Novartis). Inoltre le incertezze politiche potrebbero obbligare la FED ad essere ulteriormente prudente. Definiti i supporti sugli indici, che monitoriamo, bisogna essere pronti a vendere future a protezione. Sui ribassi, vanno comunque aumentati i titoli del settore informatico, che guidano la digitalizzazione del mondo. Mentre il Giappone, con l'indebolimento dello Yen, e la politica di controllo della curva dei tassi, potrebbe dare segnali interessanti, se lo yen non accentua il suo ruolo di moneta rifugio a causa delle elezioni americane.