



ALTERNATIVE SPOT

Evoluzione delle politiche monetarie globali: idee di investimento per i gestori alternativi

No. 9 - settembre 2014



Le differenti politiche monetarie intraprese dalle principali Banche Centrali stanno sempre più influenzando, anche quest'anno, la direzione dei mercati finanziari e il posizionamento degli operatori. Alla luce degli ultimi cambiamenti di politica monetaria avvenuti nel corso dell'estate, abbiamo quindi ritenuto di aggiornare quanto inviato in luglio nella nostra ultima newsletter di approfondimento, fornendo una visione sintetica dei principali temi che i gestori alternativi andranno ad implementare nell'ultimo trimestre del 2014 e nel 2015.

Europa

Gli ultimi dati relativi alle dinamiche di crescita e di inflazione in Eurozona hanno mostrato una seria difficoltà del Continente ad uscire dalla fase di stagnazione economica. Nel corso dell'intervento di Mario Draghi al summit annuale dei banchieri centrali a Jackson Hole, è emersa una forte preoccupazione della BCE circa la diminuzione delle aspettative inflazionistiche che, solo fino a pochi mesi fa, rimanevano invece ancorate al livello obiettivo pari al 2%. Nel contempo, la pubblicazione di un tasso di inflazione in continua diminuzione, pari allo 0.3% anno su anno in agosto, ha ulteriormente messo in allarme il Board della BCE.

Tale insieme di dati macroeconomici molto deludenti, unito alle preoccupazioni espresse da Draghi a Jackson Hole, ha alimentato importanti aspettative negli operatori e negli economisti circa quanto la BCE avrebbe annunciato il 4 settembre. Come già accaduto in diverse occasioni, la Banca Centrale Europea è riuscita a sorprendere in positivo tali aspettative. In particolare, i punti che hanno stupito maggiormente sono stati:

- il lancio di un programma di acquisto di Asset Backed Securities di cui saranno dati i dettagli nel prossimo incontro della BCE il 2 ottobre; il mercato si attendeva che Draghi parlasse esclusivamente del fatto che la BCE stava lavorando su tale programma, mentre non si aspettava un vero e proprio annuncio;
- l'ampliamento del programma di acquisto di ABS anche ai Residential Mortgage Backed Securities, che fino allo scorso meeting Draghi aveva escluso da ogni eventuale intervento di politica monetaria espansiva;
- l'ulteriore taglio dei tassi di interesse rispetto a quanto già deciso in giugno, portando il tasso sui depositi delle banche presso la BCE a -0.20%; anche questa mossa è stata decisamente più aggressiva del previsto, ed è volta a scoraggiare il "parcheggio" della liquidità da parte delle banche presso la BCE.

Si stima che l'insieme delle misure sopra descritte, unitamente al lancio di un secondo programma dedicato all'acquisto di covered bond emessi dalle istituzioni finanziarie europee, porterà ad un ampliamento del bilancio della BCE di circa 700/800 mld di euro nei prossimi mesi.

Tale iniezione di liquidità con ogni probabilità causerà un indebolimento significativo dell'Euro che dovrebbe ridare fiato all'economia europea, soprattutto alla componente industriale / alle società esportatrici. Si apre quindi un trimestre molto attivo per la Banca Centrale Europea, che andrà ad implementare le prime due fasi del TLTRO il 18 settembre e l'11 dicembre, e a partire da ottobre darà le tempistiche dei due nuovi programmi di acquisto sopra citati. La concomitanza di queste operazioni, volte ad alleggerire il bilancio delle istituzioni finanziarie europee, "liberando spazio" per una ripresa dell'erogazione del credito, dovrebbe contribuire al ripristino di un normale meccanismo di trasmissione della politica monetaria. Inoltre sempre in ottobre, la Banca Centrale Europea terminerà la propria "operazione trasparenza" sui bilanci delle banche europee tramite l'Asset Quality Review. I gestori alternativi vedono aprirsi davanti a sé una serie di potenziali opportunità di investimento che andranno a coinvolgere le varie attività finanziarie:

1. sui mercati azionari: i gestori sono molto positivi sulle opportunità offerte dal settore finanziario, soprattutto con riferimento a banche ad elevata capitalizzazione, perché ritengono che eventuali aumenti di capitale a seguito dell'AQR interesseranno esclusivamente poche istituzioni bancarie, di piccola entità. L'indebolimento dell'Euro, inoltre, è visto come elemento catalizzatore per una sovraperformance dei settori ciclici del mercato, dopo mesi in cui i difensivi hanno decisamente guidato i mercati. La presenza di una BCE garante della liquidità e impegnata a sostenere la crescita economica in Europa consentirà il permanere di un contesto di volatilità contenuta, favorevole alle strategie long/short azionarie che operano sul mercato europeo;
2. sui mercati del credito, i gestori con strategia event driven e credit long/short potranno continuare a beneficiare, come già avvenuto da inizio anno, di un contesto ricco di ristrutturazioni/ricapitalizzazioni dei bilanci bancari, all'approssimarsi dell'ultima fase dell'Asset Quality Review, a seguito della quale potrebbe aprirsi una stagione di M&A nel settore bancario; in particolare i gestori che operano sull'obbligazionario sono positivi sulle opportunità legate a strumenti di debito emessi dalle banche, mentre sono più negativi sui Governativi, in quanto i programmi di acquisto della BCE non sono stati allargati a tale asset class;
3. il programma di acquisto diretto di ABS da parte della BCE potrebbe fare da stimolo alla ripresa del mercato delle cartolarizzazioni il cui ammontare a fine 2013 era pari a 1.4 tr eur, vale a dire solamente a un quinto dell'ammontare del mercato ABS in US. Tali strumenti di nuova creazione rappresentano un universo di investimento interessante per operatori sofisticati quali i gestori alternativi, in grado di analizzarne le specifiche caratteristiche e di selezionare le migliori opportunità a seguito di un attento bond picking;

4. l'effetto positivo che le mosse della BCE avranno sulla fiducia dei manager delle aziende porterà al proseguimento di un contesto favorevole alle operazioni di finanza straordinaria, aprendo quindi nuove opportunità per i gestori alternativi con strategia event driven;
5. la sempre maggiore divergenza fra la tendenza della politica monetaria europea (al margine più espansiva) e la politica monetaria americana (al margine più restrittiva) creerà opportunità di investimento anche sulle curve dei tassi e sulle valute, di cui potranno beneficiare i fondi macro.

Stati Uniti

La Federal Reserve sta proseguendo con la graduale riduzione del quantitative easing iniziata in dicembre 2013 (tapering): attualmente la Banca Centrale sta effettuando acquisti mensili di Titoli di Stato per 15 mld \$ e acquisti mensili di agency MBS per 10 mld \$.

Contrariamente alla visione di numerosi economisti e operatori di mercato a inizio 2014, la Fed ha sinora potuto concedersi il lusso di proseguire con il tapering senza innescare uno spostamento al rialzo della curva dei tassi di interesse. Tale fenomeno a inizio anno è stato spiegabile soprattutto con un primo trimestre caratterizzato da dati macroeconomici molto deludenti in US, in gran parte legati al deterioramento straordinario della situazione meteorologica. Più di recente, è invece motivabile con la correlazione elevata che generalmente hanno le curve dei tassi americana e europea: quest'ultima è infatti rimasta tutto l'anno su livelli particolarmente depressi, anzitutto a causa della stagnazione economica che l'Eurozona sta attraversando, oltre che in considerazione dell'inasprimento dei rischi geopolitici relativi alla contesa Russia/Ucraina.

Ancora nell'ambito dell'incontro dei banchieri centrali a Jackson Hole, il Governatore della Fed Janet Yellen ha ribadito l'opportunità di mantenere tassi di interesse agli attuali livelli ultra bassi, in presenza di un mercato del lavoro sul quale permane un livello significativo di sottoutilizzazione delle risorse. Nel corso degli ultimi incontri della Fed, però, il linguaggio è al margine cambiato, lasciando spazio all'aspettativa di un potenziale aumento dei tassi di interesse nella prima metà del 2015, qualora le condizioni del mercato del lavoro dovessero sistematicamente migliorare.

In US, quindi, senz'altro si parla di un contesto di politica monetaria diametralmente opposto a quello a cui siamo di fronte in Eurozona: con la fine del tapering in arrivo, la liquidità in circolazione in progressiva diminuzione potrebbe causare un rafforzamento del dollaro. Nel contempo, la pubblicazione di dati discretamente buoni a livello macro potrebbe causare un graduale e moderato rialzo della curva dei tassi di interesse. Pertanto, i posizionamenti che potranno maggiormente premiare i gestori alternativi saranno:

1. in ambito azionario: posizionamento ribassista sulle società esportatrici americane che più risentiranno del rafforzamento del dollaro; in particolare, una delle aree che potrebbe soffrire di più è il settore tecnologico;

2. posizionamento rialzista sulle società più legate alla crescita domestica americana;
3. in generale, maggiore cautela sulla direzione (al rialzo) dell'indice S&P500 da questi livelli, in presenza di un dollaro in prospettiva più forte e di potenziali rialzi dei tassi di interesse che potrebbero impattare negativamente sui margini aziendali in occasione delle prossime stagioni degli utili... teniamo infatti presente che sinora le aziende americane hanno registrato ottimi risultati grazie ad uno scenario ideale per loro, caratterizzato da dollaro debole, tassi bassissimi e prezzi delle risorse naturali in diminuzione;
4. i gestori event driven si attendono il proseguimento di una stagione ricca di operazioni di finanza straordinaria, grazie soprattutto all'aspettativa di aumento dei tassi di interesse che potrebbe addirittura stimolare un'accelerazione dell'M&A;
5. per i gestori macro, potenziali opportunità dall'irripidimento della curva dei tassi (puntando cioè su uno spostamento al rialzo della parte a lunga della curva) e nuove opportunità in ambito valutario, soprattutto legate al rafforzamento del dollaro, in presenza di politiche monetarie divergenti ai due lati dell'Oceano Atlantico;
6. in ambito obbligazionario, posizioni ribassiste sugli investment grade, che storicamente hanno rappresentato l'area dei mercati del credito più vulnerabile a politiche monetarie restrittive e già ora hanno rendimenti prossimi ai minimi storici.

UK

Contrariamente a quanto sta avvenendo in Eurozona, l'economia inglese continua a dare segnali di ripresa sostenibile. La Bank of England ha sinora mantenuto il proprio bias espansivo di politica monetaria, confermando i tassi di interesse di riferimento allo 0.5%. Dalle Minute degli ultimi incontri sono però emersi i primi segnali di dissenso all'interno del Comitato decisionale: ad esempio nell'incontro di agosto, 2 membri su 9 del Committee hanno votato per un primo aumento dei tassi di interesse di 25bps. D'altra parte il Governatore Carney ha citato ancora in agosto il fatto che il livello di sottoutilizzazione delle risorse sul mercato del lavoro potrebbe rappresentare un elemento da valutare attentamente prima di procedere con un aumento dei tassi di interesse.

I gestori alternativi ritengono che la Bank of England sarà la prima ad implementare effettivamente una politica monetaria restrittiva, agendo sui tassi di interesse di riferimento. Inoltre, il progressivo avvicinarsi delle elezioni il prossimo maggio potrebbe generare maggiore volatilità.

Pertanto, le migliori opportunità di investimento saranno implementabili dai fondi macro, con posizioni ribassiste sul reddito fisso, in vista di una normalizzazione al rialzo della curva dei tassi, oltre che con posizioni lunghe volatilità sul mercato azionario.

Cina

Proseguita negli ultimi mesi la politica monetaria di *fine tuning* della liquidità da parte delle autorità monetarie cinesi, finalizzata ad arginare la degenerazione di specifiche aree di debolezza dell'economia. Il fatto che la politica monetaria abbia modificato la propria tendenza da restrittiva (negli scorsi anni) a neutrale/selettivamente espansiva (negli ultimi mesi) ha riportato una maggiore fiducia degli investitori sul mercato azionario cinese che è tornato a muoversi sulla base dei fondamentali dei singoli titoli, allontanandosi da una prolungata fase di generalizzato pessimismo. I fondi long/short specializzati sull'area potranno quindi tornare a generare valore.

Giappone

Come ben noto, la Bank of Japan (BoJ) ha iniziato ormai da oltre un anno un importante quantitative easing finalizzato al raddoppio della base monetaria entro il 2015, con un obiettivo di inflazione del 2% nel medio termine.

I dati più recenti relativi all'economia giapponese hanno mostrato un significativo deterioramento (il PIL si è contratto del 7.1% annualizzato nel secondo trimestre), soprattutto a causa dell'impatto negativo che l'aumento della tassa sui consumi, implementato a inizio aprile 2014, ha avuto sulla spesa delle famiglie e sugli investimenti aziendali.

Il Governatore della Bank of Japan, Kuroda, ha però nuovamente affermato, nel corso dell'incontro ufficiale di settembre, la positività della BoJ circa il trend di crescita dell'economia giapponese, parlando esplicitamente di un meccanismo positivo di crescita economica che interessa sia le famiglie sia le imprese, e ribadendo il proprio sostegno ad un'ulteriore stretta fiscale nel 2015.

Kuroda ha pertanto allontanato la prospettiva di un'accelerazione delle mosse di politica monetaria espansiva da parte della BoJ, ritenendo che la Banca Centrale già con le misure attuali riuscirà a raggiungere il proprio obiettivo di inflazione pari al 2%.

In questo contesto, le maggiori opportunità di investimento per i gestori alternativi saranno quindi da ricercare sul mercato azionario, da implementare con un approccio di selezione delle posizioni lunghe e corte. Difficile infatti attendersi lo sviluppo di tendenze chiare relativamente a yen e tassi di interesse, in un contesto caratterizzato da politica monetaria neutrale a partire dagli attuali livelli.

Conclusioni

A seguito delle differenti direzioni che le Banche Centrali globali stanno gradualmente implementando, ci attendiamo una sovraperformance delle attività finanziarie europee rispetto a quelle americane, che si potrebbe concretizzare già a partire dall'ultima parte del 2014. Ci attendiamo che i gestori alternativi riusciranno a generare alpha dalle numerose opportunità di investimento sopra descritte che deriveranno da questo scenario.

Contatto Hedge Invest Sgr:

Stefano Bestetti – stefano.bestetti@hedgeinvest.it - +02 667441

Contatto media:

Verini & Associati

Marcella Verini – mverini@verinieassociati.com - +39 335 53 88 161

Alessandra Camusso – acamusso@verinieassociati.com - +39 02 72 09 46 14

Disclaimer

Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite a mero scopo informativo e la loro divulgazione non è da considerarsi sollecitazione al pubblico risparmio. Il contenuto di tale documento non potrà essere riprodotto o distribuito a terzi né potranno essere divulgati i contenuti. Hedge Invest non sarà in alcun modo responsabile per qualsiasi danno, costo diretto o indiretto che dovesse derivare dall'inosservanza di tale divieto.