



ALTERNATIVE SPOT

I temi caldi di inizio 2014:
la parola ai gestori alternativi

No. 7 - Febbraio 2014



Il presente documento sintetizza la visione dei gestori di fondi hedge, intervistati nelle ultime settimane dal team di Hedge Invest, sui principali temi in discussione sui mercati finanziari da inizio anno: sostenibilità della crescita americana, crisi dei mercati emergenti, correzione del mercato azionario giapponese e opportunità sul mercato azionario europeo.

1. I recenti dati macroeconomici relativi agli Stati Uniti segnalano un rallentamento in corso: ritenete che tale rallentamento sia da considerarsi temporaneo o strutturale?

Tutti i gestori intervistati sono allineati nel giudicare come temporaneo il rallentamento economico che emerge dai dati americani pubblicati nelle ultime settimane. Il periodo di riferimento di tali dati, prevalentemente relativi al mese di dicembre, coincide infatti con una fase in cui il Nord America è stato interessato da condizioni meteorologiche particolarmente avverse, che hanno impattato negativamente sulle dinamiche dei consumi, sulla creazione di nuovi posti di lavoro e sugli sviluppi del mercato immobiliare. Nel breve, i prossimi dati macroeconomici che saranno pubblicati in febbraio potranno indicare il proseguimento di questa tendenza, in quanto le condizioni meteorologiche di questo inizio d'anno sono state ancora difficili.

I gestori intervistati pensano però che già a partire dalla primavera i dati macroeconomici mostreranno un miglioramento e che la crescita economica americana nel 2014 sarà superiore rispetto al 2013 grazie al venir meno dell'impatto fiscale negativo sul Pil dello scorso anno (causato da *fiscal cliff* e *sequester*), al buon andamento del mercato immobiliare, alla diminuzione dei prezzi delle materie prime che, fra l'altro, favorisce la permanenza di un contesto di inflazione contenuta. In aggiunta la discesa dei tassi di interesse nella parte lunga della curva, avvenuta nelle ultime settimane, dovrebbe favorire una riaccelerazione della domanda di mutui.

2. I Paesi emergenti sono stati nell'occhio del ciclone con le valute, i mercati azionari e obbligazionari che hanno subito pesanti correzioni : ritenete che si tratti di una tendenza strutturale o che siamo di fronte ad un'opportunità d'acquisto?

I gestori intervistati sull'argomento hanno espresso forte cautela su azionario, obbligazionario e valute di queste aree del mondo. Pur essendo difficile generalizzare, data l'eterogeneità delle differenti congiunture economiche di tali Paesi, i gestori prevedono che la crescita della maggior parte delle economie emergenti stia entrando in una fase di rallentamento strutturale. I forti tassi di crescita degli ultimi anni sono stati finanziati in gran parte con emissioni di obbligazioni in dollari sottoscritte da investitori esteri a tassi particolarmente bassi, conseguenza delle politiche monetarie super-espansive delle Banche Centrali dei Paesi Sviluppati. La potenziale normalizzazione della curva dei tassi americana, a seguito del *tapering* della Federal Reserve, rappresenta un fattore negativo per la capacità delle economie emergenti di continuare a crescere a debito e, in aggiunta, il forte indebolimento delle valute locali rende più oneroso il rimborso di obbligazioni precedentemente emesse in dollari.

Nel contempo, la Cina sta attraversando una fase storica di importanti trasformazioni del proprio modello di crescita, sinora basato su: esportazioni, spesa pubblica (soprattutto per infrastrutture), credito bancario e gestione monopolistica di settori chiave dell'economia tramite società controllate dallo Stato. Le autorità cinesi hanno chiaramente espresso la propria volontà di sacrificare nel breve la quantità di crescita a favore di una maggiore qualità e sostenibilità della crescita stessa, aumentando il ruolo dell'imprenditoria privata in diversi settori, promuovendo la liberalizzazione del settore bancario e in generale diminuendo la dipendenza dell'economia dalla leva finanziaria. Tutti questi elementi, a medio termine positivi, potrebbero causare un rallentamento superiore alle attese del PIL del paese e quindi maggiore volatilità. Inoltre alcuni gestori sottolineano l'emergere di un problema di gestione del livello di debito pubblico e bancario, cresciuto esponenzialmente negli ultimi anni.

Il rallentamento della crescita dei Paesi emergenti, unitamente all'impatto di tassi di interesse globalmente in rialzo, rappresentano rischi ad oggi difficilmente quantificabili ed è per questo che la maggior parte dei gestori intervistati preferisce evitare investimenti su tali aree.

Di seguito i commenti dei gestori intervistati sulle diverse asset class dei Paesi emergenti:

- *azionario*: nonostante la correzione dei mercati del 2013 e inizio 2014 abbia portato le valutazioni a livelli contenuti rispetto alla storia, i gestori non considerano la flessione dei prezzi sufficiente per rappresentare un'opportunità di acquisto generalizzata. Esistono però opportunità selettive legate a storie aziendali specifiche di successo;
- *obbligazionario*: la normalizzazione della curva dei tassi, soprattutto in US, rende poco interessante l'investimento in obbligazioni dei paesi emergenti anche a causa di un sovrappeso sull'asset class da parte degli investitori globali che stanno ridimensionando la loro presenza in questo comparto (negli ultimi anni tale asset class è stata oggetto di importanti flussi in acquisto solo marginalmente corretti dalle vendite degli ultimi mesi);
- *valute*: sinora la correzione ha interessato più specificatamente le valute dei Paesi con deficit delle partite correnti; nel medio termine, i gestori restano negativi sulle prospettive delle valute emergenti rispetto a quelle dei Paesi sviluppati, potrebbero però verificarsi temporanei rialzi e quindi molti "falsi segnali" di acquisto in conseguenza di interventi di politica monetaria restrittiva da parte di alcune banche centrali (vedi ad esempio Turchia). La volatilità sull'asset class valutaria è vista in aumento.

3. Perdita a doppia cifra per il mercato azionario giapponese nelle prime cinque settimane del 2014: inizio di un bear market o un'interessante opportunità d'acquisto?

I gestori intervistati sono concordi nel giustificare la recente correzione del mercato giapponese (indice Nikkei negativo dell'11% da inizio anno al 7 febbraio 2014) come una fase di violenta presa di profitto e riduzione dei rischi da parte degli investitori globali.

La paura generalizzata legata a un rallentamento della crescita americana (e cinese) ha innescato un fenomeno di riduzione generalizzata dei rischi, che ha spinto al rialzo le attività finanziarie percepite come "rifugio", fra le quali lo yen, che si è apprezzato da inizio anno rispetto al dollaro, accelerando la pressione al ribasso sull'azionario giapponese, storicamente inversamente correlato con la valuta. I gestori intervistati attribuiscono quindi la correzione a un fenomeno di riposizionamento dei portafogli su scala globale, correzione non correlata, quindi, a eventi specifici relativi all'economia giapponese.

Ricordiamo che domenica 9 febbraio 2014 si sono tenute le elezioni per il rinnovo del Governatore di Tokyo, dopo le dimissioni del precedente governatore avvenute il 24 dicembre 2013 a causa di un'indagine legata a fondi pubblici. Le elezioni sono state vinte dal candidato supportato dal Primo Ministro Abe: questa vittoria rafforza la credibilità di Abe stesso, sulla cui persona si concentrano le aspettative di riforma strutturale del Giappone, soprattutto in considerazione del fatto che l'avversario era supportato dall'ex primo ministro Koizumi, personaggio politico che in passato ha raccolto altrettanti fortissimi consensi a livello domestico.

4. Quali sono le aspettative per mercato azionario Europeo nei prossimi mesi? Ci saranno performance diverse tra Paesi core e periferici?

Nel corso della prima settimana di febbraio sono stati intervistati sette gestori con operatività prevalente sul mercato europeo. Dall'indagine è emersa una visione moderatamente positiva per il mercato azionario europeo nel 2014:

- il mercato azionario europeo nel 2013 è salito grazie ad una importante espansione dei multipli, spesso non giustificabile con il miglioramento dei fondamentali delle società emittenti. I gestori si aspettano che nel 2014 il mercato europeo sarà guidato molto più dalla crescita degli utili che dall'andamento dei multipli, quindi si attendono uno scenario di forte dispersione fra i titoli sulla base della effettiva capacità delle società emittenti di generare profitti;
- in particolare, taluni gestori hanno identificato interessanti opportunità ribassiste nei settori ciclici del mercato, che in alcuni casi hanno già più che prezzato stime eccessivamente ottimiste su una crescita economica europea, che quest'anno sarà probabilmente mediocre;
- il settore dei titoli legati alle risorse naturali è oggetto di visioni differenti: alcuni gestori intendono approfittare di alcune situazioni di *ipervenduto* per assumere posizioni rialziste selettive nel settore minerario ed estrattivo, mentre la gran parte dei gestori intervistati è ancora molto negativa soprattutto sui titoli petroliferi, nonostante le correzioni osservate nelle ultime settimane;
- con riferimento alla parte rialzista del portafoglio, gran parte dei gestori considera interessante l'opportunità di investimento offerta dal settore bancario: l'Asset Quality Review e gli stress test della Banca Centrale Europea innescheranno un insieme di interventi sui bilanci bancari che porteranno ad una vera e propria "messa in sicurezza" del settore bancario europeo.

Pertanto molti gestori monitorano eventuali aumenti di capitale come finestra d'ingresso per riposizionarsi selettivamente lunghi sulle banche europee;

- a livello geografico torna l'interesse per mercati europei dei Paesi periferici, a fronte di dati macroeconomici in miglioramento, pur da livelli molto bassi, e di una crisi del debito sovrano ormai ritenuta ampiamente alle spalle;
- nel 2013 gli investitori globali sono tornati ad investire sul mercato azionario europeo, soprattutto in prodotti *long only*. Tale riallocazione rende il mercato vulnerabile a eventuali temporanee prese di profitto, ma è parere dei gestori intervistati che la riallocazione al mercato azionario europeo non sia ancora terminata.

Per approfondimenti: stefano.bestetti@hedgeinvest.it

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.