

## COMMENTI &amp; ANALISI

## CONTRARIAN

## PERCHÉ HONG KONG E BREXIT STRINGONO I MERCATI IN UNA MORSA

► Il driver più rilevante per i mercati nel contesto attuale sono gli sviluppi politici, sia all'interno dei singoli Paesi che nelle relazioni internazionali. Uno degli sviluppi più significativi e discussi è quello delle tensioni commerciali tra Usa e Cina. Ci aspettiamo che nella prossima fase i nuovi dazi commerciali e ritorsioni siano molto più precisi e chirurgici, agendo come restrizioni su import/export e producendo di fatto una recessione dei fatturati e una dislocazione della filiera produttiva all'interno dei settori industriali e dei servizi più dinamici a livello globale. Il confronto commerciale è una nuova versione della guerra fredda: il mercato continua a esprimere valutazioni scontando comportamenti di tipo razionale degli attori coinvolti che portano a conclusioni fuorvianti dal punto di vista economico. Dal punto di vista interno, ci aspettiamo che in varie parti del mondo la cattiva gestione politica verrà finalmente prezzata e che gli incidenti diverranno sempre più probabili. Inoltre, la pressione populista sarà sempre più visibile in tutti i prossimi appuntamenti elettorali, come conseguenza della continua inflazione degli attivi rispetto alla stagnazione dei salari e dell'inverno tecnologico (l'accumularsi di un eccesso di investimenti e capacità produttiva dovuta alla tecnologia) alimentato dall'espansione monetaria. Un altro aspetto da considerare è l'emergere di hotspot (o punti caldi) geopolitici: sono come vulcani dormienti che all'improvviso e inaspettatamente possono diventare estremamente attivi. Gli esempi di questo fenomeno naturale non mancano: uno su tutti, l'eruzione del Vesuvio che seppellì Pompei nel primo secolo d.C. Un esempio invece molto attuale del risveglio improvviso di un hotspot geopolitico è la crisi in corso ad Hong Kong. Il proseguimento delle tensioni può facilmente andare fuori controllo e innescare un intervento più deciso da parte delle autorità cinesi. Crediamo che l'attuale politica del currency peg (il regime di tassi di cambio fissi che lega il dollaro di Hong Kong al dollaro Usa) non sia di alcun aiuto al governo cinese, e riteniamo che possa dunque esservi un vero e proprio de-pegging (una rimozione del tasso di cambio fisso) qualora lo status speciale di Hong-Kong venisse sollevato a seguito di nuove rivolte. Ciò lascerebbe il tesoro della Hong Kong Monetary Authority (Hkma), vale a dire le riserve di dollari Usa, a disposizione della Cina per le sue negoziazioni commerciali con gli Stati Uniti. È sorprendente pensare che, fino a qualche mese fa, le rivolte di Hong Kong così come la svalutazione della valuta da parte della Cina avevano zero probabilità anche negli scenari più pessimistici. Hong Kong potrebbe essere il cigno nero nell'era della guerra commerciale. Infine, per quanto riguarda la Brexit, vediamo crescenti probabilità di un'uscita no-deal il 31 ottobre, con il governo in piena campagna elettorale a seguito di un voto sfiducia che potrebbe arrivare in qualche momento a settembre. È piuttosto probabile che vi sarà sia una hard Brexit che elezioni anticipate, in una crisi costituzionale senza precedenti che combinerrebbe due scenari worst-case, ciascuno dei quali era considerato sostanzialmente impossibile dal mercato fino a poco tempo fa. In conclusione, questi diversi fattori politici stanno influenzando pesantemente i mercati, generando un contesto di grande incertezza. D'altra parte, siamo sempre meno convinti della capacità dei banchieri centrali di sostenere il momentum di espansione dei multipli sui mercati azionari e di contrastare l'impatto sfavorevole della guerra commerciale e dell'inverno tecnologico. In un contesto così complesso, il valore di una gestione attiva come quella offerta da un fondo alternativo è più che mai evidente. (riproduzione riservata)

**Filippo Lanza**  
gestore del fondo HI Numen Credit,  
Hedge Invest Sgr

## Calcio e fair play finanziario, la grande farsa ideata dal presidente dell'Uefa Ceferin

DI ANTONELLO MARTINEZ\*

Il fair play finanziario venne concepito dalla Uefa una decina d'anni or sono con l'obiettivo di garantire alle società di calcio sostenibilità e continuità nel medio-lungo periodo. Se, originariamente, lo spirito e le norme che lo regolamentavano potevano astrattamente essere condivise oggi le evidenti differenze tra i vari Paesi, le modifiche apportate ai testi originari e i vari «adattamenti» giurisprudenziali e interpretativi di natura assolutamente restrittiva, sono andati a inficiare in modo radicale quelli che teoricamente erano i pilastri che avevano ispirato la nascita del Fpf.

I punti essenziali dei principi Uefa sono in sostanza sei: **1)** introdurre più disciplina e razionalità nelle finanze dei club calcistici; **2)** ridurre la pressione su salari e trasferimenti e limitare gli effetti dell'inflazione; **3)** incoraggiare i club a contare solo sui propri profitti; **4)** incoraggiare investimenti a lungo termine sul settore giovanile e sulle infrastrutture; **5)** tutelare la sostenibilità a lungo termine nel calcio europeo; **6)** assicurare il tempestivo pagamento dei debiti da parte dei club. Tuttavia in particolare dal 14 settembre 2016, data nella quale è stato nominato presidente della Uefa lo scarsamente illuminato avvocato sloveno Aleksander Ceferin, si è passati a concetti che contrastano in modo assoluto con i principi ispiratori. Per questioni di spazio non posso

dilungarmi su tutti i punti e prendo come esempio della farsa Uefa il solo punto 3, che in modo chiaro e inequivocabile dice: «Incoraggiare i club a contare solo sui propri profitti». Si usa volutamente il verbo «incoraggiare» ma da nessuna parte si esclude il fatto che il proprietario di un club di calcio non possa autofinanziare la propria squadra. Uno dei casi emblematici è quello del Milan, laddove la proprietà, il fondo Elliott, uno dei più importanti fondi al mondo, vuole semplicemente investire i propri soldi nel glorioso club rossonero e invece *oborto collo* si vede costretta a dosare i propri investimenti perché deve fare i conti con ipotesi di violazioni di norme che in modo evidente contrastano con i principi ispiratori della normativa del Fpf. Se ci fosse stato scritto: «I club devono contare solo sui propri profitti ed è espressamente vietato il finanziamento da parte della proprietà del club» ci saremmo trovati di fronte a una norma iniqua... ma non è così. L'aberrante attuale situazione è semplicemente il frutto dell'indirizzo dato dall'opaca visione di Ceferin. Con questo suo personalissimo criterio interpretativo costringe club seri e affidabili a operare manovre da volgari furbetti di quartiere come la vendita a prezzi folli di giocatori sconosciuti delle squadre giovanili solo per fa-

re delle plusvalenze o, ancora, come fatto da una società seria come il Paris St. Germain di proprietà della Qatar Sports Investment e presieduta dal ricchissimo Nasser Al Khelaifi, che ha dovuto fare giochini ridicoli di sponsorizzazioni varie palesemente farlocche, per acquistare Neymar. Per meglio comprendere l'oscurantismo che concretamente si rischia per opera di questo signore basta guardarsi indietro e capire che non potendo esserci nel calcio i mecenati, solo per stare in Italia, non sarebbe potuta esistere la Juventus degli Agnelli, la grande inter di Angelo Moratti, l'Inter del triplete di Massimo Moratti, gli invincibili degli splendidi anni del Milan dell'era Berlusconi e che i trionfi che hanno reso felici generazioni di milioni di persone grazie a Ceferin non sarebbero potute esistere.

Se infine trasliamo l'importanza che ha avuto il mecenatismo nella storia e nell'arte capiamo che le più grandi opere artistiche e architettoniche dell'umanità sono state compiute da mecenati e che gli affreschi di Michelangelo, sotto un ipotetico governo Ceferin, sarebbero stati affidati alle sapienti mani di un onesto imbianchino onde evitare che ci potessero essere visibili differenze tra una parete e l'altra. (riproduzione riservata)

\*naming partner  
studio Martinez-Novebaci

## Come sopravvivere ai tassi negativi

DI ELLA HOXHA\*

Vent'anni fa, se qualcuno ci avesse offerto un'obbligazione decennale con un rendimento appena in grado di coprire l'inflazione, avremmo inventato una scusa qualsiasi e saremmo scappati a gambe levate. Ma al giorno d'oggi, con tassi d'interesse bassi, forse prenderemmo un po' più in considerazione quell'offerta. Quando lo scorso mese l'Austria ha emesso obbligazioni Matusalem, ossia centenarie, la domanda ha superato l'offerta di cinque a uno, con un rendimento di appena l'1,2%. Assurdo, forse, eppure non così sorprendente se si considera che 1.300 miliardi di dollari di debito, globalmente, adesso rendono meno di zero. È una situazione che difficilmente cambierà nel breve termine. Le ultime indicazioni provenienti dalla Bce e dalla Federal Reserve suggeriscono che i tassi scenderanno nei prossimi mesi. Motivo per cui gli investitori a caccia di reddito paiono essere in una situazione complicata. Devono accettare rendimenti più bassi, o assumere più rischio. Eppure la decisione non va inquadrata in termini così manichei. Con l'approccio giusto, agli investitori non serve raggiungere troppi compromessi in entrambe le direzioni. Per la strategia Pictet-Absolute Return Fixed Income, l'idea che i tassi d'interesse rimarranno a livelli minimi per parecchio tempo condiziona i nostri ragionamenti da molti anni. Il debito governativo a livelli storicamente

elevati ha contribuito a rallentare la crescita economica e a mantenere l'inflazione a livelli bassi. Situazione che, a sua volta, ha determinato bassi rendimenti obbligazionari. E riteniamo che queste tendenze siano destinate a permanere anche se le variazioni a breve termine delle condizioni economiche dovessero consentire punte occasionali di toni aggressivi da parte delle banche centrali.

All'estremità più rischiosa dello spettro, intravediamo valore nel credito statunitense di qualità BBB, il gradino più basso dell'universo investment grade. I prezzi in questo segmento sono stati sotto pressione e queste obbligazioni adesso sono scambiate a un premio interessante. Molti dei principali tra questi emittenti (comprese diverse grandi e solide aziende) si trovano nella situazione di ridurre il debito dopo aver intrapreso operazioni di fusione e acquisizione. E nel farlo, le loro obbligazioni stanno diventando interessanti opportunità di investimento. Anche le obbligazioni societarie dovrebbero beneficiare dei tagli dei tassi della Fed e della conseguente spinta economica. Tuttavia, questi titoli sarebbero vulnerabili in caso di grave flessione o recessione. Potrebbe non essere il nostro scenario tipico principale, ma il nostro approccio è basato

sulla ponderazione di rischi e probabilità. Il nostro obiettivo è quello di analizzare tutti i possibili scenari che potrebbero offrire guadagni ai nostri investitori, non solo quando i mercati si muovono al rialzo, ma anche quando si muovono al ribasso. Una posizione lunga sulle obbligazioni BBB, è, di per sé, troppo rischiosa alla luce di questo obiettivo, quindi dobbiamo trovare un modo conveniente per ridurre il rischio, pur generando rendimenti interessanti. In questo caso, ciò significa coprire quella posizione investendo in Treasury a più lunga scadenza, compresa tra 10 e 30 anni. Storicamente, i rendimenti generati da questi titoli governativi sono stati costantemente correlati in modo negativo a quelli con rating BBB, costituendo un buon abbinamento di copertura. Se l'economia statunitense soffrirà, i tassi statunitensi scenderanno ancora di più rispetto ai livelli attualmente anticipati e rimarranno in quella posizione per un tempo ancora più lungo, a vantaggio delle obbligazioni sovrane con scadenza più lunga. Abbiamo incrementato questa posizione nel corso della vendita massiccia di inizio anno. Analogamente, in Europa abbiamo coperto la nostra allocazione al credito investment grade (nel quale ci siamo concentrati sugli emittenti che operano nel settore immobiliare) acquistando Bund tedeschi con scadenza lunga. (riproduzione riservata)

\*senior investment manager  
di Pictet Asset Management