

Indice

chiuso in redazione il 5 gennaio 2017

- **Outlook 2017**

- **Controcorrente**
 - Le correlazioni

- **Il Laboratorio**
 - Work in progress :
 - Portafogli modello:

Numero 1/2017

Outlook 2017

Rispetto all'anno scorso abbiamo l'intenzione di rendere l'outlook più asciutto e diretto, quindi senza grafici anche se su richiesta possiamo motivare sul Blog o per email i nostri commenti con dati, grafici ed ulteriori considerazioni.

Cominciamo con un resoconto del 2016.

La crisi di fine 2015/ inizio 2016, innescata a nostro avviso dal mancato coordinamento delle politiche monetarie delle varie realtà multipolari che sono ora i pesi massimi dell'economia globale, si è poi risolta con una sostanziale ed ulteriore iniezione di liquidità.

Questa iniezione di liquidità è derivata da un'espansione delle politiche di QE di Europa e Giappone, ed un rallentamento dei rialzi da parte degli USA, oltre che da politiche sia fiscali che monetarie espansive da parte della Cina.

Questa massa di liquidità nel 2016 non ha però trovato facilmente la strada degli asset di rischio, a causa delle diverse incertezze geopolitiche ed anche di crescita che si sono via via succedute; Brexit, G-20, elezioni USA, referendum italiano ecc..

I risultati politici manifestatesi nelle varie tornate elettorali, e tutte sostanzialmente delle sorprese rispetto alle aspettative mainstream, hanno causato via via dei ribassi sempre meno intensi e dei rialzi sempre più marcati legati ad aspettative che progressivamente spostavano l'attenzione dalle politiche monetarie alle politiche fiscali.

La summa di queste reazioni sono state le elezioni americane, vero e proprio game changer dei mercati internazionali anche se con avvisaglie ben chiare già nel periodo post brexit.

Grazie alle elezioni di Trump, ed allo spostamento del focus sul potenziale taglio delle tasse e sulle possibili misure protezionistiche, si è avuto uno sdoganamento degli asset di rischio anche per i timori inflazionistici legati alle possibili scelte di Trump. Due gli effetti principali:

- da una parte la liquidazione degli asset obbligazionari ha portato ad uno **switch** obbligazioni governative/azioni/asset di rischio molto forte.
- dall'altro i **dollari turistici** hanno preferito ritornare per buona parte a casa portando ad una significativa forza del dollaro contro le principali monete mondiali.

Per il 2017 lo scenario base disegnato dalla maggior parte degli analisti è legata alle aspettative delle politiche di Trump, e all'inevitabile conclusione delle politiche di QE da parte della maggior parte delle banche centrali e alla conseguente normalizzazione della situazione dei tassi.

Gli **elementi centrali di rischio di scenario** sono una crisi del debito che si propaga dalla Cina, oppure un significativo rialzo dei tassi che faccia deragliare le politiche di stimolo fiscale e di normalizzazione dei tassi.

Riteniamo che buona parte delle aspettative sulle politiche fiscali e concentrate domesticamente da parte del nuovo governo Trump sono già scontate, e vi è solo una piccola parte delle stesse non realmente prezzate sui mercati azionari obbligazionari e delle materie prime.

Solo sorprese sostanzialmente positive a nostro avviso potrebbero portare ad un nuovo significativo rialzo dei tassi collegato ad aspettative di crescita più elevate, che fluiranno sui mercati azionari principalmente e, con meno intensità, anche sulle materie prime soprattutto quelle industriali e legate alla crescita che però potrebbero ancora avere spazi importanti di rialzo se non sono prezzate in dollari.

Il nostro scenario centrale è che comunque nei primi mesi parte dell'anno questa positività potrebbe manifestare ancora parzialmente l'ottimismo degli ultimi mesi, con un probabile breve consolidamento dei trend legati soprattutto a degli eccessi di sentiment che vanno riassorbiti, anche se resterà all'interno di uno scenario sostanzialmente positivo.

Ma il rischio che le scelte fiscali di Trump diventino poi un sell of news (diciamo dopo una prima reazione positiva) è elevato, soprattutto se i dati macro fino ad ora maggiormente positivi rispetto alle aspettative vedessero un rallentamento complessivo dei numeri. (di questo abbiamo parlato in recenti conferenze, e sono disponibili degli indicatori sul livello di 'sorprese positive' degli analisti : chi fosse interessato può chiederci approfondimenti)

Noi non crediamo di trovarci nella stessa situazione vista ai tempi delle elezioni di Reagan, come alcuni commentatori sembrano sostenere in **quanto la situazione dei tassi e del debito è significativamente diversa** e lo spazio fiscale molto più stretto. Però è certo che alcune delle politiche di Trump potranno avere effetti positivi sugli attivi in dollari e sul dollaro stesso.

Riteniamo poi che la **situazione geopolitica** sia fondamentale cambiata rispetto agli anni '80, la fine della parità tra dollaro e oro ha di fatto dato all'epoca un vantaggio competitivo contro il blocco sovietico che è stata una delle concause che ne hanno causato il collasso; riteniamo che la situazione attuale sia radicalmente differente, ed il nuovo aggiustamento del paniere della valuta cinese con l'aggiunta di molte nuove valute a discapito di euro e dollaro ne è la conferma. Diversamente dal periodo reaganiano, la Cina è oggi un player globale con la stessa dimensione di USA Russia e Europa, e ha mezzi e capacità per giocare un ruolo importante in uno scacchiere geopolitico multilaterale .

Se quindi lo stimolo fiscale di Trump ed il sostanziale obiettivo di utilizzare il sistema di tassazione come un dazio doganale non riuscisse a produrre i risultati sperati ed anzi dovesse scatenare un conflitto commerciale già ora strisciante, è evidente che le aspettative che al momento hanno spinto i mercati verrebbero depresse.

Detto quindi dell'attuale driver della crescita del sistema economico mondiale e soprattutto USA, diamo uno sguardo ai **rischi di sistema** attualmente evidenziati dagli analisti *sell side*.

Sicuramente quello attualmente più in voga e più evidenziato dagli analisti è **il rischio di una bolla cinese** che esplode.

In particolare l'elevata quota del debito complessivo delle imprese, la debolezza della valuta accentuata dal calo delle riserve e la valutazioni di molte asset class cinesi davvero elevato fa temere per un crollo dell'economia cinese, ed indebolisce complessivamente l'intera struttura dei paesi emergenti.

Dal nostro modesto osservatorio riteniamo questa posizione molto anglo centrica, e tendente ad enfatizzare eccessivamente i problemi cinesi che certo non mancano.

La debolezza della valuta cinese ha a che fare anche molto con l'internazionalizzazione dello yuan da una parte, e dai forti acquisti cinesi all'estero dall'altra con un autentico boom delle operazioni di M&A di capitale cinese. L'economia ancora molto controllata dal governo e dalla politica monetaria domestica ne limita gli eccessi speculativi, anche se a fatica, e l'economia è ancora in grado di rispondere agli stimoli monetari e fiscali introdotti recentemente e che ora in parte vengono ridotti per evitare l'eccessivo surriscaldamento.

Dal nostro osservatorio il rischio dell'esplosione di una bolla cinese sono al momento molto basse, anche se questo non esclude che prima o poi, sia per pressioni esterne sia per pressioni interne, certe valutazioni debbano essere riviste: ma non riteniamo giunto ancora il momento.

Riteniamo invece molto più rischioso il fatto che sia **la politica monetaria USA sia quella cinese potrebbero diventare restrittive entrambe** nel corso del 2017.

Se ad esso aggiungiamo il fatto che anche i QE di Europa e Giappone sembrano sulla strada della conclusione ancorché su tempi sicuramente più lunghi, c'è l'evidenza che il pericolo più grosso dei mercati è che la contemporanea forza del dollaro, aumento dei tassi, e restrizione di liquidità USA e cinese possa far deragliare la calma indotta dall'abbondante liquidità sistemica.

Lo stimolo monetario messo in campo dalle banche centrali da febbraio 2016 in poi ha avuto effetti positivi sui mercati, ma ora è anche evidente che una sua restrizione avrebbe effetti negativi: questo soprattutto se le aspettative sulle politiche fiscali di Trump non fossero confermate dai fatti o causassero ulteriori tensioni tra le aree economiche più importanti del globo.

In una situazione di sostanziale eccesso produttivo ed eccesso di capitale con elevato utilizzo del debito da parte delle imprese e degli stati, **la possibilità di un ritorno alla deflazione** soprattutto con politiche monetarie meno espansive va tenuta in conto.

Per quanto riguarda l'area euro, dato che non è ancora un area economica completamente formata, tenderà ad andare al traino delle altre aree, escluso il fatto che le sue attuali politiche monetarie sono il vero attuale sostegno alla liquidità mondiale ed un cambiamento di queste politiche avrebbe conseguenze negative se non contro bilanciate da un'integrazione fiscale, finanziaria ed economica più credibile.

E' evidente d'altronde che sullo scenario economico si confrontano attualmente tre poli economici che tendono con le proprie politiche a favorire la propria area economica e se possibile quelle degli alleati: ma queste relazioni non sono certo stabili e soggette a variabilità. Si hanno invece relazioni fluide che tendono a cambiare in base agli interessi dei singoli partecipanti.

Da una parte c'è **il polo USA e dei paesi anglofoni** che come visto ha una forza economica in calo relativo e tende quindi a concentrarsi piuttosto sulla forza economica domestica, utilizzando la residua superiorità militare e monetaria per cercare di imporre la propria linea economica al resto del mondo.

Dall'altra parte si è costituito un **asse geopolitico che ha la Russia e la Cina** ma anche parte del mondo scita e sunnita arabo. A conferma di questi due poli possiamo notare come quasi tutte le risoluzioni ONU che hanno tentato di destabilizzare il regime di Assad in Siria siano state oggetto di veto congiunto Cina/Russia. A nostro avviso molto dell'interventismo militare russo ha dietro l'appoggio quantomeno politico ma probabilmente anche economico cinese.

Il tentativo di riavvicinare Putin agli Stati Uniti da parte di Trump potrebbe essere un tentativo di destabilizzare questo scenario con altro incomodo politico, la Turchia, che sfrutta la posizione chiave sugli scenari internazionali per poter gestire le turbolenze interne.

Il terzo polo è quello europeo che nonostante la brexit ha ancora un peso economico del tutto simile a quello cinese sui mercati internazionali, sebbene con prospettive di crescita differente.

Più che quindi il rischio di bolla cinese sono l'accentuarsi di questi contrasti un chiaro rischio alla situazione economica attuale che vede eccessi produttivi in quanto tutti i poli stanno, chi più chi meno tentando di preservare il capitale economico domestico.

Concludendo quindi questo excursus economico, nel nostro scenario attuale abbiamo ancora qualche mese di positività dettata dalle aspettative di politiche fiscali accomodanti che sostituiscano le politiche monetarie oramai esauste: ma riteniamo che buona parte della positività sia già stata scontata, mentre le tensioni tra i vari poli economici tenderanno nel corso del 2017 a riprendere il sopravvento trasformandosi in fibrillazioni politiche e quindi anche economiche.

Il rischio che queste tensioni si sposino a politiche monetarie sostanzialmente più restrittive in una situazione di alto debito mette in dubbio gli scenari positivi ora disegnati da molti analisti.

I nodi in realtà potrebbero venire al pettine nel corso del 2018, ma il 2017 potrebbe essere un anno di transizione che per i mercati finanziari potrebbe essere positivo se le politiche monetarie tanto bistrattate saranno ancora supportive.

In caso contrario, sarà difficile che le sole politiche fiscali, con l'esiguità dello spazio che hanno, potranno da sole favorire il ciclo dei mercati finanziari, se non a macchia di leopardo e senza la sicurezza che saranno i mercati USA a trionfare.

Un eccesso di tensione tra il polo cinese e quello USA potrebbe paradossalmente favorire una area euro, se sarà il grado di scrollarsi di dosso l'idea di un area sull'orlo del collasso di sistema e quindi accentuando le caratteristiche di mutualità che sono tipiche delle aree federali consolidate.

Sui mercati azionari quindi si potrebbe verificare una certa positività di momentum seguente all'insediamento di Trump, ma poi sulle implementazioni e sugli effetti di queste implementazioni non solo interne ma anche esterne occorrerà ricostruire le proprie posizioni.

Sui mercati obbligazionari non siamo convinti della fine del bull market secolare, anche se riteniamo che il bottom sia stato fatto: ma questi livelli potrebbero perdurare per diverso tempo, ed in caso di peggioramento

del quadro economico si potrebbe vedere una nuova leg ribassista. Scenario differente nel caso si continuassero o si riprendessero politiche monetarie espansive da parte di tutti i macro poli globali.

La parte di obbligazionario maggiormente rischioso (HY ma anche Emergenti) potrebbe patire l'eventuale restrizione di liquidità derivante dai rialzi dei tassi USA e dalla riduzione di liquidità cinese.

Le materie prime potrebbero sfruttare il momentum di crescita, soprattutto nella componente industriale insieme all'affetto Trump e cinese: ma in seguito occorrerà vedere come il gigante cinese reagirà alle politiche fiscali USA. Nel recente passato, le scelte di rialzo dei tassi USA sono state seguite da manovre di restrizione monetaria cinese, che ha costretto poi gli USA a fare parziale marcia indietro ed ad attendere le politiche monetarie europee a sostegno. A nostro avviso potrebbe tornare un certo interesse sui metalli preziosi, sia in ottica di consumo che come bene rifugio.

La chiave dei mercati per il 2017 saranno le tensioni geopolitiche e la trasmissione delle stesse alle politiche monetarie.

Mentre sull'economia reale la moneta ha poco effetto e la forte componente debitoria limita gli spazi di manovra delle politiche fiscali, la politica monetaria può fare da sostegno pressoché perenne ai mercati finanziari, almeno fino a quando la credibilità di una o più banche centrali non viene messa in discussione e si pongono dei temi di moral hazard. (oppure avviene una distruzione reale dell'economia con l'esplosione di una bolla o lo scoppio di un conflitto bellico)

Anche l'helicopter money è di per se praticabile, se questo ha una giustificazione razionale che consente alla parte emotiva dei mercati di non prendere in considerazione la distruzione di valore degli asset cartacei che un eccesso di moneta provoca (maggiore la moneta in circolazione, minore il valore negli asset).

Il procrastinare il rialzo dei tassi con la scusa di tensioni che in realtà non avevano impatti immediati sull'economia reale, ha di fatto riversato sui mercati finanziari nuova liquidità calmandone la volatilità ma di fatto aumentando la dipendenza dei mercati da questa liquidità. Il tentativo è di sottrarne solo poche gocce alla volta per impedire gli effetti più deleteri, ma in questo mondo si tengono in piedi sistemi produttivi in competizione che accentuano le tensioni tra le varie realtà economiche.

Lo stimolo fiscale potrebbe migliorare le condizioni economiche ma non quelle finanziarie e quindi dei mercati.

In conclusione, riteniamo che da oggi al 2018 i problemi verranno gradualmente al pettine: ed i mercati finanziari che sono sempre anticipatori, cominceranno a scontare questa ipotesi nel corso del 2017.

CONTROCORRENTE ETНЕРЯОСЯТНОС

Uno dei temi ricorrenti nella costruzione del portafoglio è quello della correlazione, o meglio della correlazione inversa, tra le asset class che lo compongono. Inserire elementi che hanno andamenti opposti tra loro nelle diverse fasi di mercato è diventato un mantra dell'industria del risparmio gestito, specie ora con il *robot advisory* che sta prendendo piede. Anche noi ovviamente comprendiamo e rispettiamo questa impostazione strategica, che è di indubbia efficacia: basti vedere il Portafoglio Permanente di Browne, di cui abbiamo detto nei mesi scorsi, e verificarne la sua efficacia negli anni .

Ma ovviamente se ogni strumento è valido, lo è all'interno dei suoi limiti operativi che devono quindi essere conosciuti per non generare eccessiva confidenza nell'investitore, un eccesso che si può pagare anche molto caro. Facciamo qualche esempio.

La correlazione è una funzione matematica che esprime , con un valore compreso tra +1 e -1, quanto due variabili si muovano insieme: maggiore il valore, più coordinati sono i movimenti. Con una correlazione negativa, al salire del valore di uno dei due, l'altro scende con un rapporto appunto definito dal valore della correlazione.

Uno dei 'pairs' di de-correlazione utilizzato dal Portafoglio Permanente di Browne è quello tra lo SP500 e l'oro. Vediamo anzitutto che occorre definire la lunghezza del periodo di analisi : per semplicità presentiamo i valori della correlazione a 20 giorni, all'interno del portafoglio di Browne

| Ticker | Date/Time | IUSA.MI | IBTM.MI | IBTS.MI | PHAU.MI |
|---------|------------|---------|---------|---------|---------|
| IBTM.MI | 31/07/2009 | -0.71 | 1.00 | 0.93 | 0.52 |
| IBTS.MI | 31/07/2009 | -0.67 | 0.92 | 1.00 | 0.46 |
| IUSA.MI | 31/07/2009 | 1.00 | -0.71 | -0.67 | -0.77 |
| PHAU.MI | 31/07/2009 | -0.78 | 0.51 | 0.47 | 1.00 |

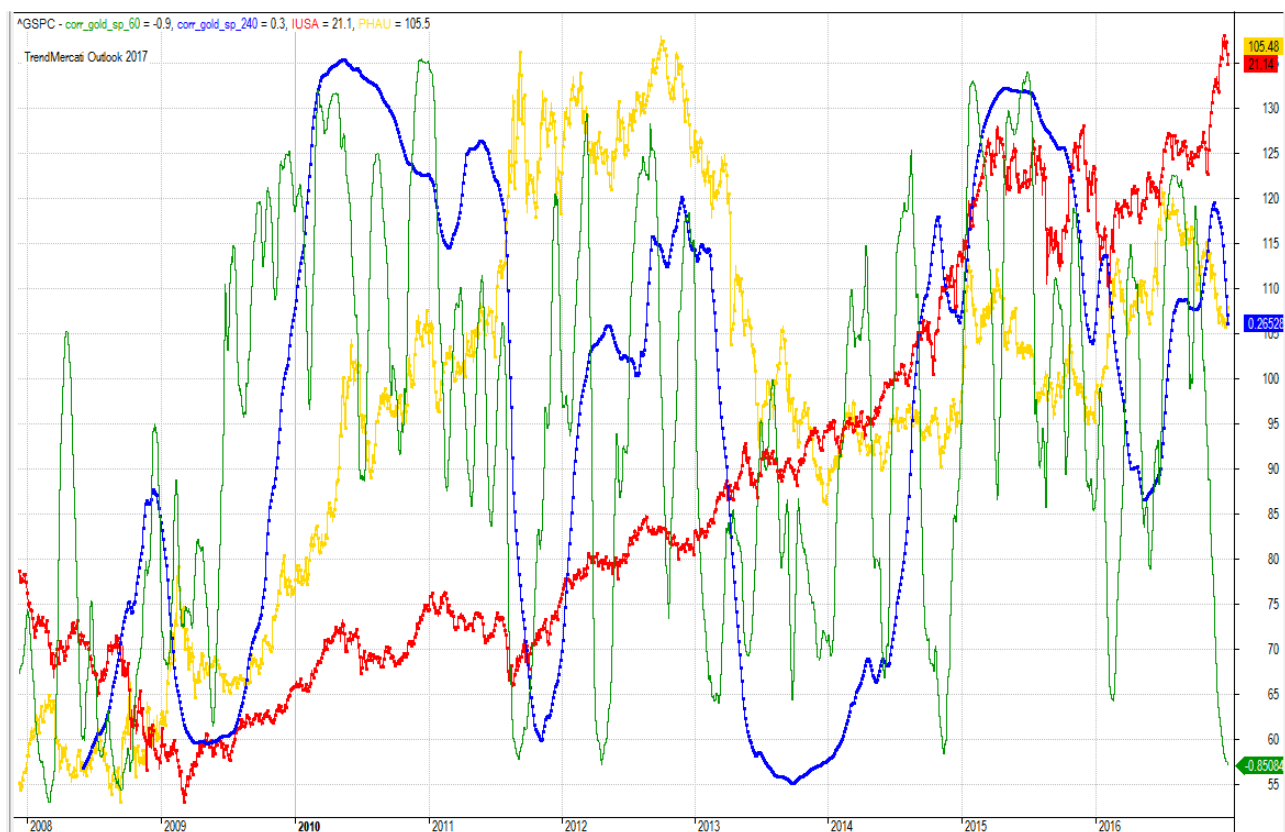
Il grafico mostra le correlazioni incrociate tra i quattro ETF, e colora tra il verde (massima correlazione positiva) e il rosso (massima correlazione negativa) : e così a colpo d'occhio è chiaro che lo ETF legato all'azionario, lo IUSA.MI, è correlato negativamente agli altri tre, creando quindi una protezione automatica dalla volatilità dell'azionario con la stabilità e la direzionalità inversa delle altre tre asset class. Tutto a posto allora? Beh quasi ...

Se ripetiamo lo stesso esempio per un altro periodo, abbiamo risultati differenti: quello sopra era la correlazione a 20 giorni dal 31 luglio 2009, nella crisi post Lehman . Vediamo la correlazione a fine 2016 come era impostata ...

| Ticker | Date/Time | IUSA.MI | IBTM.MI | IBTS.MI | PHAU.MI |
|---------|------------|---------|---------|---------|---------|
| IBTM.MI | 30/12/2016 | 0.23 | 1.00 | 0.41 | 0.55 |
| IBTS.MI | 30/12/2016 | 0.60 | 0.41 | 1.00 | -0.16 |
| IUSA.MI | 30/12/2016 | 1.00 | 0.23 | 0.60 | 0.34 |
| PHAU.MI | 30/12/2016 | 0.34 | 0.55 | -0.16 | 1.00 |

In modo totalmente diverso, le correlazioni sono quasi tutte positive anche se deboli, con la singola eccezione del legame tra l'Oro e l'ETF sui T-Bill. Un ribaltamento importante degli equilibri di portafoglio, che da solo rende evidente come impostare una strategia solo sulla correlazione attuale tra le asset class possa essere soggetta a importanti cambiamenti del rischio.

Quindi noi preferiamo guardare alla correlazione come ad un fenomeno dinamico, che varia nel tempo e a cui ci si deve adattare in continuazione per avere dei risultati significativi. Il grafico qui di seguito mostra la correlazione SP500–Gold a tre e a dodici mesi negli ultimi anni.



In rosso il grafico dello SP500, in oro il Gold, in blu la loro correlazione ad un anno e in verde la correlazione a tre mesi.

Si vede come le correlazioni siano molto variabili, addirittura su questa scala temporale pluriennale quella a tre mesi sembra muoversi in tutta la gamma delle possibilità tra +1 e -1 senza mai restare ferma con un poco di stabilità: sembra più stabile la correlazione ad un anno, che si muove più lentamente, ma anche qui tra i due estremi della scala.

Correlazione oscillante, persino anche positiva in alcuni periodi: questo perché il fenomeno del fly-to-quality, che pure esiste, è presente sul mercato in contemporanea con altri *movers*, ad esempio per la presenza di liquidità sul mercato e in generale per la situazione del mercato monetario, o per circostanze specifiche del mercato, ad esempio una restrizione della domanda. L'osservazione che ci è utile è che la correlazione diventa negativa 'quando serve', cioè le due asset class tendono ad essere maggiormente scorrelate proprio quando lo SP500 scende: quindi un portafoglio che ha al suo interno sia azioni che oro riesce ad ottenere risultati interessanti perché quando le azioni scendono, l'oro tendenzialmente cresce e quindi riduce le perdite complessive. Tutto a posto finalmente? Purtroppo ancora no, l'oro si scorrela anche ad esempio nel 2013, quando le azioni salgono e invece il metallo giallo scende, sottraendo al portafoglio i guadagni dell'azionario. Quanto sopra lo si è già visto nei precedenti numeri, quando abbiamo analizzato le prestazioni del Portafoglio Permanente di Browne e ne abbiamo apprezzato più la stabilità e il basso DrawDown che il suo rendimento, offuscato proprio dalle dinamiche opposte delle sue componenti.

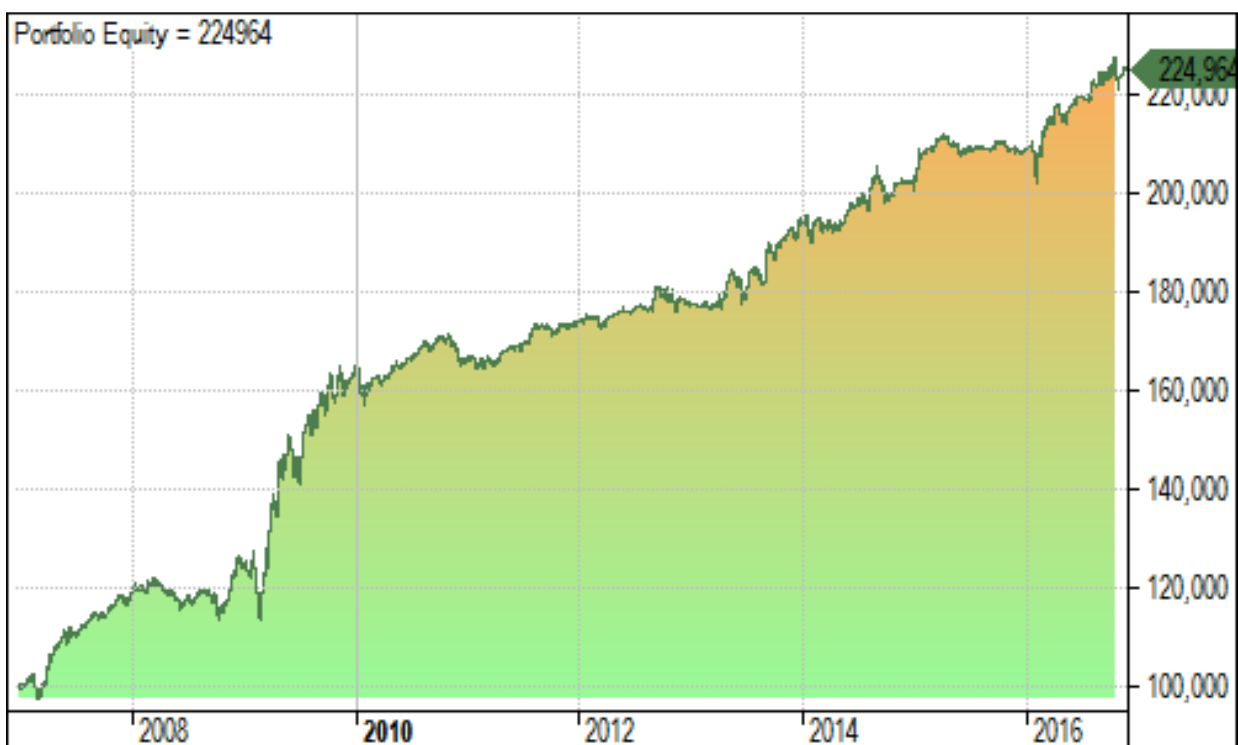
Concludiamo con l'osservazione che le correlazioni esistono e si possono anche utilizzare con profitto, ma occorre tener conto della loro forte incostanza, e quindi vanno gestite con altri segnali che le integrano e spiegano quando utilizzarle e quando non conviene farlo.

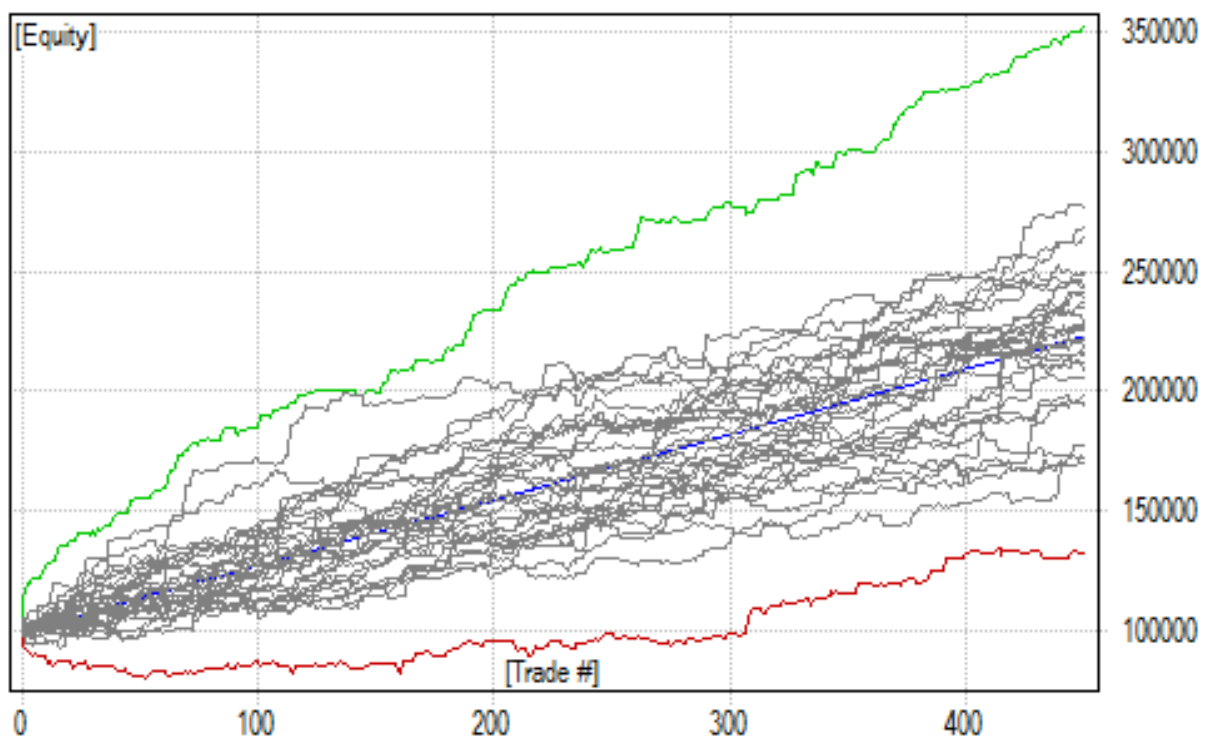
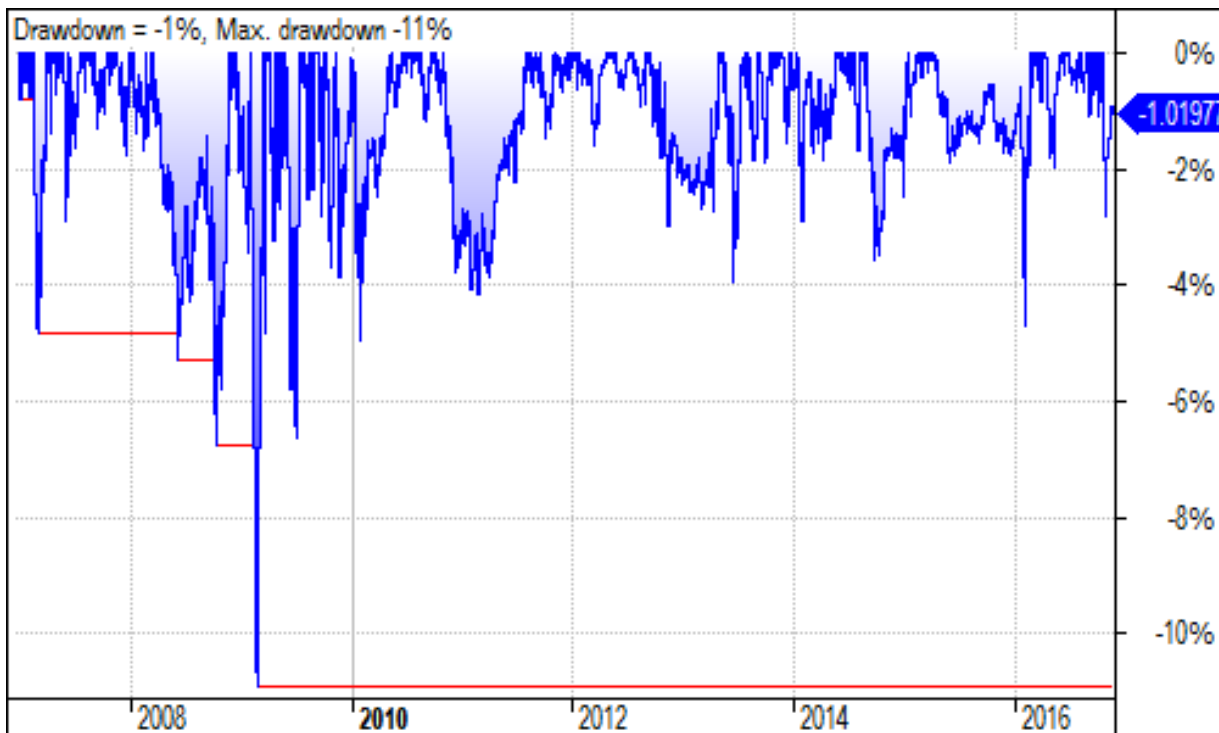
Fonte dati : www.datiok.com

Il Laboratorio

Proprio sull'utilizzo 'mediato' delle correlazioni si sta sviluppando il nostro prototipo di asset al location, progetto che ci ha assorbito molto tempo nelle ultime due settimane: siamo ora nella fase di affinamento dei pesi e della validazione finale del modello, che utilizzeremo come benchmark per le nostre analisi. Il progetto utilizza parte dei lavori precedenti, in particolare Eulero ed Herakles, e in seguito incorporerà anche l'analisi settoriale. Il sistema privilegerà la difesa del portafoglio sulla pura performance, sarà nelle versioni 'a reinvestimento del capitale' e 'a reddito e opererà con ribilanciamento mensile; sarà sempre a mercato ma con una logica di gestione del rischio, e quindi talvolta sarà investito solo in asset relativamente più sicuri, come obbligazioni governative a breve termine. E' previsto uno sviluppo a parte per il CODVO, con un sistema che privilegerà operazioni brevi in contro_trend.

Per ora vi mostriamo il profilo di rendimento di una delle ultime prove svolte: a presto inseriremo nel blog i risultati finali.





A tutti voi i nostri migliori auguri per un sereno e prospero anno nuovo!

