

VOLATILITÀ

31 luglio 2014

Distinguere il rumore dal segnale

Una delle previsioni più diffuse in queste fase è che la volatilità dei mercati, ora ai minimi termini, inizierà presto a crescere. In un certo senso è una previsione facile. Prima o poi capita sempre qualcosa di imprevisto e sostenere che non succederà nulla è una delle affermazioni più incaute che si possano fare.



Il Pacifico di fronte a Santa Cruz.

Perfino nel caso raro in cui davvero non succeda niente di particolarmente rilevante, è la stabilità stessa che, alla lunga, genera instabilità dal suo interno. Lo abbiamo visto su larga scala nel decennio scorso, quando la tanto celebrata Grande Moderazione (crescita stabile, inflazione stabile) creò eccessi di ogni tipo nell'economia e nei mercati. Lo vediamo frequentemente, su una scala più piccola, negli strumenti finanziari. La calma piatta induce tutti a prendere sempre più rischio fino al momento in cui basta poco a mettere paura e a fare scattare stop loss che amplificano i movimenti di mercato.

Delle fasi di volatilità approfittano in genere solo gli specialisti del settore e gli investitori che hanno posizioni piccole. Tutti gli altri, la grande maggioranza, tendono a rimetterci.

I sistemi di misurazione e controllo del rischio in uso in tutto il mondo



Surf tra le onde del Pacifico.

aiutano dal canto loro a perdere soldi e occasioni, perché lampeggiano furiosamente quando le borse sono ai minimi (se questi sono raggiunti con cadute veloci) e sonnecchiano placidi quando, come ora, sono su livelli elevati raggiunti senza strappi. Nella seconda parte del 2009 e ancora nel 2010 il Value-at-Risk, che

misura la volatilità sulla base dei 12-24 mesi precedenti, raccomandava e imponeva la massima prudenza proprio quando si poteva acquistare tutto quello che si voleva a buon mercato. Oggi lo stesso sistema, ragionando su un passato prossimo regolare e tranquillo, lascia ampio spazio a chi voglia comperare azioni e bond sui massimi storici.

Contrariamente a un'opinione diffusa, la volatilità non è nemmeno un buon indicatore di tendenza e non aiuta a fare previsioni. Tobias Levkovich di Citi ha lavorato su una lunga serie storica e ha calcolato che quando il Vix è tra 10 e 15 (ora è a 13.40) c'è l'88 per cento di probabilità che 12 mesi più tardi la borsa sia più in alto. Quando il Vix è tra 15 e 20 le probabilità sono 87.5 su cento. E indovinate quante sono le probabilità di una borsa più forte con un Vix elevato, per esempio tra 35 e 40? Sono di nuovo l'87.5 per cento.

La volatilità, dunque, a volte è rumore e a volte è segnale, ma non segue regole. Quello che qui vogliamo proporre come ipotesi non è che il rumore non possa salire nei prossimi due-tre mesi, cosa molto possibile anche per circostanze stagionali, ma che il rumore possa già avere dignità di segnale.

Il nostro ragionamento parte dalla volatilità del ciclo economico, che è spesso alla base di quella dei mercati. Come sappiamo, l'America ha attraversato una fase di forte crescita nella seconda metà dell'anno scorso. C'è stata un'ondata di fiducia, dovuta alla maggiore stabilità politica, e le imprese hanno scoperto improvvisamente di avere poche scorte di prodotti da offrire ai consumatori.

Una volta riempiti fin troppo i magazzini è arrivato il 2014 con il suo carico di maltempo, di maggiori oneri per l'Obamacare di minori sgravi fiscali

per gli investimenti. Il Pil si è bruscamente contratto e i magazzini sono stati svuotati. Tornato il bel tempo i consumi sono ripresi normalmente ma si è dovuto produrre più del solito per ricostituire le scorte. Il risultato è stato il 4 per cento di crescita annualizzata del secondo trimestre.

Se facciamo la media degli ultimi quattro trimestri ed eliminiamo così gli effetti dei nevrotici minicicli delle scorte, troviamo una crescita americana del 2.4 per cento, un numero perfetto per avere una magica combinazione di borsa forte e di bond tranquilli.

Come sarà il terzo trimestre? Ripeterà l'exploit del secondo con il suo 4 per cento? No, perché le scorte, accumulate troppo nei mesi scorsi, verranno smaltite o rimarranno comunque stabili. Il risultato finale sarà dunque vicino a quel 2.4 che finora è tanto piaciuto ai mercati.

Vuol dire, questo, che finché la crescita si manterrà su questo magico livello avremo borse e bond sempre più forti fino alla fine dei tempi? No, perché a quella velocità si esauriscono gradualmente le risorse inutilizzate, in primo luogo i disoccupati, e alla lunga si genera inflazione. Quanto alle borse, Michael Hartnett nota che il Pil nominale americano, dal 2008 a oggi, è aumentato del 20 per cento, mentre l'SP 500 è cresciuto del 190 per cento. Divergenze di questo tipo non possono allargarsi in eterno. Quanto ai bond, il fatto che quelli spagnoli rendano oggi meno di quelli americani e che quelli portoghesi, nonostante le note difficoltà del settore bancario, offrano meno dei dividendi delle blue chip europee mostra che anche qui si è già percorsa tutta la strada possibile.



Ben prima che in Occidente, il surf era praticato dai polinesiani.

I mesi di Nirvana sono contati, ma non sono terminati. La turbolenza inizierà se la crescita accelererà davvero (forse nel quarto trimestre) o se, al contrario, tornerà a indebolirsi. Al momento tutto fa pensare alla continuazione di questo Goldilocks irregolare che piace tanto a tutti.

Da qualche settimana raccomandiamo ai portafogli più aggressivi di alleggerire gradualmente le posizioni azionarie e di riportarle su livelli neutrali. Ci sembra però ancora presto per adottare un profilo marcatamente difensivo. Il cash non rende nulla e i bond ci piacciono poco.

Piuttosto che rincorrere i governativi della periferia europea ai livelli stratosferici in cui si trovano ci sembra più ragionevole fare il pieno, in Europa e in America, di blue chip azionarie grandi, sane e tranquille. È del resto confortante constatare che la più grande assicurazione tedesca, la maggiore compagnia aerea americana e la migliore banca del mondo hanno multipli a una sola cifra. E, come loro, molte altre ottime società.

Quando il mare inizia ad agitarsi anche le navi più grandi e solide risentono della forza delle onde, ma non affondano. Chi invece si rifugia su una riva qualsiasi solo perché la terraferma gli appare stabile rischia, se non ha scelto bene dove mettersi, di essere raggiunto e travolto dal mare.

Argentina, Espirito Santo, Gaza, sanzioni antirusse e multe a raffica alle banche provocano comprensibilmente ansia nei mercati ma generano più rumore che segnale se rimangono circoscritti e se il principale motore dell'economia globale continua a funzionare. Storicamente le crisi finanziarie di un singolo paese o di una singola banca sono state occasioni d'acquisto quando hanno avuto luogo in un contesto macro positivo.

Quanto all'Europa che flirta con la deflazione, si tratta di un problema



Surf in Sardegna.

potenzialmente serio (in particolare per la periferia), ma per il futuro prossimo sono disponibili due armi solitamente efficaci per combattere la malattia giapponese. La prima è la svalutazione dell'euro, destinata a proseguire. La seconda, che si profila in modo sempre più evidente per la fine dell'anno, è il Quantitative easing.

Sintetizzando, da qui in avanti andrà curata, più ancora dell'esposizione alla volatilità dei prezzi, la qualità di quello in cui si investe, che si tratti di azioni, di bond o di cash (che, se depositato nel posto sbagliato, può rivelarsi meno sicuro di quello che si pensa).

Difensivi nella qualità, dunque, non nella quantità.

Buone vacanze a tutti.

Alessandro Fugnoli +39 02 777181



Disclaimer

Gruppo Kairos. Via Bigli 21, Milano.

La presente pubblicazione è distribuita dal Gruppo Kairos. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, il Gruppo Kairos non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza il Gruppo Kairos declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Nessuna società appartenente al Gruppo Kairos potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente pubblicazione può essere riprodotta unicamente nella sua interezza, a partire dalle 48 ore successive la diffusione ufficiale, ed esclusivamente citando il nome del Gruppo Kairos, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale e previa comunicazione all'ufficio stampa (Mailander – 011.5527311). La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale del Gruppo Kairos cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Il Gruppo Kairos ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. Il Gruppo Kairos può occasionalmente, a proprio insindacabile giudizio, assumere posizioni lunghe o corte con riferimento ai prodotti finanziari eventualmente menzionati nella presente pubblicazione. In nessun caso e per nessuna ragione il Gruppo Kairos sarà tenuto, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, che nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento (quali la consulenza in materia di investimento in strumenti finanziari) ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.