

APPUNTI E SPUNTI

12 febbraio 2015

Petrolio, Ucraina, Grecia, Treasuries, borse e dollaro

Petrolio. Il rimbalzo recente, che nel suo momento più alto è stato del 20 per cento rispetto ai minimi, non è il segno di un'inversione di tendenza. I tagli di produzione, che tanto hanno fatto sperare produttori e rialzisti, sono ancora insufficienti a frenare il continuo accumulo di scorte.

Letteralmente, non si sa più dove mettere il petrolio estratto.

Chi compra futures sul greggio puntando su un rimbalzo deve anche considerare il forte vento contrario del contango. Ogni mese, solo per rinnovare la posizione, si perde più dell'uno per cento. In pratica, se fra un anno il greggio sarà del 15 per cento più forte di adesso, chi compra oggi un contratto sarà solo in pari. Questo vento contrario non può essere aggirato nemmeno comprando gli Etf. Chi sta al ribasso, ovviamente, ha il vento a favore ma dovrà stare attento a ricomprare al momento giusto, probabilmente verso metà anno.

Inflazione. Il petrolio debole ritarderà la ripresa dell'inflazione e manterrà viva la narrazione di un mondo stagnante e strutturalmente in deflazione.



Gerhard Richter. Abstraktes Bild. 1994. Scambiato nel 2012 a 35 milioni di dollari.

Sottotraccia, tuttavia, ci saranno da tenere d'occhio tre fattori. Il primo riguarda l'America e, in particolare, il suo costo del lavoro. Se dovesse accelerare, la Fed farebbe finta di niente per qualche mese, ma il mercato potrebbe innervosirsi. Il secondo riguarda l'Europa, dove la svalutazione dell'euro potrebbe sostenere i prezzi. Il terzo è il petrolio, che a un certo



Gerhard Richter. Construction. 1976.

punto invertirà davvero la direzione della sua corsa e tornerà a salire. Per il momento questi tre fattori sono lontani o non particolarmente rilevanti. Il Treasury decennale Americano, un bond ad alto rendimento se lo si paragona alla carta europea o giapponese, resterà ancora interessante, almeno per qualche mese. Non si dimentichi che i governativi lunghi americani sono anche la migliore polizza di

assicurazione contro ribassi di borsa, incidenti geopolitici o turbolenze europee.

Ucraina. Il cambio di regime compie un anno. In questi dodici mesi la situazione è andata gradualmente ma continuamente peggiorando sul piano militare, economico e strategico. Il debito di Kiev ha ormai superato il 60 per cento del Pil e questo dà a Mosca, che a suo tempo aveva sottoscritto Eurobond ucraini, la facoltà di chiedere in qualsiasi momento il rimborso anticipato e spingere il paese verso il default. Una ristrutturazione dei bond ucraini appare sempre più probabile. Se il cessate il fuoco faticosamente concordato in queste ore non produrrà un risultato concreto in termini di federalizzazione dell'Ucraina, il conflitto continuerà a crescere d'intensità, si allargherà a tutta la costa settentrionale del Mare d'Azov e farà scattare altre sanzioni, sulle quali l'Europa si dividerà. Per il momento, nonostante i 40 miliardi che il Fondo Monetario ha messo a disposizione di Kiev, ci sembra prematuro assumere posizioni su asset russi o ucraini.

Grecia. L'aggressività di Tsipras e Varoufakis ha colto tutti di sorpresa. Da anni, tuttavia, giacciono nei cassetti studi di ogni genere su come risistemare il debito greco, riformare il fisco, deregolare e privatizzare. A chi volesse approfondire suggeriamo una visita al sito di Bruegel, un centro studi molto influente, che in questi giorni ha rinfrescato e aggiornato proiezioni e proposte molto dettagliate.

Sulla carta, dunque, non dovrebbe essere troppo difficile trovare un compromesso ragionevole. Ci potrebbero essere cambiamenti di facciata (l'Ocse al posto della Troika) un prestito ponte (concesso dal Fondo Monetario e non dall'Europa) un inasprimento fiscale per i greci più ricchi (anche se pochi di questi risiedono in Grecia) con cui finanziare un po' di spesa sociale. Ci sarebbero poi un ammorbidimento sui tempi di raggiungimento degli obiettivi di avanzo primario, un abbassamento ulteriore degli interessi che la Grecia paga all'Europa e un altro spostamento in avanti delle scadenze del debito. Alla fine Tsipras si porterebbe a casa un discreto pacchetto di concessioni senza costringere l'Europa ad abiurare i suoi principi e il suo miliardo di regole.

Per quanto formalmente ineccepibile, un compromesso del genere rappresenterebbe comunque una vittoria politica di Tsipras e una sconfitta della Merkel. Per questa ragione Tsipras, il suo pacchetto, se lo dovrà sudare. La Merkel cercherà di logorarlo, di prendere tempo, di passare le elezioni locali in programma in Germania nelle prossime settimane (a partire da domenica nella rossa Amburgo) senza cedere troppi voti ad Alternative für Deutschland. Alla fine, quando la Grecia sarà uscita dalle prime pagine dei giornali, arriverà l'accordo.

Sarà da tenere d'occhio con molta attenzione la proposta, per il momento ritirata da Varoufakis, di indicizzare il valore nominale del debito al Pil greco. È un'idea su cui Bruegel ha lavorato molto negli ultimi anni, non solo per la Grecia ma per mezza Europa, Francia inclusa.



Gerhard Richter. Abstraktes Bild. 1980.

A favore della linea temporeggiatrice della Merkel c'è anche la grande compostezza dei mercati, sostenuta a sua volta dal Qe europeo. I mercati tranquilli indeboliscono molto il potere contrattuale di Tsipras, che da leader carismatico si rafforza in situazioni dramatizzate.

Borse europee. Finché Ucraina e Grecia rimangono due crisi ancora circoscritte, la scelta strategica di sovrappesare l'azionario europeo non è in discussione. Si tratta però di dosare bene l'esposizione. È inutile negare che esistono rischi di coda, bassi ma potenzialmente pericolosi, sull'uno e sull'altro fronte. Il 2015 può dare buone soddisfazioni a condizione di non volere strafare.

Borsa americana. Gli utili non aumentano più e i margini sono sotto pressione. Molti commentatori sottolineano giustamente la robustezza della



Gerhard Richter. Eule. 1982.

la crescita e la forza del mercato del lavoro ma talvolta si dimentica di considerare l'aumento della pressione fiscale sulle imprese e il fatto che il lavoro è anche un costo. Per il 2015 si profila quindi un andamento laterale.

Il petrolio debole significa che l'energia va ancora evitata. Al contrario, rimangono interessanti auto, line aeree ed elettronica di consumo.

Dollaro. La fase laterale è destinata a continuare fino al momento in cui i tassi americani saliranno sul serio. Per il momento l'America deve assorbire la perdita di competitività nei confronti del resto del mondo.

Alessandro Fugnoli +39 02 777181



Disclaimer

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 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.