

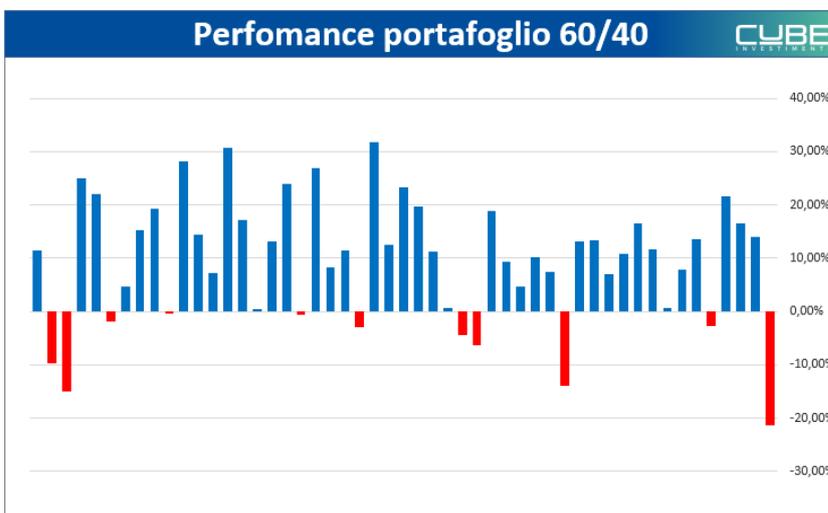
01/10/2022

Il trimestre si chiude su nuovi minimi

- Si chiude un settembre pesante per i mercati che vede azioni e obbligazioni tornare sui minimi in modo correlato
- Il mercato è ora vulnerabile rispetto a disfunzioni come mostra il caso di Bank of England che si è vista costretta a ricominciare con l'acquisto di titoli
- Focus ancora su tassi e valute con il rafforzamento del dollaro che continua ad essere un elemento destabilizzante.

- Dopo il recupero dei mesi estivi, settembre si è rivelato un altro **mese estremamente negativo** per i mercati finanziari che ha visto la discesa contemporanea di azioni e obbligazioni.
- L'indice S&P 500 ha perso il 9.2% ed è ora a -24% da inizio anno. L'indice obbligazionario Bloomberg Global Aggregate ha perso più del 5% nel corso del mese ed ora si trova a -19% da inizio anno.
- Si tratta quindi di un **anno certamente da dimenticare per i portafogli diversificati**. Nel grafico sotto è riportata la performance del classico portafoglio diversificato 60/40 (60% US total stock market, 40% Treasuries a 10 anni) che ora perde più del 21% e fa segnare la peggiore performance degli ultimi decenni (Fonte Portfolio Visualizer).

Asset class	Week	YTD
Oro	1,71%	-8,23%
Petrolio	0,38%	5,80%
Azionario Europa	-0,66%	-16,68%
Obbl corporate HY USA	-0,76%	-12,70%
Obbl govt Euro (7/10y)	-0,79%	-18,09%
Obbl govt USA (7/10y)	-0,83%	-15,63%
Obbl corporate IG Euro	-0,94%	-14,74%
Obbl corporate HY Euro	-1,94%	-13,78%
Obbl corporate IG USA	-2,23%	-21,26%
Azionario globale	-2,44%	-21,44%
Azionario emergente	-2,77%	-20,46%
Azionario USA	-2,81%	-24,81%
Materie prime	-2,91%	13,80%
Obbl emergente (in USD)	-3,22%	-24,29%



Variazioni in valuta locale

- Il motivo che ha scatenato la debolezza dei mercati in settembre è stato certamente la reiterazione da parte di Powell dell'intenzione di continuare

ad alzare i tassi per frenare l'inflazione, anche a costo di provocare danni all'economia. Anzi, un periodo di crescita economica sotto il trend sembra essere diventato un obiettivo da parte della FED per contenere i consumi e le pressioni sui prezzi. Quasi tutte le altre banche centrali occidentali hanno seguito la strada tracciata dalla FED.

- In quest'ultima settimana è apparso evidente il pericolo di **disfunzioni di mercato** causate da aggiustamenti dei prezzi troppo rapidi per essere assorbiti senza danni in condizioni di liquidità molto precaria quali sono quelle attuali. Questo non riguarda solo i mercati tradizionalmente più illiquidi ma anche quelle asset classes in genere caratterizzate da estrema liquidità come il mercato dei Treasuries ad esempio.
- Emblematico il caso di **Bank of England** che è stata obbligata a fare clamorosamente marcia indietro rispetto alle previsioni di inizio del Quantitative Tightening a fronte di movimenti al rialzo senza precedenti dei rendimenti dei titoli di stato dopo l'annuncio da parte del governo di un mini budget che prevedeva importanti riduzioni delle tasse finanziate da debito.
- Bank of England è stata infatti costretta ad intervenire precipitosamente con **acquisti potenzialmente illimitati di titoli di stato** dopo che alcuni fondi pensione erano entrati in grande difficoltà nel far fronte alle richieste di collaterale.



- Il valore attuale delle passività di un fondo pensione (intese come erogazioni future a favore dei propri sottoscrittori) dipende dall'andamento dei tassi d'interesse. Aumenti dei tassi d'interesse diminuiscono il valore delle passività, e viceversa.
- I fondi pensione si hedgiano quindi dal rischio di ribassi dei tassi d'interesse anche attraverso strumenti derivati. I violenti movimenti al rialzo dei tassi di questi giorni hanno portato a perdite rilevanti di mark-to-market su questi contratti che hanno dato luogo a **massicce richieste di collaterale come garanzia**. Questo ha costretto i fondi a vendere asset il più in fretta possibile per far fronte a queste richieste di collaterale e gli asset che i fondi pensione detengono di più sono proprio i long Gilt. Da

Banche centrali determinate a continuare nei rialzi

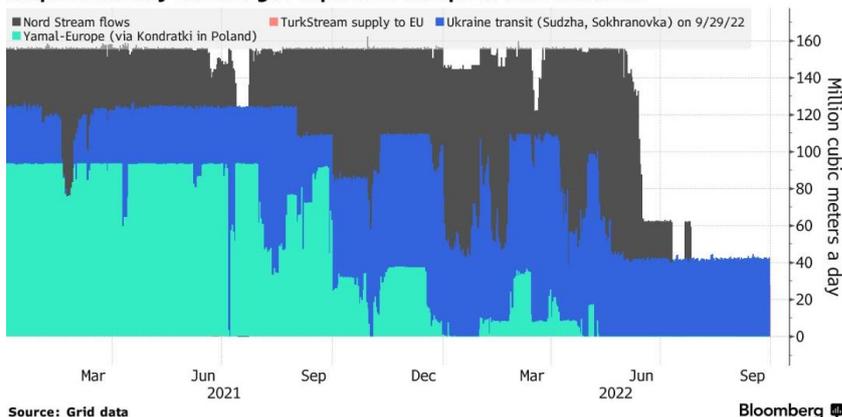
BOE costretta a riprendere gli acquisti

qui il movimento di ribasso incontrollato degli ultimi giorni e la necessità di intervento di BOE che ha fatto rientrare i rendimenti sulla parte a lunga della curva.

- Questa vicenda ha fatto emergere prepotentemente un tema nuovo rispetto a quella che è stata la realtà degli ultimi anni. Si sta delineando infatti un potenziale **conflitto tra scelte politiche di supporto all'economia e stabilità finanziaria**. Nel recente passato, per far fronte alle crisi, bastava infatti ricorrere al debito senza che questo implicasse particolari conseguenze sui mercati. Da ultimo, è stato così in occasione del Covid che è stato affrontato con massicci stimoli monetari e fiscali.
- Ora che il denaro è tornato ad avere un costo sono tornati i cosiddetti "**vigilantes**" che sono pronti a scaricare sulle valute o sui titoli di stato il peso di politiche espansive che appaiono insostenibili per il bilancio dello stato.
- Non si tratta certo di una questione di poco conto con l'Europa che è ora chiamata a far fronte ai costi della **crisi energetica** attraverso aiuti a famiglie e imprese. Soprattutto il nuovo governo italiano sarà chiamato a scelte difficili e dovrà usare la massima cautela per non spaventare questi mercati che hanno già dimostrato la violenza con la quale nel giro di pochi giorni possono mettere in ginocchio un paese come il Regno Unito.
- La situazione delle forniture energetiche non accenna infatti a migliorare. Dopo il presunto sabotaggio dei gasdotti Nord Stream 1 e 2, nel corso del week-end la Russia ha **sospeso le forniture di gas all'Italia** citando un problema di carattere di carattere legale riguardante il passaggio attraverso l'Austria.

Turning the Screws

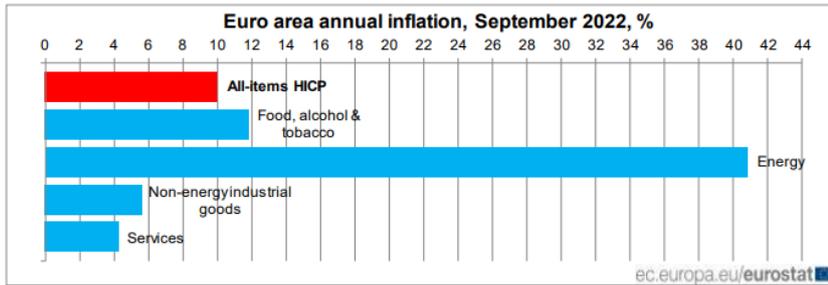
Gazprom already slashed gas exports to Europe to bare minimum



- La prossima settimana **il focus continuerà ad essere sui tassi** i cui movimenti così repentini hanno una valenza estremamente destabilizzante per i mercati finanziari. Nessun conforto è venuto per il momento dai dati sull'inflazione che sono continuati ad uscire sopra le previsioni sia negli Stati Uniti sia in Europa che ha fatto segnare un dato preliminare sull'inflazione addirittura al 10% anno su anno attribuibile in larga parte ad un aumento dei costi dell'energia superiore al 40%.

*Stabilità finanziaria
vs politiche fiscali
espansive*

*Nessuno spiraglio
nella crisi energetica
europea*



- Altro aspetto estremamente delicato è quello relativo alla **forza del dollaro** che questa settimana ha toccato 0.9550 contro euro per poi chiudere leggermente al ribasso a 0.98. Gli interventi della banca cinese e giapponese per sostenere le proprie valute rispetto al dollaro indicano che la forza del biglietto verde comincia ad essere vissuta con estremo disagio. La forza del dollaro fa precipitare le altre valute le cui banche centrali si vedono costrette a rialzi violenti in una spirale che rischia di far implodere i mercati.
- Molte volte in settimana si è fatto riferimento al **Plaza Accord del 1985** in cui i paesi del G5 (Francia, Germania, USA, UK e Giappone) decisero di indebolire il dollaro contro Marco e Yen al fine di sanare gli squilibri delle bilance commerciali. I tempi non sono ancora maturi per un intervento del genere in quanto agli Stati Uniti fa comodo un dollaro forte per contenere l'inflazione, anche a costo di una minore competitività nel commercio mondiale. Tutto nel segno del detto *"our currency, your problem"*.
- L'episodio di BOE mostra però quanto un mercato messo così sotto tensione possa creare disfunzioni tali da diventare un problema potenzialmente anche per gli Stati Uniti. Quando la FED riterrà di voler rallentare la disgregazione dei mercati, in un contesto in cui l'instabilità deriva in primo luogo da tassi e valute, è probabile che la FED put sul mercato azionario degli anni scorsi si trasformi in una **FED call** sul dollaro.

Ancora inflazione sopra le attese

"Our currency, your problem"

I contenuti di queste note e le opinioni espresse non devono in nessun caso essere considerati come un invito all'investimento. Le analisi non costituiscono mai una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsivoglia strumento finanziario.

Queste note hanno per oggetto analisi finanziarie e ricerca in materia di investimento. Qualora vengano espresse delle raccomandazioni, queste hanno carattere generale, sono rivolte ad un pubblico indistinto e mancano dell'elemento della personalizzazione.

Sebbene frutto di approfondite analisi, le informazioni contenute in queste note possono contenere errori. Gli autori non possono in nessun caso essere ritenuti responsabili per eventuali scelte effettuate dai lettori sulla base di tali informazioni erranee. Chi decide di porre in essere una qualsiasi operazione finanziaria sulla base delle informazioni contenute nel sito lo fa assumendone la totale responsabilità.