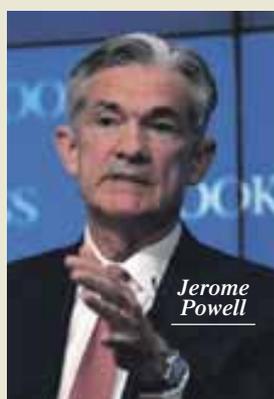


COMMENTI & ANALISI

CONTRARIAN

I CONTI CON LO SPETTRO DI UN'INVERSIONE DELLA CURVA DEI TASSI USA

► Alla fine, il rimbalzo dei mercati all'indomani della tregua concordata durante il G20 tra Cina e Stati Uniti è stato di breve durata e gli asset a rischio hanno chiuso, ancora una volta, la settimana scorsa in territorio negativo. I motivi sono due: il timore di un'inversione nella curva dei tassi americani e l'arresto in Canada, su richiesta degli Stati Uniti, del Cfo del gruppo cinese Huawei. Bisognerà attendere gli sviluppi di quest'ultima vicenda per capire fino a che punto siano in pericolo i negoziati commerciali che stanno per iniziare tra gli Stati Uniti e la Cina.



Jerome Powell

Tuttavia, l'arresto di Meng Wanzhou, figlia del fondatore di Huawei, Ren Zhengfei, incombe sulle trattative sino-americane poiché, da un lato, Huawei è un'importante azienda cinese e uno dei principali concorrenti di Apple, dall'altro perché Ren Zhengfei è molto vicino al

Partito Comunista Cinese. I timori suscitati da una potenziale inversione della curva dei tassi americani meritano ulteriori spiegazioni. Questi timori derivano dal livello dei tassi a 2 e 3 anni, che sono attualmente superiori al tasso a 5 anni, sullo sfondo delle lezioni del passato: l'inversione della curva è un ottimo indicatore anticipatore della recessione! Tuttavia, perché questo segnale di recessione sia forte, deve interessare buona parte della curva dei tassi ed essere poi confermato dagli spread statisticamente più rilevanti, vale a dire il 10 anni-3 mesi e il 2 anni-3 mesi. Lo spread 10 anni-3 mesi è tuttavia sceso a un livello minimo di 49 punti base, pur rimanendo positivo. Il 2 anni-3 mesi, a 37 bp, si avvicina alla media registrata dal 2010 (44 bp) ed è ben superiore al minimo del luglio 2017. Infine, considerando tutti gli spread possibili, si osserva un'inversione per il 4% circa soltanto della curva dei tassi americani. Il segnale di recessione è solido solo se questa statistica raggiunge almeno il 50%. Va inoltre osservato che la contrazione dello spread tra il tasso a 10 anni e quello a 3 mesi è perlopiù dovuta alla debolezza del decennale, che è in effetti passato dal 3,24% di inizio novembre al 2,88% di inizio dicembre per via dei commenti della Fed ritenuti molto accomodanti. Proprio la settimana scorsa, i tassi a lungo termine sono scesi dopo che un articolo del *Wall Street Journal* aveva indicato una «pausa» eventuale da parte della banca centrale al termine della riunione di dicembre e un suo intervento in base agli indicatori. Niente di nuovo! Da mesi ormai sappiamo che la Fed sarà «data dependent» e che si è lasciata la possibilità di adeguare il ritmo della sua politica di stretta monetaria alle condizioni economiche. L'individuazione di un cambiamento importante di rotta nel percorso della Fed, o una reazione eccessiva all'inversione puntuale di una parte molto circoscritta della curva dei tassi, sono due sintomi di un mercato eccessivamente stressato in cui ogni informazione può essere oggetto di interpretazioni eccessive in quanto giustifica il sentiment a breve termine degli investitori. (riproduzione riservata)

Olivier De Berranger
Chief Investment Officer
di *La Financière de l'Échiquier*

I mercati continueranno a essere volatili, meglio ridurre l'esposizione all'azionario

DI LARRY HATHEWAY*

Nel corso delle ultime settimane, gli investitori hanno deciso di ridurre il rischio in portafoglio vendendo azioni, in particolare nei segmenti più affollati dei mercati mondiali. A trascinare l'azionario al ribasso sono stati, in particolare, i titoli di qualità e dell'information technology, oltre ai principali indici Usa. Alcuni segmenti tradizionalmente a più alto beta, compresi gli Emergenti, hanno invece riportato performance positive. Le implicazioni sono chiare: gli investitori stanno riducendo il rischio, alleggerendo le posizioni che avevano acquistato all'inizio dell'anno, in particolare quelle al rialzo per il consensus.

È interessante notare che la volatilità del mercato ha coinvolto prevalentemente le azioni globali. Considerata la portata delle perdite sui mercati azionari, le oscillazioni di titoli di Stato e valute sono state relativamente contenute. In altri termini, gli investitori hanno ridotto il rischio senza incrementare in misura corrispondente le posizioni nei cosiddetti porti sicuri o in altri strumenti, con la liquidità a farla da padrone. Gli investitori sanno di cosa vogliono liberarsi, mentre c'è più incertezza su dove reinvestire. Questo comportamento è in linea col nuovo paradigma dei mercati nella fase di discesa successiva a un picco. La crescita negli Stati Uniti ha toccato il livello massimo nel secondo trimestre dell'anno e probabilmente continuerà a rallentare. A frenarla gradualmente saranno i vincoli in termini di capacità, oppure i conti-

nui rialzi dei tassi da parte della Federal Reserve. Dopo tutto, la Banca centrale americana sta registrando un incremento graduale dell'inflazione, con l'inflazione core già sul livello target, e non può tollerare a lungo una crescita oltre i valori medi. Nessun'altra regione al mondo sembra però pronta a sostituire gli Stati Uniti come motore globale. Semmai, si teme un rallentamento dell'attività in Cina, aggravato dai tentativi di incrementare la spesa attraverso un allentamento delle condizioni di credito. Il terzo trimestre per l'Europa è stato un altro periodo di crescita sottotono. Sebbene sia dovuto a fattori straordinari (per esempio al calo stagionale della produzione di automobili), pochi credono che un eventuale rimbalzo del pil a fine anno persista anche nel 2019. Neppure il Giappone e gli altri Emergenti sono fonte di grande ispirazione. Un ulteriore fattore da non trascurare sono gli utili. Nonostante un altro trimestre molto positivo, con utili in crescita rispetto all'anno precedente, la recente stagione delle trimestrali negli Stati Uniti non è stata particolarmente brillante. Gli investitori sono più preoccupati per il futuro che per il trimestre che si è appena concluso. Un numero crescente di imprese addebita questo andamento alle pressioni sui costi. La compressione dei margini è già iniziata: negli Usa gli utili in percentuale del pil sono diminuiti costantemente negli ultimi due anni.

Questa fase post-picco ha un'ultima implicazione negativa. All'inizio dell'anno, quando la crescita negli Stati Uniti era robusta e in accelerazione, gli investitori potevano scalare il proverbiale «muro della paura». Oggi le stesse problematiche (il rischio di un'escalation della guerra commerciale, l'incertezza politica, la stretta monetaria della Fed e le valutazioni degli strumenti finanziari) si sono ingigantite. Avendo la crescita già oltrepassato il livello massimo, il «muro della paura» diventa un ostacolo più difficile da superare.

La fase traumatica della discesa difficilmente aprirà la strada al tradizionale rally del quarto trimestre. Per buona parte degli ultimi dieci anni, gli investitori non hanno acquistato titoli solamente perché non erano costosi. Pertanto non basteranno le valutazioni più interessanti ad attirare sufficiente attenzione da risolvere i mercati. Gli investitori, al contrario, hanno bisogno di un catalizzatore che li coinvolga nuovamente. Purtroppo questo catalizzatore non si vede. Per questo motivo, difficilmente l'impasse a Washington (tutt'altro che scontata dopo le elezioni di metà mandato negli Stati Uniti) basterà a trainare gli investitori, come è spesso accaduto in passato. Pertanto, nel nostro scenario di base, la performance dei mercati resterà irregolare e maggiormente volatile. A nostro giudizio, va ridotta l'esposizione azionaria complessiva. (riproduzione riservata)

*capo economista
di *Gam Investments*

Le innovazioni del codice della crisi

DI FRANCO CARLO PAPA*

Negli ultimi mesi si parla spesso della riforma della crisi di impresa e in particolare della mancanza di un numero adeguato di professionisti rispetto al numero di segnalazioni previste o alle opportunità nei collegi sindacali che si verranno a creare. Più che il numero di professionisti occorre guardare alle competenze degli stessi e alle esperienze maturate. Nel corso degli ultimi dieci anni si sono infatti sviluppate professionalità specifiche nei diversi ruoli e fasi della crisi di impresa. Le competenze maturate in ambiti concordatari/fallimentari sono distinte da quelle attinenti la continuità aziendale (per esempio, accordi di risanamento o ristrutturazione) per loro natura, seguendo logiche completamente differenti. Inoltre, anche all'interno delle procedure si sono sviluppate diverse figure professionali che hanno assistito le società in crisi: advisor industriali, finanziari, legali, attestatori, periti, e così via. Conseguentemente sono già di fatto delineate alcune categorie di professionisti che hanno maturato una esperienza in tali ambiti. Il problema, nell'ambito della riforma fallimentare, non è quello di raggiungere un numero sufficiente di professionisti ma di selezionare quelli che meglio sono in grado di seguire ed assistere l'azienda, nei diversi ruoli e nelle diverse fasi della

crisi. L'iscrizione a un albo nazionale non è condizione sufficiente per affrontare in maniera adeguata la sfida posta dalla crisi aziendale, nei diversi gradi e con le diverse competenze necessarie. È dunque utile che si sviluppi un meccanismo che individui all'interno delle categorie professionali, chi è nelle migliori condizioni per assistere le aziende, secondo la fase ed il ruolo in cui l'azienda si trova. E' poi da considerare che la fase di allerta è una situazione di pre-crisi, assimilabile alla fattispecie di un accordo di risanamento, sinora gestita da professionisti «della continuità aziendale» nelle attività extragiudiziali.

Pare quindi necessario un processo informativo, *in primis* da parte dei professionisti stessi e delle relative associazioni di categoria che valutino e rappresentino al meglio tali attività e le competenze maturate dai professionisti agli imprenditori. Dunque se le professionalità già esistono, anche l'ampliamento della conoscenza a una platea più ampia non risulta problematico, se affrontato come in altre realtà attraverso il learning by doing, valido quindi anche per i professionisti. E infatti nelle strutture professionali, negli ultimi anni, si

è sviluppato un notevole numero di esperti con ampia esperienza che ha assistito la gestione della crisi. Data la complessità di questi interventi richiesti per assistere le imprese in tale fase delicata, la fase di training risulta fondamentale. Analogo discorso vale per l'ampliamento del numero dei collegi sindacali. Nelle realtà di minori dimensioni l'attività di sindaco è notevolmente differente rispetto all'esercizio di tale ruolo in una impresa di maggiori dimensioni. E ciò non tanto per le competenze richieste ma per l'approccio. Le imprese di minori dimensioni sono spesso associate a una struttura di governance e gestione poco formalizzata che impone ai sindaci di avere un ruolo di controllo e una funzione proattiva nell'indicare le necessità per adeguarsi a un assetto organizzativo, amministrativo e contabile adeguato, nonché per lo sviluppo dei necessari strumenti per la valutazione del ciclo di vita dell'azienda. Anche in questo caso è necessario, al fine di evitare che sindaci con minori competenze ed esperienze possano pagare sulla propria pelle e su quella dell'azienda tale inesperienza che si sviluppi un meccanismo di passaggio tra differenti livelli di esperienza. (riproduzione riservata)

*dottore commercialista
e presidente Pgs Consulenti