

LA FED VERSO LA «STRETTA»



Il rialzo dei tassi non ferma le Borse:
Wall Street punta sui settori «protetti»

Maximilian Cellino » pagina 6

Mercati globali

L'ATTESA DEL CAMBIO DI ROTTA SUI TASSI

Chi vince

A beneficiare di un aumento del costo del denaro sono soprattutto banche e società legate al ciclo

Chi perde

Le più penalizzate sono solitamente le utility e i gruppi di telecomunicazioni

Borse, ecco chi brinda al rialzo dei tassi Usa

Negli ultimi 6 cicli «restrittivi», Wall Street ha sempre guadagnato - Per ora l'attesa non preoccupa

Maximilian Cellino

— Chi ha paura di un rialzo dei tassi della Federal Reserve? A giudicare dalla risposta dei mercati di venerdì scorso, quando il dato superiore alle attese sull'occupazione Usa ha accresciuto le possibilità di un intervento già a dicembre, non devono essere poi molti: Wall Street ha infatti reagito con un'alzata di spalle, nel giorno in cui per giunta il dollaro si è sensibilmente rafforzato e i rendimenti dei Treasury Usa sono cresciuti come da copione.

Gli esempi passati non contribuiscono del resto a turbare i sonni degli investitori: nei sei cicli rialzisti degli ultimi 30 anni Wall Street si è sempre avvantaggiata e, tranne nel 1994 quando la mosca e la sua ampiezza avevano colto di sorpresa i mercati, lo ha fatto praticamente fin da subito. La ragione più evidente di quest'anomalia soltanto apparente è che quando una banca centrale aumenta i tassi la ripresa economica è ben avviata: il vento che soffiava in poppa per via della crescita è dunque tale da far superare l'ostacolo di un costo del denaro maggiore.

Certo, è innegabile che ogni ciclo economico e monetario fac-

cia storia a sé e niente sia in fondo ripetibile. Tanto più che allo scenario attuale di particolarità non mancano, a partire dal livello minimo da cui i tassi Fed partono (praticamente zero) per proseguire con le quotazioni non certo a buon mercato di Wall Street (vicina ai massimi storici). Esistono comunque fondati motivi per rimanere fiduciosi: «Il processo verso la normalizzazione della politica monetaria sarà graduale e richiederà verosimilmente un tempo considerevole - spiega Richard Gillham, Head of product specialists di Legg Mason - e nella transizione fra un tasso estremamente accomodante e uno più normale le Borse possono continuare a comportarsi bene».

Quando si guarda alle società che si avvantaggiano di più se i tassi crescono sono generalmente le banche a figurare in testa alle classifiche di preferenza. Questo perché i loro margini, ovvero il differenziale fra gli interessi generati dall'attività caratteristica delle banche (cioè i prestiti) e quelli pagati a chi fornisce loro il denaro (cioè i depositi), aumentano in genere proporzionalmente al livello dei tassi di inte-

resse fissati dalle banche centrali.

Ma il settore finanziario non è certo l'unico beneficiario: occorre infatti pensare che quando la Fed rialza i tassi l'economia Usa gira a un ritmo sostenuto o comunque si avvicina al potenziale. Tutti i settori legati alla crescita tenderanno quindi a performare in modo migliore rispetto ai classici difensivi. «Il miglioramento del clima occupazionale, unito a una situazione più stabile sul mercato immobiliare - continua Gillham - rende i consumatori più propensi a spendere denaro, non solo per le necessità quotidiane: di questa situazione potrebbero avvantaggiarsi quindi tutte quelle società che producono beni di consumo discrezionali». Spazio dunque a chi tradizionalmente beneficia della ripresa, mentre tra i penalizzati potrebbero esserci invece utility e telecomunicazioni. «Il valore relativamente stabile e l'affidabilità dei dividendi - sottolinea ancora Gillham - rende le azioni di queste società meno collegate al ciclo economico e più simili nel comportamento alle obbligazioni, che tendono quindi a soffrire in uno scenario di tassi crescenti».

La storia degli ultimi decenni dimostra che in tempi di politica restrittiva negli Stati Uniti anche i mercati nel resto del mondo ne traggono beneficio. I dubbi, sotto questo aspetto, si concentrano soprattutto sull'area emergente, che soffre nei momenti in cui la liquidità si riduce e il dollaro si rafforza. E che già ha accusato il colpo, sia quando si è iniziato a parlare di una riduzione dello stimolo monetario negli Usa (il «tapering») nella primavera dello scorso anno, sia in tempi più recenti a causa del crollo delle materie prime e della bufera cinese.

Anche in questo caso però la reazione non è necessariamente automatica. «La frenata della Cina appare in assestamento, così come la crisi delle materie prime - osserva Luca Riboldi, direttore degli investimenti di Banor - e se a questo si aggiunge che negli ultimi giorni il dollaro ha guadagnato terreno soprattutto sull'euro e in misura inferiore su valute come il real brasiliano esistono fondati motivi per guardare di nuovo con occhio costruttivo anche i mercati emergenti, le cui valutazioni sono tornate accettabili».

Il rialzo dei tassi Usa e il conseguente rafforzamento del dollaro non può inoltre fare altro che bene all'Europa, soprattutto «periferica», le cui aziende possono sfruttare al tempo stesso un cambio più concorrenziale e la ripresa americana. Cosa invece potrebbe far deragliare uno scenario che appare quasi idilliaco è forse paradossale: «C'è il rischio che la Fed si sia mossa troppo tardi sui tassi e che la situazione le sfugga di mano facendo salire eccessivamente anche i tassi a lungo termine Usa», azzarda Riboldi. Gli investitori, in questo caso, dovrebbero riconsiderare i premi al rischio. E Wall Street sarebbe la prima a soffrirne.

Chi vince e chi perde con i rialzi dei tassi Usa

I settori di Wall Street nelle ultime due fasi rialziste dei tassi.
Periodi giugno 1999 - maggio 2000 e giugno 2004 - giugno 2006

