

LA ROSA DEI VENTI

13 GENNAIO 2015

Oil on Canvas

*
AZIMUT
WEALTH MANAGEMENT

Nuovo anno e “vecchie” previsioni

Come ogni inizio anno le previsioni degli analisti sulle prospettive dei mercati dei successivi 12 mesi sono molto numerose e variamente elaborate. Quasi nessuno di noi si ricorda però di andare a verificare l'anno dopo se le previsioni sono state formulate in maniera corretta. Un esercizio solo apparentemente sorprendente per chi vive tutti i giorni l'aleatorietà degli andamenti dei mercati: mediamente le previsioni hanno un tasso di fallimento (inteso come scarto tra valore previsto e valore realizzato) molto elevato. Come diceva il premio Nobel per la Fisica Niels Bohr *“fare previsioni è una cosa molto difficile, specialmente se riguardano il futuro.”* Tra ironia e realtà, vogliamo approfondire l'andamento di un asset dove l'anno scorso il tasso di fallimento è stato sicuramente tra i più elevati: **il prezzo del petrolio.**

Vienna, giovedì 27 novembre 2014. La riunione dei paesi produttori di petrolio dell'OPEC sancisce un nulla di fatto alla proposta di riduzione di quote produttive di petrolio, volta a contenere la discesa del prezzo. Il mancato accordo di un taglio alla produzione da parte dei Paesi OPEC, che da soli coprono oltre il 40% dell'output globale, ha fatto ulteriormente cadere il prezzo del greggio, portandone il ribasso a -50% in soli sei mesi. **Ma perché questo tracollo si è verificato così velocemente e con una portata così significativa?** La minor domanda energetica dovuta al rallentamento economico in corso, e che continua a perdurare ancora oggi, era prevista anche prima della scorsa estate. Sicuramente l'avvento dei nuovi metodi di estrazione dello shale oil americano tramite l'attività del fracking e l'utilizzo di sabbie bituminose ha portato una nuova straordinaria offerta in un momento in cui il mondo non ne aveva così necessità. Di solito, in situazioni di questo tipo, l'offerta avrebbe dovuto adeguarsi alla minor domanda con una riduzione delle quote produttive, ma questo non si è sinora verificato.



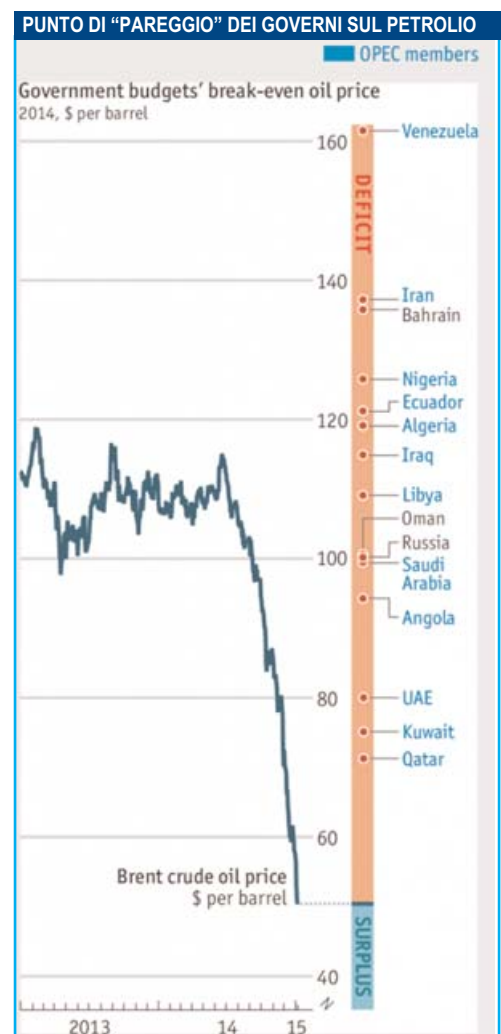
Petrolio: vincitori e vinti

Teoricamente tutti i paesi produttori dovrebbero essere interessati ad un prezzo del petrolio il più alto possibile; in realtà ognuno di questi paesi ha interessi differenti ma, soprattutto, costi di produzione ed utilizzo delle risorse finanziarie derivanti dalla vendita del greggio molto variegati.

Paesi come l'**Arabia Saudita** ed in generale tutti i Paesi della penisola arabica presentano un rapporto barili per abitante il più elevato rispetto a tutti gli altri paesi produttori, oltre a vantare un elevato PIL pro capite. Possiedono, inoltre, impianti già ampiamente ammortizzati ed una scarsa dipendenza dalla vendita del loro prodotto. Sono in sostanza paesi ricchi, che tutt'al più diventeranno ancora più ricchi più lentamente vendendo petrolio ad un prezzo più basso e che possono sopportare prezzi bassi per un lungo periodo di tempo, così come è già avvenuto in passato. Per tutti gli anni novanta, infatti, il petrolio ha oscillato intorno ai 20 dollari al barile, toccando anche minimi di 10 dollari.

La conseguenza di un crollo del prezzo del petrolio incide, invece, molto pesantemente per gli altri paesi produttori che presentano parametri demografici e di ricchezza pro capite molto inferiori, la cui dipendenza dalle esportazioni petrolifere risulta quindi molto più elevata. Sono paesi che con il ricavato di queste esportazioni devono finanziare le derrate alimentari, pagare gli stipendi pubblici, garantire un minimo di welfare sociale, mantenere il consenso politico dei loro leaders con un fitto sottobosco di elargizioni e tangenti. Recentemente il potente ministro del petrolio saudita, Al-Naimi, ha dichiarato che il suo paese non ha nessuna intenzione di ridurre la produzione petrolifera e di lasciare al mercato la definizione del prezzo. La sardonica affermazione rilasciata ai giornalisti che ne chiedevano motivazione, di gioire nel fare rifornimento di benzina, ha rafforzato il convincimento del mercato che **i Paesi arabi vogliono un prezzo del petrolio più basso.**

La "trama" che potrebbe stare dietro a questo comportamento porta ad una possibile risposta che si chiama, appunto, **shale oil**. Gli Stati Uniti potrebbero diventare il primo paese produttore di petrolio al mondo entro il 2015 (dall'attuale terza posizione), per diventare poi irraggiungibili nel 2020. **Lo sviluppo di queste nuove tecnologie di estrazione (dai risvolti ambientali molti dubbi), sta influenzando e non poco gli equilibri e le gerarchie attuali che vedevano i paesi arabi come leader indiscussi di questa risorsa.** Probabilmente, vista anche la velocità con la quale gli Stati Uniti hanno sviluppato questa tecnologia, i produttori arabi hanno sottostimato l'impatto e la rilevanza dello shale oil americano. Di certo vi è che la capacità produttiva per estrarre con questo metodo petrolio (e gas) ha comportato innumerevoli investimenti da parte dei nuovi produttori americani. Investimenti che pianificavano nei vari business plan prezzi della materia prima sensibilmente più elevati degli attuali.





Ora che il prezzo del petrolio è sceso forse anche al di sotto dei costi di produzione di alcuni operatori, molti di questi rischiano fortemente di veder fallire le proprie attività, che è proprio l'obiettivo delle monarchie della penisola arabica. Fintanto che questo non si verificherà, il prezzo del petrolio potrebbe rimanere basso per un prolungato periodo di tempo.

Relazioni pericolose: conseguenze sui mercati e anticorpi per i risparmi

Pablo Picasso diceva che *“la pittura non è fatta per decorare gli appartamenti. È uno strumento di guerra offensiva e difensiva contro il nemico”*; il destino dell'“oil” non è solo di riscaldare gli edifici ma anche gli animi di potenti interessi in gioco nella guerra energetica mondiale. Abbiamo visto che un normale ridimensionamento del prezzo del petrolio, dovuto anche alla crescita di energie alternative (dalla classiche rinnovabili come il solare alle nuove tecniche di estrazione come lo shale oil) sia stato probabilmente usato come arma di guerra finanziaria per combattere il nemico-concorrente produttore di energia. **Come andrà a finire questo gioco di relazioni pericolose? Chi avrà la meglio? La partita è aperta.**

Un insegnamento importante che ci sentiamo di evidenziare è quanto sottolinea una branca dell'economia che studia i sistemi complessi, l'ecofinanza: **la fragilità dei “sistemi” che dipendono quasi esclusivamente da una singola fonte di reddito**, come avviene oggi per la Russia. Altri “sistemi”, non solo gli Stati ma anche i nostri “risparmi” come vedremo dopo, dovrebbero seguirne l'avvertimento come sta probabilmente facendo la Germania che nel 2014 ha per la prima volta fatto ricorso alle fonti rinnovabili (26%) come prima fonte di energia, con l'ambizioso obiettivo di incrementare la quota al 60% nel 2035.



La prima conseguenza del calo dei prezzi petroliferi sarà la **riduzione di investimenti in capacità produttiva da parte delle società del settore**. Anche le energie alternative, come il solare e l'elettrico, ne soffriranno in quanto il costo più basso dell'energia tradizionale disincentiverà gli investimenti in questi settori. Questo vorrà dire minor domanda di beni e di lavoro con impatto negativo sulla crescita economica complessiva, in particolar modo quella americana. Le compagnie petrolifere americane per anni hanno finanziato i propri progetti di estrazione dello shale oil tramite l'emissione di obbligazioni ad alta cedola che il mercato ha sottoscritto abbondantemente. Ma ora che il greggio si trova sotto i 50 dollari dai 110 dello scorso giugno, molte aziende potrebbero non essere più in grado di ripagare i propri debiti. Il debito energetico rappresenta circa il 15% del mercato dei titoli high yield americani, per un ammontare di 1.300 miliardi di dollari.

Se la bolla scoppiasse, l'impatto potrebbe essere abbastanza limitato, a meno di non allargarsi ad altri settori e classi di investimento. Per quanto riguarda invece le economie produttrici, in particolare modo alcune emergenti come il Brasile e la Russia, che dipendono fortemente dalle esportazioni petrolifere, ovviamente la caduta del prezzo del petrolio sta comportando un grosso danno. Ma mentre per alcune di queste gli effetti negativi potrebbero limitarsi internamente e, come investitori, si tratterà semplicemente di evitarle, la Russia rappresenta invece una grossa incognita alla stabilità ed agli equilibri geopolitici internazionali. Un primo esempio di come il crollo del prezzo del petrolio stia scombussolando gli equilibri interni di un paese, con conseguente escalation di instabilità sociale ed attentati terroristici, lo possiamo vedere con quanto sta accadendo recentemente in Nigeria, uno dei principali paesi africani dipendenti dall'estrazione del greggio. Per noi europei la Nigeria appare un paese lontano i cui destini ci interessano relativamente. Diverso impatto lo assumerebbe invece un contesto di questo tipo se dovesse verificarsi, appunto, anche in Russia. **Dal rischio default dei titoli high yield energetici e da quello geopolitico potrebbero quindi venire i principali problemi sui mercati dovuti al calo del prezzo del petrolio.**

Fortunatamente però la riduzione del “costo” energetico per la stragrande maggioranza dei settori industriali e delle economie rappresenta un beneficio che potrebbe tradursi in un aumento della crescita economica e della marginalità di molti settori che, ci auguriamo, potrà tradursi in maggior fiducia verso nuovi investimenti. Soprattutto poi se la minor spesa sostenuta in carburante per l'auto o in riscaldamento libererà qualche risorsa in più verso i consumi da parte del consumatore finale. Le prime economie che potranno beneficiare di questa liberazione di risorse saranno senz'altro le economie sviluppate ed alcune economie emergenti. Gli Stati Uniti per primi, nonostante l'incognita del settore shale, avranno un grosso beneficio dai consumi dei privati che rappresentano tuttora i due terzi della totale crescita economica a stelle e strisce. Anche la sofferente zona Euro potrà godere del contributo di qualche decimo di crescita economica in più.

Infine, “non tutti i mali vengono per nuocere” perché la **Banca Centrale Europea, motivata anche dai crescenti rischi di deflazione economica cui il prezzo del petrolio tende a contribuire, sembra oramai pronta con il “bazooka” del quantitative easing sui titoli di Stato.** Il 2015 potrebbe rappresentare l'anno di svolta per i destini europei proprio per la riduzione dei costi energetici e l'atteso intervento non convenzionale della BCE. Certo rimangono le incognite delle elezioni greche di fine gennaio e di una possibile delusione da parte dei mercati, vuoi per un posticipo di azione o per una limitata portata dell'intervento della Banca Centrale, ma la strada per un recupero potrebbe essere stata tracciata. O quanto meno ce lo auguriamo fortemente.

Anche alcune delle grandi economie emergenti avranno un forte beneficio dalla riduzione dei costi energetici. Oltre a paesi come l'India, la Corea del sud o altre più piccole economie asiatiche (Filippine e Singapore), **la principale delle economie emergenti che avrà un impatto positivo sarà la Cina.** Ed il contributo della domanda cinese sulla crescita economica internazionale rimane significativo.



Il portafoglio resiliente: disciplina e diversificazione

Come l'inizio anno sembra suggerirci, dovremmo abituarci a convivere con una volatilità che, quasi scomparsa dal mercato da qualche tempo, probabilmente tornerà a farsi sentire. In un mare che alterna quiete e tempesta è importante costruire imbarcazioni sempre più resistenti. Sarebbe bello viaggiare veloci e leggeri senza nessuna ingombrante "scialuppa di salvataggio"; ci costerebbe meno e avremmo più spazio per inserire più passeggeri da trasportare fino alla meta.

RESILIENZA - LIBRO DI A. ZOLLI



Portando questo ragionamento alla gestione del portafoglio, occorre quindi poter conciliare bene l'utilizzo della "testa" (ragione) con la cura della "pancia" (emotività) attraverso il metodo e la disciplina. **La "testa" ci induce a vedere maggiori effetti positivi che negativi dalla caduta dei prezzi energetici.** Alcuni paesi e settori soffriranno ma la maggior parte avrà da beneficiarne. La testa ci suggerisce inoltre che non ci sono alternative agli investimenti azionari se non si vuole avere la certezza dei rendimenti zero dalla liquidità e dalla stragrande maggioranza dei Bond. Paesi come gli Stati Uniti risultano più rassicuranti che altri ma

anche più cari. I listini europei sono forse quelli meglio valutati ma anche più assoggettati ad un rischio di deflazione economica, quindi da prendere con cautela. La testa ci induce a pensare che le Banche Centrali ed in particolare la BCE saranno sempre pronte o più pronte a garantire liquidità al mercato. La migliore situazione occupazionale porterà la Fed ad un primo rialzo dei tassi durante il 2015 ma, crediamo, abbastanza timido e dilazionato tanto da non dover preoccupare eccessivamente i mercati, perché i dati sulla crescita dei salari e, di conseguenza il loro impatto sui consumi, rimane ancora modesto. **La "pancia", che ci potrebbe far rinnegare talvolta queste scelte di portafoglio, va gestita quindi con disciplina e pazienza.** Gli ultimi due decenni ci hanno insegnato che è importante seguire gli antichi principi di pianificare le aspettative di rendimento per gli strumenti più rischiosi nel giusto (e lungo) orizzonte temporale. Il nostro tempo del "tutto e subito" dovrà essere messo in disparte, almeno nelle scelte di investimento. Di conseguenza dovremo avere in portafoglio attività azionarie perché sono le uniche in grado di ambire a qualche ritorno percentuale ma che dovremo proteggere, coprire anche completamente in quei momenti da "mal di pancia" che arriveranno come i virus intestinali che per fortuna sono, spesso, di breve durata. Andrà privilegiata quindi la gestione flessibile rispetto a quella direzionale, magari contraddistinta anche da una componente valutaria che potrebbe rivelarsi vincente nel corso del 2015. Come sempre accade, la trama dello scenario presentato risulta complessa e ricca di chiaro scuri da un mix di rischi ed opportunità. Come i chiaro scuri che solo le grandi tele ad olio dipinte dei Maestri del '600 sapevano rappresentarci. Come un emozionante "Oil on canvas"!

massimo.jakelich@azimut.it

rosario.antonio.zammuto@azimut.it

13 Gennaio 2015



Disclaimer

La presente pubblicazione è distribuita da Azimut Wealth Management. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, Azimut Wealth Management 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 Azimut Wealth Management 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.

Né Azimut Wealth Management né alcuna società appartenente al Gruppo Azimut 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.

Azimut Wealth Management 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. Azimut Wealth Management 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 Azimut Wealth Management sarà tenuta, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.