

LA ROSA DEI VENTI

12 NOVEMBRE 2014

Direzione d'Orchestra

*
AZIMUT
WEALTH MANAGEMENT.

La fine del QE: bicchiere mezzo vuoto o mezzo pieno?

Secondo lo psicologo americano Martin Seligman la differenza tra ottimisti e pessimisti sta principalmente in una categoria cognitiva: la permanenza. I pessimisti tendono a concepire le avversità come stabili e permanenti nel tempo mentre le persone ottimiste hanno imparato al contrario a vedere gli eventi negativi come temporanei e limitati. Se i mercati avessero una personalità potremmo dire che nel mese di ottobre hanno dimostrato di essere “nevrotici” perché sono passati troppo velocemente da essere pessimisti a ritornare ad essere ottimisti quasi a parità di scenario economico sottostante. Albert Einstein diceva che *“è meglio essere ottimisti ed avere torto piuttosto che pessimisti ed avere ragione”*. In finanza però, soprattutto con mercati così nevrotici, a volte molti gestori preferiscono essere “pessimisti con riserva” e prudenti, riducendo la rischiosità di portafoglio per proteggere la performance, sperando di avere torto e riallocare il portafoglio verso il rischio quando la visibilità di mercato torna ad aumentare.

Inizialmente i timori e le incertezze degli operatori nel mese di ottobre sono partiti quando la Fed e il FMI hanno rivisto al ribasso la crescita economica globale. Gli investitori hanno cominciato ad interrogarsi su come gli Stati Uniti possano rimanere immuni dal rallentamento economico globale, quando anche il Giappone e buona parte dei mercati emergenti, oltre alla derelitta area Euro, faticano non poco ad intraprendere un sentiero sostenuto di crescita economica. E' stata la stessa Fed in ottobre a dirsi preoccupata per la debolezza della crescita europea che, associata ad un rafforzamento del dollaro, poteva inficiare quanto di buono l'economia americana stava dimostrando. Come è stato scritto nel Flash sui mercati dell'Ufficio Studi di metà ottobre, era però doveroso attendersi una reazione da parte delle Banche Centrali che, pur avendo avuto un peso importante nel causare il ribasso di ottobre (poca chiarezza della BCE e dichiarazioni non rassicuranti della Fed), non hanno di certo interesse a distruggere ricchezza finanziaria in questa fase del ciclo economico.



I tempi del Direttore d'orchestra: le parole della Fed

Il sentiment del mercato è migliorato in novembre grazie alle recenti parole di ottimismo della Fed che ha evidenziato il miglioramento strutturale del mercato del lavoro, allontanandosi decisamente dalle passate affermazioni molto prudenziali. Inoltre, l'aver ribadito raggiungibile da parte della Yellen, il target di inflazione del 2%, sintomatico di una ripresa di consumi ed investimenti, ha ulteriormente rafforzato in positivo il cambio di umore. Tra i dati macroeconomici che hanno contribuito alla nuova ondata di ottimismo anche la crescita del Pil Usa ha avuto il suo peso con un incremento superiore alle attese (+3,5% contro 3%). Ma soprattutto la preoccupazione proveniente dall'Europa di ottobre, è "miracolosamente" scomparsa nel comunicato di novembre.

In questi anni di forte crisi economica, l'andamento positivo dei mercati finanziari, sempre più dissociato dall'andamento dell'economia reale, ha svolto un ruolo di compensazione socialmente utile. I risultati mediamente positivi sui portafogli hanno rassicurato sia gli investitori ed in parte i consumatori. I mass media inoltre non hanno potuto enfatizzare la crisi con ulteriori allarmanti titoli sui miliardi "bruciati" dalle borse. Questo effetto positivo di traino portato dalla finanza alla disestata economia reale sembra seguire un suo filo logico, di una precisa volontà di un grande "direttore d'orchestra", la Fed, che ha tutto l'interesse a non distruggere ma anzi creare ricchezza (finanziaria) quando quella proveniente dai redditi e dal valore delle case risulta scarsa o addirittura in discesa. Non potendo però accettare valutazioni eccessive sui prezzi poco coerenti con i sottostanti reali, ecco che sottili sfumature di linguaggio pilotano abilmente, una volta in ribasso e una in rialzo, i mercati finanziari. Alla fine sembra che gli sbalzi di umore dei mercati finanziari consistano principalmente nel vedere il bicchiere mezzo pieno o mezzo vuoto in base al momento in cui ci si viene a trovare. Se l'umore appare troppo euforico viene sapientemente ricondotto (ma non troppo) a più miti consigli, se troppo depresso ottiene invece le rassicurazioni necessarie al mantenimento del trend.

Aspettando la BCE

In Europa, dopo i recenti dati macroeconomici relativi ad inflazione e crescita, inferiori alle previsioni anche in Germania, l'attenzione e le aspettative del mercato si sono sempre più spostate sull'avvio di un easing quantitativo che coinvolga direttamente i titoli di stato dell'Eurozona. Durante la conferenza stampa di ottobre Draghi non ha però chiarito i dettagli degli interventi che intendeva adottare per scongiurare la recessione nell'area Euro e questa incertezza ha causato un aumento della volatilità e la corsa agli asset più sicuri. Il successivo rientro degli spread sui titoli periferici di Italia e Spagna ha confermato di fatto che le recenti tensioni non possono essere paragonate a quelle del 2011 perché oggi l'Europa gode di meccanismi di protezione che non esistevano allora. La BCE sta adottando politiche monetarie che solo fino a poco tempo fa parevano impensabili.



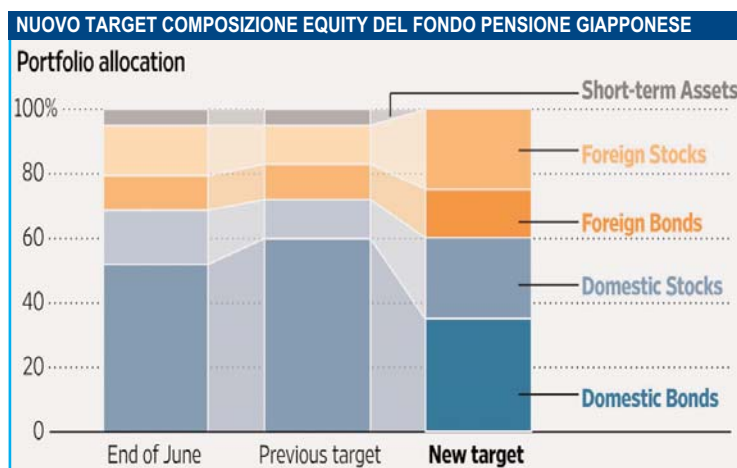
Tali manovre monetarie ed in particolare le operazioni di TLTRO, l'acquisto di ABS e di covered bond, vorrebbero consentire alle banche di poter concedere prestiti all'economia con maggiore fiducia. Il tentativo di reflazionare l'economia partendo dal presupposto che sarà la componente privata ad utilizzare queste risorse, stimolata da un accesso al credito più facile e da un basso costo del denaro, rischia di risultare però fine a se stesso. Purtroppo senza una strutturale manovra di politica economica volta ad uno stimolo fiscale (sul lavoro, sugli investimenti, sui consumi), compensata da una altrettanto consistente riduzione di spesa pubblica sterile, molto difficilmente l'impresa privata sarà incentivata su nuovi investimenti da sostenere. E senza un investimento delle imprese è pressoché impossibile pensare ad una ripresa dell'occupazione e, di conseguenza, dei consumi.

Il passaggio del testimone

Per adesso il testimone della Fed è passato alla Banca del Giappone. Il giorno dopo la riunione Fed che sanciva la fine del QE americano, con un timing a dir poco "concertato", la Bank of Japan ha infatti comunicato l'ulteriore aumento della propria base monetaria di un importo simile a quello che verrà meno dal disimpegno americano, ribadendo la volontà di raggiungere il target d'inflazione del 2%. A questo annuncio ha fatto seguito la notizia che il fondo pensione pubblico giapponese, il GPIF (il più grande al mondo con

1.200 miliardi di usd in gestione), ha deciso di incrementare fortemente la componente azionaria, riducendo oltre alle attese quella obbligazionaria. La Bank of Japan acquisterà i titoli obbligazionari venduti dal Fondo (oltre a tutte le nuove emissioni di titoli da parte del Governo del prossimo anno e mezzo) semplicemente "stampando" nuova moneta. Nell'ultimo anno il GPIF ha guadagnato la cifra mostruosa di oltre 113 miliardi di dol-

lari (pari ad una performance superiore al 10% sui propri attivi) grazie al forte calo dello yen promosso dall'Abenomics che ha permesso la rivalutazione degli investimenti in titoli azionari e in divisa estera del fondo. Come dire, se l'economia stenta, se i consumi languono, se i cittadini-elettori magari iscritti a fondi pensione pubblici sono scontenti, la sapiente direzione d'orchestra delle Banche Centrali, coadiuvate dai loro Governi, permette una "compensazione dei malumori reali" con una percezione più elevata della propria ricchezza finanziaria.



Chi rimane indietro in questo processo è nuovamente l'area Euro. Aspettando la BCE e la (vana?) speranza di un suo possibile intervento "non convenzionale" sui titoli di Stato dell'Area, circola la voce nelle sale operative che la Banca Centrale Europea possa perseguire l'obiettivo di aumentare il proprio bilancio e, nello stesso tempo, indebolire l'Euro ricorrendo all'acquisto di Treasury americani. Con questa mossa in effetti potrebbe in un colpo solo raggiungere il proprio obiettivo di rendere più competitiva la divisa europea, acquistando titoli ad elevata qualità (accontentando così la Germania) e molto liquidi (superando i limiti di liquidabilità del mercato degli ABS). Anche gli Usa ne trarrebbero vantaggio visto che questo aiuterebbe la FED, ed i mercati, a mantenere i tassi bassi ancora per un lungo periodo di tempo".

La musica dell'austerità della Germania suonerà ancora?

Mentre negli Stati Uniti il ruolo di coordinamento fra economia reale e mercati finanziari viene svolto dalla Fed, nell'area Euro il ruolo del Direttore d'orchestra lo ricopre invece la Germania. Ma se la Banca Centrale americana, così come quella giapponese, inglese o cinese, con il beneplacito dei loro Governi, vuole portare un chiaro vantaggio ai propri cittadini ed imprese, è purtroppo altrettanto chiaro di chi siano gli interessi derivanti dalle influenze tedesche sulla Banca Centrale Europea. A partire dal 2010 e durante la crisi dell'Euro, la Germania ha imposto agli altri paesi dell'UE delle politiche economiche e fiscali che, in nome della parità dei bilanci pubblici, hanno di fatto allargato la disparità fra i paesi più deboli (anche per propri demeriti) ed i paesi del centro. Si tratta di una serie impressionante di errori. Si va dalla decisione imposta dai tedeschi di far gestire le crisi bancarie non dalla UE ma dai singoli Paesi così come, secondo il principio del "private sector involvement" (coinvolgimento del settore privato) l'assistenza a Paesi con problemi di liquidità avrebbe dovuto comportare un costo per gli investitori privati. La conseguenza inevitabile di queste e altre decisioni ha comportato la disarticolazione della zona euro con afflusso di capitali verso i Paesi percepiti forti che hanno potuto beneficiare di tassi di interesse molto più bassi e di un accesso al credito molto più agevole che ha permesso il continuo accumulo di surplus commerciali. Solamente l'intervento della BCE nel luglio 2012 ha scongiurato lo sfaldamento dell'euro che i mercati avevano forse precipitosamente sancito.



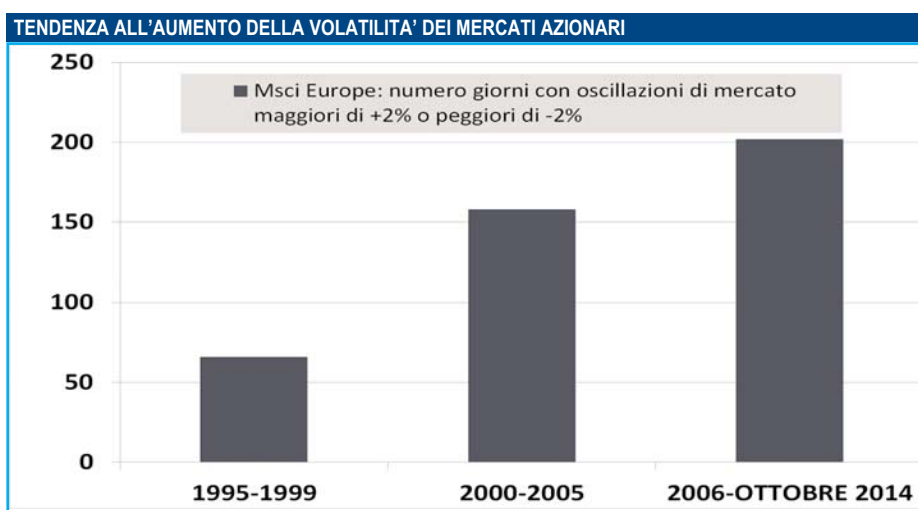


Gli investitori vorrebbe oggi però maggiori dettagli sulle operazioni proposte dalla BCE per capire fino in fondo l'eventuale incisività delle misure e avere maggiore visibilità sullo scenario europeo in termini sia di interventi di politica monetaria sia di politica fiscale. Il recente rallentamento economico della Germania potrebbe indurre i tedeschi a rivalutare la discussione intorno al patto di stabilità a favore di misure pro-crescita? Se questo avvenisse, migliorerebbero molto l'attuale sentiment negativo dei mercati, sempre più attenti ai numeri macroeconomici europei che stanno pericolosamente virando nuovamente verso la recessione.

La volatilità e il passaggio a un nuovo regime di rischio

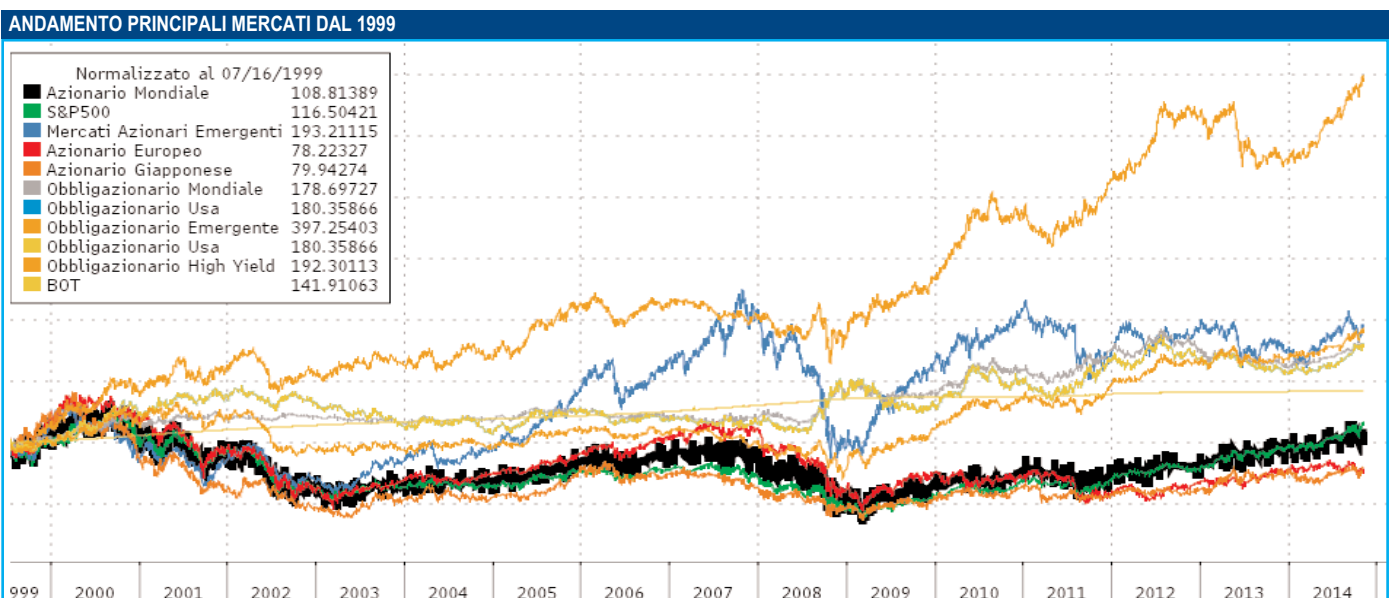
Il forte sell-off di metà ottobre è stato alimentato dall'aumento della volatilità stessa in un circolo vizioso tipico di questi "ri-prezzamenti del rischio". Il fatto che ci sia stato un cambio di regime nel prezzare la volatilità (e quindi il rischio) è un fatto di per sé positivo perché aiuta a costruire portafogli valutando il rischio complessivo con criteri più vicini alla media storica della volatilità che non ai livelli che questa aveva raggiunto recentemente. Come abbiamo scritto più volte, gli interventi quantitativi delle Banche Centrali hanno avuto innumerevoli effetti sugli attivi finanziari. Uno di questi è rappresentato dalla forte riduzione della volatilità sui prezzi di azioni e di obbligazioni che altrimenti avrebbero mantenuto una rischiosità superiore. Tale volatilità però si ripresenta talvolta con movimenti repentini e violenti, così come è accaduto recentemente.

In ogni caso la lezione che dobbiamo portare a casa da questi improvvisi cambiamenti nel regime di volatilità dei mercati è la consapevolezza che probabilmente saranno sempre più frequenti nei prossimi mesi perché sono l'altro lato della medaglia della compressione dei rendimenti dovuta alle politiche monetarie delle Banche Centrali. Inoltre l'aumento dell'incertezza è (per fortuna) dovuto anche alla possibilità che alcuni paesi più avanti nel ciclo, come gli Stati Uniti, possano presto uscire da questo schiacciamento forzato dei tassi a seguito di un rafforzamento vero del mercato del lavoro e dell'economia nel suo complesso.



Cosa fare? Cercare soluzioni innovative con cui diversificare il portafoglio

Il nuovo possibile regime di aumento di volatilità atteso non deve però spaventare perché va calato in un contesto di ritorno verso la media storica. Inoltre, nel caso dei mercati azionari, avverrebbe in un contesto di fondamentali aziendali di lungo periodo ancora solidi. Usando le parole del filosofo francese Deluze possiamo dire che *“non è il caso né di avere paura né di sperare, bisogna cercare nuove armi”*. Siamo sempre più convinti, infatti, che la logica direzionale della gestione degli investimenti vada affiancata e/o sostituita da tecniche più sofisticate di gestione che permettano di estrarre valore dove ancora è possibile trovarlo. La diversificazione della componente strategica del portafoglio, che le ultime crisi finanziarie hanno confermato come necessari di tempo per generare valore, dovrà in altre parole essere affiancata sempre di più dalla diversificazione per stili di gestione flessibili e decorrelati. Ma proprio perché l’andamento dei prezzi risulterà probabilmente più erratico ma più coerente al proprio andamento storico, la gestione attenta della volatilità del portafoglio, unita ad un processo di selezione accurato, risulteranno requisiti fondamentali per il buon esito degli investimenti. Ci aspetta molto lavoro, tanto lavoro per affrontare le sfide dei mercati nei prossimi anni. La musica non è finita, i Direttori D’orchestra continueranno nel loro lavoro ma sarà necessaria la partecipazione a pieno regime di tutti quelli che ancora mancano con il loro strumento (le politiche fiscali espansive).



massimo.jakelich@azimut.it

rosario.antonio.zammuto@azimut.it

12 Novembre 2014



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.