

# LA ROSA DEI VENTI

8 APRILE 2015

## Effetti collaterali del bugiardino

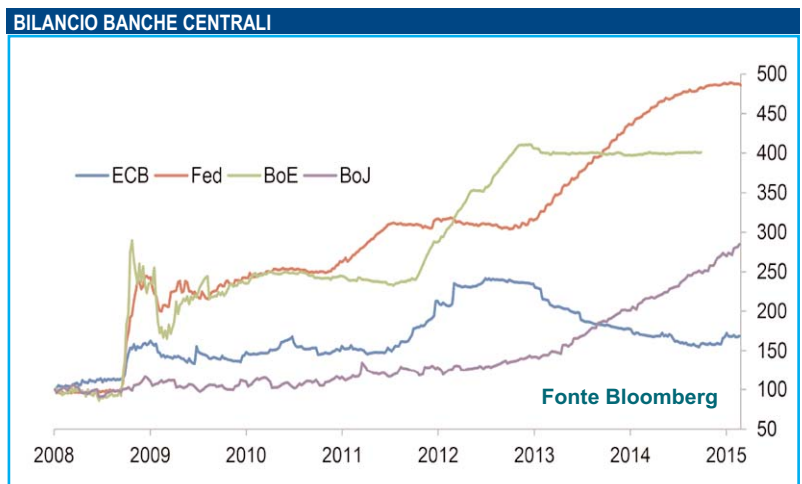
\*  
AZIMUT  
WEALTH MANAGEMENT

### La medicina dell'allentamento quantitativo monetario

Ogni foglietto illustrativo (volgarmente detto “bugiardino”) di qualsiasi farmaco, dopo la descrizione del principio attivo, della destinazione, della modalità d’uso e della posologia di assunzione, indica in fondo all’ultima pagina, gli effetti indesiderati del farmaco stesso. L’effetto collaterale, in medicina o farmacologia, indica genericamente qualsiasi effetto non previsto o non desiderato (ma non per questo necessariamente nocivo) legato all’azione farmacologica di una sostanza. Più volte abbiamo scritto in queste pagine di come la crisi finanziaria del 2008 abbia causato la più globale e profonda crisi economica dal secondo dopo guerra in avanti. Il principio attivo, usato in maniera sperimentale dalla Federal Reserve per intervenire e curare il moribondo sistema finanziario a stelle e strisce, prende il nome di “allentamento quantitativo” (o “Quantitative Easing”). Il successo che tale farmaco ha riscontrato sull’economia americana ha indotto poi molte altre grandi Banche Centrali del mondo ad “iniettare” in maniera sempre più massiccia il medesimo “principio attivo” all’interno del proprio sistema monetario ed economico. Molteplici sono i benefici effetti di questa terapia, primo fra tutti la ricchezza finanziaria sui nostri risparmi, che li ha resi ora forse un po’ “dopati” da una elevata assun-

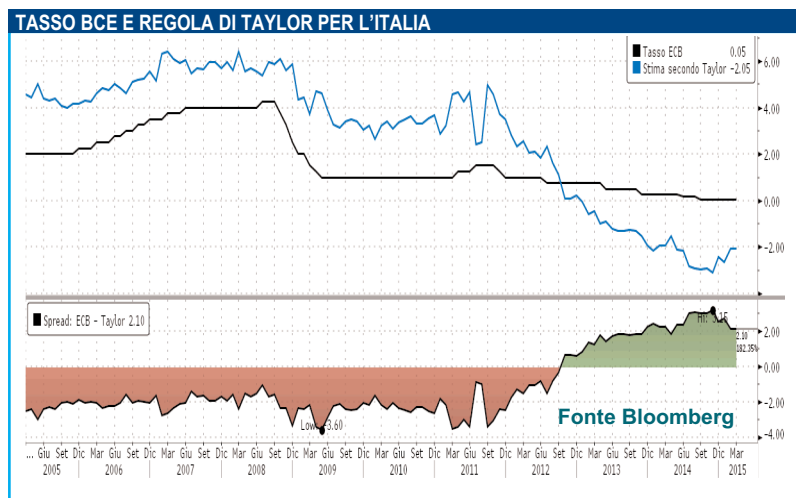
zione di steroidi anabolizzanti, che li ha gonfiati, sì ma con poche sostanze nutritive. Queste, in natura, sono ancora scarse, anche se si stanno timidamente rivelando finalmente nella convalescente economia reale. Il lavoro è la vera ricchezza che una sana economia dovrebbe essere in grado di produrre ma questa risorsa tarda ancora ad emergere e anche laddove se ne trova di più (Stati Uniti), non è ancora in grado di contribuire

ad un significativo incremento dei redditi. Il circolo virtuoso lavoro-redditi-consumi-investimenti-maggior lavoro, tale da creare vera ricchezza e vera crescita economica, è ancora lontano da realizzarsi. La teoria marxista argomentava come il capitalista, cioè colui in possesso del capitale iniziale, estraeva un plusvalore, un interesse, dallo sfruttamento del lavoro. Nei decenni successivi, con Keynes, i tassi di interesse (sui mercati monetari e finanziari) sono diventati i compensi per la rinuncia alla liquidità, cioè all’uso del capitale in forma monetaria.



## Medicina ed effetti collaterali

Oggi invece l'eccessiva liquidità presente sul mercato ed introdotta dalle manovre di espansione monetaria delle Banche Centrali con il Quantitative Easing (QE), ha portato ad una tale compressione dei tassi di interesse sui mercati da far sorgere i primi effetti collaterali dell'assunzione di questo "farmaco portentoso". In molti paesi dell'Eurozona, oltre che in Svizzera, la maggior parte dei titoli governativi in circolazione presenta dei rendimenti negativi. Il mercato si è capovolto: chi si indebita non solo non paga più un tasso di interesse ma, in maniera paradossale, riceve lui stesso un interesse per detenere un capitale di terzi. Questa situazione fa seguito all'introduzione



del QE da parte della BCE anche nell'area Euro, che ha ulteriormente accentuato la riduzione dei tassi di interesse che la spirale deflazionistica aveva già provocato. La Taylor Rule, che considera sia gli scostamenti tra il tasso di inflazione corrente con quello target, sommati al differenziale fra crescita (output) corrente con crescita potenziale, descriveva già da tempo una situazione da tassi negativi nell'area Euro.

## Regolamentazione e paradossi normativi

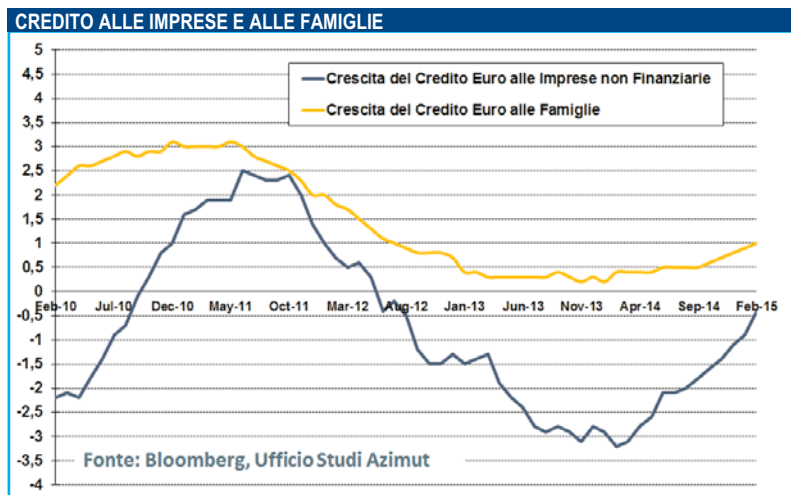
Si è aggiunto però un altro fenomeno: la grande quantità di moneta introdotta sul mercato dalle Banche Centrali e da ultimo quella della BCE, si confronta ora con una politica regolamentare, adottata dopo il crack Lehman e volta a rendere le banche e le assicurazioni più sicure, che ha generato l'effetto (collaterale) di ridurre drasticamente gli scambi su gran parte dei mercati finanziari.

Sul mercato dei bond, il cui tasso d'interesse dovrebbe essere il premio per privarsi della liquidità in funzione dell'aspettativa di rischio inflazione in un determinato tempo (oltre che dal rischio dell'emittente e dall'eventuale rischio di cambio), i prezzi sono invece esasperatamente influenzati da una domanda "forzata" da parte della BCE, bilanciata da una offerta più limitata di titoli detenuti da grandi soggetti economici (banche, fondi pensione, assicurazioni) "impossibilitati" da aspetti regolamentari e di convenienza nel vendere.



Le regole per il calcolo dei margini di solvibilità delle assicurazioni e del minimo patrimonio di vigilanza detenibile dalle banche in funzione dei rischi sui loro attivi, obbligano questi grandi operatori finanziari a detenere titoli di stato

nei propri bilanci. Anche perché queste “regole” considerano attivi a rischio (per i quali occorre accantonare del capitale) i crediti concessi alle imprese o alle famiglie; le stesse regole considerano invece meno rischiosi gli investimenti finanziari, ed in particolare quelli sui titoli di stato, che permettono di accantonare molto meno capitale.

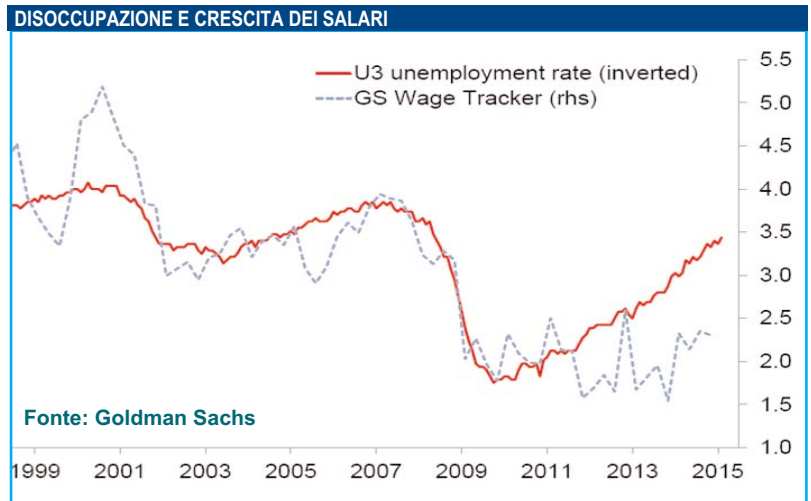


Dobbiamo dire che queste regole guarda caso avvantaggiano le banche tedesche e dell’Europa del nord molto più esposte su investimenti finanziari rispetto alle banche italiane, che invece sono maggiormente esposte nei crediti concessi verso l’economia reale. Di conseguenza, nonostante i titoli di stato siano aumentati per l’aumento dei debiti pubblici, sono diventati via via più scarsi sui mercati secondari per l’effetto di un disequilibrio fra domanda ed offerta da parte degli operatori di mercato. Tale squilibrio ha condizionato talmente tanto i prezzi da averli portati anche in territorio negativo di rendimento.

Queste rigidità regolamentari nate per rendere il mondo più sicuro, hanno prodotto quindi effetti collaterali inattesi. Innanzi tutto perché appunto la liquidabilità di molti titoli obbligazionari si è ridotta. Se un domani la BCE dovesse cambiare strategia (cosa possibile se il deprezzamento dell’euro, del petrolio e l’ambiente di bassi tassi dovessero perdurare tanto da rendere possibile la ripresa economica tanto attesa), provocherebbe l’arrivo di forti flussi di vendita che andrebbero ad impattare molto negativamente sui prezzi. Inoltre i paradossi normativi citati in precedenza hanno disincentivato le banche ad erogare crediti all’economia reale in quanto troppo “costosi” in termini di utilizzo di capitale. I bassi tassi di oggi, insomma, non sono solo figli della grande quantità di denaro stampata dalle Banche Centrali, ma anche di mercati sempre meno efficienti che rischiano di provocare un boomerang domani.

## Rendimenti azionari ed obbligazionari: la legge dei vasi comunicanti

Come abbiamo osservato più volte, troviamo poche argomentazioni a favore degli investimenti in titoli di stato ed in generale dei mercati obbligazionari. I rendimenti così bassi che si sono formati per l'effetto distorto descritto sopra presentano un rapporto rischio/rendimento inefficiente. Questo non vuol dire che i prezzi siano destinati a scendere improvvisamente. Le variabili che potranno indurre la Fed al rialzo dei tassi di interesse, la qual cosa avrà una rilevante influenza anche nel resto del mondo, rimangono deboli. E per il momento gli Stati Uniti sono l'unica grande economia che comunque potrà permettersi questa manovra. E' vero che il mercato del lavoro, inteso come numero di occupati, è migliorato ma ancora i redditi tardano a crescere. In un'economia come quella US che per i due terzi del PIL dipende dai consumi privati, è difficile immaginare un forte rialzo dell'inflazione (e di conseguenza dei tassi di interesse) in un contesto di rialzo dei redditi modesto.



Inoltre il rafforzamento del dollaro degli ultimi mesi sta comportando qualche difficoltà alla marginalità e alla competitività della "corporate America". Diciamo però che esistono poche alternative agli investimenti che non considerino il mercato azionario. Ci spaventa un po' pensare che questo mercato potrà essere oggetto di flussi a favore solo perché gli investitori saranno sempre più disincentivati dai "tassi zero o negativi" del mercato obbligazionario. Ma questa dinamica di uscita dal mercato obbligazionario o dalla liquidità verso il mercato azionario non va certo trascurata e, potenzialmente, potrebbe essere solo l'inizio di un movimento più importante. E' probabile che le correzioni di mercato che giustificheranno una presa di profitto sui prezzi (anche a seguito dei consistenti rialzi di questi mesi) potranno indurre nuovi flussi di liquidità ad entrare. Sarà fondamentale osservare che il rialzo dei prezzi potrà trovare giustificazione da un rialzo degli utili, ma le attuali condizioni di cui l'Europa può godere (euro debole, prezzi energetici bassi, tassi bassi ancora a lungo e, speriamo, anche una maggior stabilità politica) non solo possono ma devono far ben sperare.



## **I mercati azionari europei tra crescita e volatilità**

Se riusciremo ad alzare lo sguardo sulle deboli dinamiche economiche del momento e sapremo sopportare una probabile maggior volatilità del nostro investimento (oltre che allungarne l'orizzonte temporale), la scelta di sovra pesare le azioni europee potrebbe rivelarsi corretta. Tornando ad un giudizio sul Quantitative Easing delle Banche Centrali, a meriti ed incognite, ad effetti positivi e collaterali che ha comportato, possiamo dire quanto meno che una ripresa di fiducia e di stabilità, per non dire anche una miglior prospettiva di crescita economica la ha sicuramente generata. Capita a volte di leggere solo successivamente il foglietto illustrativo, il bugiardino del farmaco che il nostro medico ci ha somministrato quando ci siamo ammalati. Così, forse ci accorgiamo che qualche effetto collaterale non ci era stato prospettato, che qualche piccola bugia ci era stata detta. Tutto sommato però ci viene da pensare che ogni piccola bugia, se detta a fine di bene, può anche essere perdonata: *“una verità detta con cattiva intenzione batte tutte le bugie che si possono inventare”* (William Blake).

***massimo.jakelich@azimut.it***

***rosario.antonio.zammuto@azimut.it***

***7 Aprile 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.