

LA ROSA DEI VENTI

15 SETTEMBRE 2014

Independence day

*
AZIMUT
WEALTH MANAGEMENT.

Il referendum in Scozia e l'Unione Europea

Mancano ancora pochi giorni al referendum scozzese, dove il principio dell'auto determinazione dei popoli potrebbe sancire in maniera democratica l'autonomia della Scozia dal resto del Regno Unito che, nel caso di vittoria del sì, sarà da quel momento in poi "molto meno unito". Le motivazioni che hanno portato a questo referendum sono molteplici, storiche, politiche e sociali ma tutto sommato peculiari e quindi non ci interessano particolarmente da commentare. Precedenti di questo tipo ne abbiamo avuti diversi ed anche recenti. Quando però avvengono in contesti molto meno democratici di quello attuale, gli esiti rimangono molto più incerti e spesso la mancata accettazione del voto delle urne porta a scontri armati fra le parti, come il recente conflitto in Ucraina sta dimostrando. **Quello che invece accomuna queste esigenze indipendentiste sono spesso mere ragioni economiche. Nel caso della Scozia le fonti energetiche estratte dal mare del Nord che entrano a far parte delle risorse del Regno suscitano appetiti egoistici da parte dei fautori dell'autonomia.** Separarsi per sfruttare proprie risorse e ridurre o addirittura eliminare quella spesa volta a finanziare un'amministrazione pubblica lontana dalle proprie esigenze o, peggio, non riconoscere proprio un debito pubblico fatto apparentemente da altri, sembra la risposta più facile all'attuale profonda crisi economica che attanaglia tutta l'Europa. Anziché quindi cercare una soluzione dall'unione e solidarietà fra i popoli, il malessere economico tende a dividere per rincorrere gli individualismi di parte.

Così come accadde nel 1995 per il referendum separatista del Quebec dal Canada che si risolse con una misurata vittoria del no, probabilmente anche quello scozzese potrà trovare un simile epilogo. Sarà invece interessante osservare il caso opposto di uno Stato appartenente a un'unione democratica come quella della Gran Bretagna e, soprattutto, come paese appartenente all'Unione Europea, sulla strada che prenderà e con quali conseguenze, dopo aver ottenuto la propria autonomia. Sicuramente

legittimerebbe maggiormente altri movimenti secessionisti come quello della Catalogna o dei Paesi Baschi, anche se ritenuti illegittimi e quindi non riconosciuti dal Governo centrale spagnolo.



Una vittoria del “sì” in Scozia costituirebbe quindi un rilevante precedente europeo il cui possibile “contagio” ad altri paesi o regioni europee e le possibili annesse evoluzioni non rientrano al momento nei ragionamenti delle sale operative dei mercati finanziari.

Europa: fin che la barca va!

Europa stiamo assistendo recentemente a un confronto fra i Governi sempre più teso. Il perdurare della recessione economica aumenta la diffidenza reciproca anziché essere di stimolo per gli Stati e per le Istituzioni nell'aumentare i rapporti di collaborazione. L'annuncio unilaterale della Francia di non rispettare i vincoli di bilancio ha lasciato i più interdetti, ponendo nubi fosche sull'esito del dibattito, o forse scontro ideologico, fra austerità e flessibilità. *“Siamo tutti sulla stessa barca”* verrebbe da dire parafrasando la copertina con cui è uscito l'Economist lo scorso fine agosto. I primi segnali in questo senso arrivano dai recenti dati di produzione industriale e di fiducia delle imprese tedesche, questi ultimi in calo da 4 mesi consecutivi. La risposta di Draghi non si è fatta attendere e ancora una volta ha inciso chiaramente con le sue dichiarazioni sul destino delle quotazioni estive dei principali asset affermando che *“i rischi di fare troppo poco sono ormai superiori rispetto a quelli di fare troppo”*.

L'unico baluardo che al momento rimane a tutela dell'area Euro è lo straordinario lavoro svolto sin qui dalla Banca Centrale Europea. Finalmente, **dopo aver alimentato innumerevoli aspettative, la BCE ha intrapreso una politica monetaria fortemente e, per certi versi, sorprendentemente espansiva. La mutata prospettiva di lungo termine di tendere verso un'inflazione “sotto ma vicino al target del 2%” oramai oggettivamente sopravvalutata, ha costretto i falchi tedeschi interni al Consiglio Direttivo di prendere atto della spirale deflazionistica che sta prendendo piede in Europa (“meglio tardi che mai...”), permettendo al Governatore Draghi l'utilizzo di strumenti di politica monetaria inusuali per l'area Euro.**



Fra quasi azzeramento dei tassi (a 0.05% quelli di rifinanziamento), con tassi negativi sui depositi delle banche presso la Banca Centrale (-0,20%), operazioni di finanziamento alle banche vincolate ad erogazioni di prestiti ad imprese e famiglie (TLTRO) ed acquisto di titoli obbligazionari che cartolarizzano i crediti (ABS), l'obiettivo della BCE è di tornare ad espandere il proprio attivo di bilancio di un importo superiore ai 1.000 miliardi di euro, per portarlo almeno sui precedenti massimi di 3.000 MLD.



Considerando che il bilancio della FED vede un attivo di 4.000 MLD (di usd) in via di potenziale restringimento, la manovra intrapresa dalla BCE potrebbe veramente risultare di fondamentale stimolo all'economia così come indubbiamente lo è stata e continua ad essere quella della Banca Centrale americana. Più volte abbiamo commentato come gli interventi delle Banche Centrali abbiano portato a dislocazioni dei prezzi non solo tra asset diversi ma anche all'interno del mondo obbligazionario. Per esempio, oggi i rendimenti dei Titoli di Stato di diversi paesi si trovano allo stesso livello senza un'apparente giustificazione. Come spiegare per esempio che i rendimenti sul nostro BTP siano uguali a quelli del decennale americano? Il rischio di credito di Italia e Usa è sicuramente diverso. La componente che compensa questa differenza va ricercata nella diverse prospettive di crescita delle 2 regioni, da un lato, ma anche e soprattutto nel lavoro di persuasione della BCE nell'aver (quasi) azzerato i rischi di solvibilità del debito soprano periferico, dall'altro.

Come investire in un contesto dove i rischi impliciti sono più elevati?

Come sanno i nostri lettori le vignette ci piacciono molto perché spesso esprimono in un'immagine quello che si vorrebbe dire con mille parole. La copertina dell'Economist di agosto racconta molto bene la situazione attuale con Draghi intendo a togliere l'acqua in eccesso che sta imbarcando l'economia europea ed i leader politici che, chi in un modo chi nell'altro, sono impettiti ma immobili sulle politiche di stimolo alla crescita economica. Per chi deve allocare gli investimenti negli asset con potenziale di crescita più elevato, la domanda da porsi è appunto **se gli interventi delle Banche Centrali, ed in particolare la tanto attesa ed ulteriore manovra di Quantitative Easing della BCE che ancora manca all'appello, riusciranno a sostituirsi alle politiche di bilancio dei Governi che, in nome dell'ortodossia e dell'austerità, remano contro la crescita economica.**



Questi sono i quesiti che si pone chi segue l'andamento dei dati economici reali che però spesso non trovano rilevanza sull'andamento di breve termine dei mercati finanziari. Le decisioni d'investimento allora si complicano perché la dimensione temporale "si spezza in 2" anche all'interno di una stessa asset class come quella azionaria: **il ricorso al rischio diviene paradossalmente indispensabile anche con un ottica di breve termine se si vuole cavalcare l'onda del momento (in un contesto di tassi d'interesse a zero) purché accompagnata da un rigoroso controllo del rischio.**

Strategie e riflessioni per investire nel mondo

Una recente analisi del nostro Strategist interno del gruppo di gestione, molto attuale ed apprezzata, pone in comparazione il processo deflattivo di lungo termine del Giappone e le conseguenze sugli asset finanziari e non che questo processo ha comportato, con il percorso apparentemente simile che sta interessando l'area Euro e sulle quindi possibili similitudini che potrebbero intervenire sui nostri investimenti. Innanzi tutto **l'era dei tassi a zero" diventerebbe quasi strutturale in Europa, rendendo i tassi reali dei titoli a lungo termine come i nostri BTP, ancora particolarmente appetibili.** Ovviamente questo ragionamento sottintende il presupposto che la BCE rimarrà il finanziatore di ultima istanza degli Stati, anche con stampa di nuova moneta volta a rifinanziare i debiti sovrani, così come da anni fa la Banca del Giappone con i titoli di debito del proprio paese. Ed ovviamente con in beneplacito dei Tedeschi che dovranno accettare questo processo, pena un'impossibilità di tenuta dell'euro così come ora è concepito.

Il secondo ragionamento mette in evidenza che **i mercati, questa volta azionari, vanno dove c'è crescita economica.** L'inflazione non rappresenta una minaccia se nasce da una sana domanda di beni ed investimenti.



E per fortuna fuori dall'area Euro di crescita economica qualche cosa ancora si trova. Innanzi tutto negli **Stati Uniti dove, vuoi una favorevole demografia, un'autonomia energetica ed una leadership tecnologica, hanno riportato questo paese ad assumere un ruolo di guida a livello mondiale. Anche diversi mercati emergenti possono tornare di interesse, dalla Cina al Messico alla Russia, accettandone però una maggior volatilità di breve termine.**

Infine, la **diversificazione valutaria**, sempre comunque moderatamente e tatticamente auspicabile, ci ricorda come in un'area deflazionistica di lungo termine come il Giappone, la divisa rimane tendenzialmente forte, destino che potrebbe quindi accomunare anche la nostra moneta. Comunque andranno le cose, la storia degli ultimi 25 anni ci dice che, almeno nel breve termine, i mercati rispondono positivamente agli interventi delle Banche Centrali che hanno avuto fino ad oggi l'effetto di far crescere il valore degli asset finanziari e, quindi, dei nostri risparmi.



Chi ha investito nei mercati azionari negli anni 90 può essere contento del supporto delle Banche Centrali perché ha portato a casa più di un 10 per cento l'anno se è stato capace di tollerare il rischio di vedere oscillare il portafoglio in negativo anche del 50 per cento! Sembra però ancora difficile prospettare oggi ad un investitore un rischio di questo tipo. Il mercato è però cambiato ed il modo di investire probabilmente deve ancora adattarsi ai cambiamenti. La finanza comportamentale, che studia i comportamenti degli investitori e le distorsioni cognitive di chi decide come allocare i propri risparmi in condizioni di incertezza, ci può consigliare su come comportarci in un mondo che apparentemente è meno volatile ma probabilmente più incerto che nel passato. Come direbbe Soros *“se investire è piacevole, se vi state divertendo, probabilmente non state facendo neanche un centesimo”*. Spesso se ne deduce che la movimentazione eccessiva di un portafoglio rischia di essere controproducente. Da qui il **ruolo che la corretta asset allocation deve avere nel tempo. Ma anche che, in un mondo di costanti incertezze e profondi cambiamenti come l'attuale, portafogli troppo direzionali rischiano di essere poco efficienti. Di conseguenza le politiche di copertura dei rischi e la gestione della volatilità dei portafogli risulteranno sempre più modalità da preferire.**

Conclusioni: indicazioni tattiche di “fine anno”

Il mondo dei tassi a zero, garantito dalle Banche Centrali, comporta che fintanto che i rendimenti non saliranno l'appetito per il rischio degli investitori prevarrà. **Le correzioni di mercato, delle azioni ma anche delle obbligazioni con cedole più elevate, rimarranno opportunità di acquisto.** Quando invece i rendimenti imposti dalle Banche Centrali torneranno a crescere, in linea con una ripresa delle economie, allora dovremo fare altri ragionamenti. Ma crediamo che questo processo sarà per molti anni ancora escluso nell'area Euro e probabilmente anche negli Stati Uniti sarà comunque moderato. **Le correzioni potranno essere indotte da vecchi o nuovi fattori e forse il prossimo referendum in Scozia potrebbe comportare una discesa autunnale dei listini oggettivamente un po' attesa. Di conseguenza in questo momento un po' di prudenza è d'obbligo,** anche per gli sviluppi che un evento di questo tipo potrebbe causare e che sono al momento poco valutati dai mercati. Se l'esito sarà invece negativo, la condizione di incertezza tornerà probabilmente ad assopirsi e magari dopo poche settimane ci si sarà già dimenticati dell'evento in se e si tornerà a beneficiare del rassicurante ruolo delle Banche Centrali che, continuando a garantire tassi di interesse bassissimi ci ricorderanno come gli asset prudenti sono sì più sicuri ma anche non remunerativi. E' probabile quindi che l'appetito degli investitori tornerà verso il rischio cercando magari motivazione nel tradizionale e stagionale “rally da fine anno”.

massimo.jakelich@azimut.it

rosario.antonio.zammuto@azimut.it

15 Settembre 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.