

LA ROSA DEI VENTI

25 GIUGNO 2014

Oh Happy Days!

*
AZIMUT
WEALTH MANAGEMENT.

L'alba di un nuovo giorno

Siamo all'inizio di una nuova era, quella dei "tassi a zero"? Con questo interrogativo in testa gli investitori si confrontano con l'attuale situazione finanziaria, che ha portato la remunerazione del capitale a livelli così bassi, rendendo molto complessa e difficile la gestione dei propri risparmi. Il mondo della finanza di oggi, così lontano dall'andamento dell'economia reale e così influenzato da manovre di politiche monetarie non convenzionali, rischia di mandare in pensione i vecchi autori di libri di macroeconomia.

La confusione è così tanta che anche nelle tavole rotonde di finanza si possono sempre più spesso trovare tre principali scuole di pensiero: 1) la prima è quella degli **eterni pessimisti** che, in sintesi, affermano come gli andamenti degli ultimi anni dei mercati finanziari siano soltanto un'aberrazione dovuta all'enorme liquidità immessa nel sistema dalle Banche Centrali; 2) la seconda categoria è quella che ha fatto propria la teoria di uno dei maggiori gestori obbligazionari del mondo, Pimco, che parla di un New Normal, una **nuova normalità** caratterizzata da un mondo che crescerà strutturalmente di meno (per l'enorme sovra capacità di risorse e di lavoro ancora da riassorbire) e che di conseguenza anche l'inflazione ed i tassi di riferimento ufficiali saranno anch'essi più bassi; 3) infine, ci sono i **"pragmatici"**, la categoria di quelli che dicono che le bolle ci sono sempre state, che non è cambiato nulla e che ci vuole solo più tempo per tornare alla "vecchia normalità" di crescita economica reale.

I "guru", gli "esperti" di tutte queste scuole di pensiero sulla direzione dei "venti di mercato" cercano di capire in anticipo da quale direzione spirerà il vento propizio e redditizio per aiutare a prendere decisioni più consapevoli. Quando sentiamo queste tesi ci torna sempre in mente la massima di Jean-Paul Kaufmann che diceva come *"l'economia dipende dagli economisti quanto il tempo dipende dai meteorologi"* e per questo forse sono più utili gli "ombrelli" che i meteorologi!



Infine ci sono i **gestori**, come noi, che devono ogni giorno prendere con responsabilità le decisioni di investimento per conto dei propri clienti e che giorno per giorno si chiedono quale sia la migliore alternativa possibile per far rendere al massimo la liquidità investita, cercando di evitare le “mine vaganti” costantemente presenti. Anche recentemente non possiamo fare a meno di notare come un paese solo fino a poco tempo fa sull’orlo del fallimento, Cipro, che ha espropriato i conti dei propri clienti bancari, oggi si ripresenta con nonchalance invece sui mercati con propri titoli obbligazionari che il mercato paradossalmente si contende per un rendimento di poco inferiore al 5%.

Il gioco delle parti

Una volta si diceva che “quando gli Usa starnutiscono il resto del mondo si prende un raffreddore” per indicare come le decisioni prese oltreoceano abbiano, nel bene o nel male, ripercussioni globali. Oggi una questione che inizia ad essere dibattuta da tutti, è se stia iniziando un ciclo economico da cui le Banche Centrali prenderanno direzioni diverse e cosa può comportare questo eventuale decoupling fra America ed Europa.

Cominciamo da casa nostra. “Il pacchetto di misure della BCE mi ha ricordato *Aspettando Godot*, l’opera di Samuel Beckett” ha commentato Wolfgang Munchau sul Financial Times. Il Godot della politica monetaria è l’aumento dell’**inflazione**. Secondo chi scrive, la BCE sta disperatamente continuando la “rincorsa” delle altre Banche Centrali, molto più avanti nelle politiche monetarie non convenzionali; questa volta Draghi ha osato un po’ più del solito e ha persino sorpreso i mercati, ormai quasi rassegnati all’ortodossia tedesca, con la manovra senza precedenti del tasso negativo sui depositi overnight. I critici della manovra dicono che si è trattato del solito regalo alle banche che però, almeno questa volta, dovranno prendersi l’impegno di dirottare la liquidità in **prestiti verso le piccole e medie imprese** in modo da far ripartire la crescita economica. Secondo noi la BCE ha recuperato un po’ del terreno perso rispetto alle altre Banche Centrali ma la strada da fare è ancora lunga visto che gli altri paesi stanno da tempo cercando di ripristinare la crescita reale (attraverso la “stampa di moneta”), i cui primi effetti concreti si iniziano a vedere soprattutto nei paesi anglosassoni. La BCE, invece, si ostina ancora a procrastinare questa decisione. Probabilmente l’Istituto di Francoforte vorrà prima vedere quali potranno essere gli effetti reali delle nuove misure introdotte ma il rischio concreto è di arrivare troppo tardi.





E' certamente positivo il fatto che anche a Berlino la manovra di Draghi sia piaciuta visto che anche la Bundesbank ha condiviso le scelte della BCE; forse perché anche la Germania stessa potrà trarre beneficio del considerevole risparmio sugli interessi per raggiungere il pareggio di bilancio. In realtà l'era dei **"tassi a zero"** a cui queste straordinarie politiche monetarie delle Banche Centrali contribuiscono pesantemente, comincia ad allarmare i risparmiatori tedeschi (e non solo) che si sentono defraudati del "frutto" (leggasi "interesse") sui propri risparmi.

Bisogna vedere adesso per quanto tempo i mercati si accontenteranno delle buone intenzioni di Draghi e quando, invece, inizieranno a chiedere che venga usato il **"bazooka"** di fronte a un **rischio deflattivo** che in alcune aree dell'Eurozona è ormai qualcosa di più concreto di una mera minaccia. Per adesso i mercati credono alle parole di Draghi, a giudicare dall'andamento degli spreads ma sappiamo come fanno in fretta i flussi a cambiare direzione al mutare delle aspettative. Quanto prima Draghi dovrà passare dallo "shock di fiducia" a uno "shock monetario" (leggasi Quantitative Easing con acquisto di titoli cui lo stesso FMI caldeggia apertamente) più concreto, l'unico forse in grado di affrontare direttamente la questione centrale dell'aumento dei prezzi, che il governatore della BCE sta procrastinando perché *"non ha ancora finito il lavoro"*, soprattutto il lavoro di risolvere i problemi *"politici"* all'interno del board.

La vera novità dell'intervento della BCE di aver portato il **tasso sui depositi overnight** in territorio negativo dovrebbe rivelarsi nel medio periodo. Con questo intervento la liquidità "dormiente" delle banche che non sia in banconote o in attivi reali e finanziari comincerà a "bruciare" in quanto dovrà essere remunerata all'Istituto Centrale allo 0,10%. La finalità sarebbe appunto quella di stimolare le banche ad una maggior concessioni di crediti, il rischio però è che nel frattempo le spinga ad effettuare ulteriori investimenti finanziari, facendo ridurre ulteriormente i tassi e gli spreads di mercato. Potenziali flussi d'investimento potrebbero anche dirigersi verso depositi in altre valute determinando un indebolimento della divisa europea: un euro più debole aiuterebbe sicuramente a mitigare le attuali disparità nei livelli competitivi dei singoli Stati europei.

Alla luce di queste osservazioni, considerando le valutazioni delle obbligazioni periferiche con "i vecchi paradigmi", verrebbe da dire che i rendimenti ai minimi storici del decennale italiano, al di sotto della terza deviazione standard di lungo periodo, dovrebbero consigliare molta prudenza per le possibili perdite in conto capitale che un eventuale rimbalzo dei rendimenti potrebbe generare sul prezzo dei BTP; ma dopo la crisi del 2008 il mondo forse non è più lo stesso e occorre pensare in maniera diversa. Cosa fare quindi? ***I mercati parlano chiaro continuando a comprare BTP apparentemente sopravvalutati con rendimenti al 3 per cento: oggi si aspettano tassi bassi ancora per lungo tempo e pertanto vogliono portare a casa il "carry" su obbligazioni che oggi è più alto di quello della liquidità.***

La Fed e il bicchiere mezzo pieno

Diversa la situazione nel mondo anglosassone dove sia nel Regno Unito, con maggior forza, sia in Usa, sta diventando d'attualità parlare di "strategia d'uscita". In Inghilterra i tassi saranno alzati prima di "quanto scontino i mercati" dove il governatore della Bank of England ha precisato che i rialzi saranno "graduali e contenuti". Gli Stati Uniti in termini di crescita economica sono molto più vicini al Regno Unito che all'Europa. Il **mercato del lavoro americano** sta migliorando ma ancora non a ritmi tali da permettere alla Fed di accelerare il suo piano di normalizzazione della politica monetaria. E' vero che gli occupati hanno raggiunto i livelli pre-crisi ma ciò non basta perché nel frattempo il numero degli americani in età da lavoro è aumentato e mancano all'appello ancora 7 milioni di posti di lavoro.

Le dichiarazioni della Yellen alternano nel frattempo prudenza ed ottimismo a seconda se si orientano al bicchiere mezzo vuoto (disoccupazione) o a quello mezzo pieno (ritorno alla crescita, seppur modesta). Secondo il FMI la Fed dovrebbe tenere i tassi a zero ancora più a lungo rispetto a quanto si aspetta oggi il mercato. La Fed pensa per adesso come la Bank of England ma sta agendo come la BCE.

Crediamo che il terzo rialzo consecutivo dei prezzi non sia sufficiente a gridare al lupo sul tema dell'inflazione vista l'enorme capacità inutilizzata in Usa ma che in prospettiva sia interessante seguire il tema degli aumenti minimi salariali di cui si inizia a parlare in tutto il mondo, dalla Germania alla Cina e persino in Usa.

Il presidente Obama ha portato il salario minimo di tutti gli impiegati federali a 10,10 dollari mentre a Seattle il sindaco ha firmato una legge che stabilisce per tutti i lavoratori della città un salario minimo di 15 dollari l'ora. In mancanza di una crescita del credito, che nel recente passato è stata ipertrofica, ci chiediamo se lo spauracchio di qualche decennio fa, cioè la crescita salariale, possa essere oggi la medicina per "far girare l'economia".

Di sicuro gli aumenti salariali dovranno essere compensati da aumenti di produttività per non andare a scapito della competitività delle imprese. Pensiamo però che la via maestra per un rilancio economico debba passare da una riduzione dell'imposizione fiscale per famiglie ed imprese, accompagnata da altrettanta riduzione di spesa pubblica "infruttifera". Ci auguriamo che tale via, intrapresa recentemente dal Governo spagnolo, possa essere intrapresa anche dagli altri paesi della zona Euro ed in particolare dal nostro.



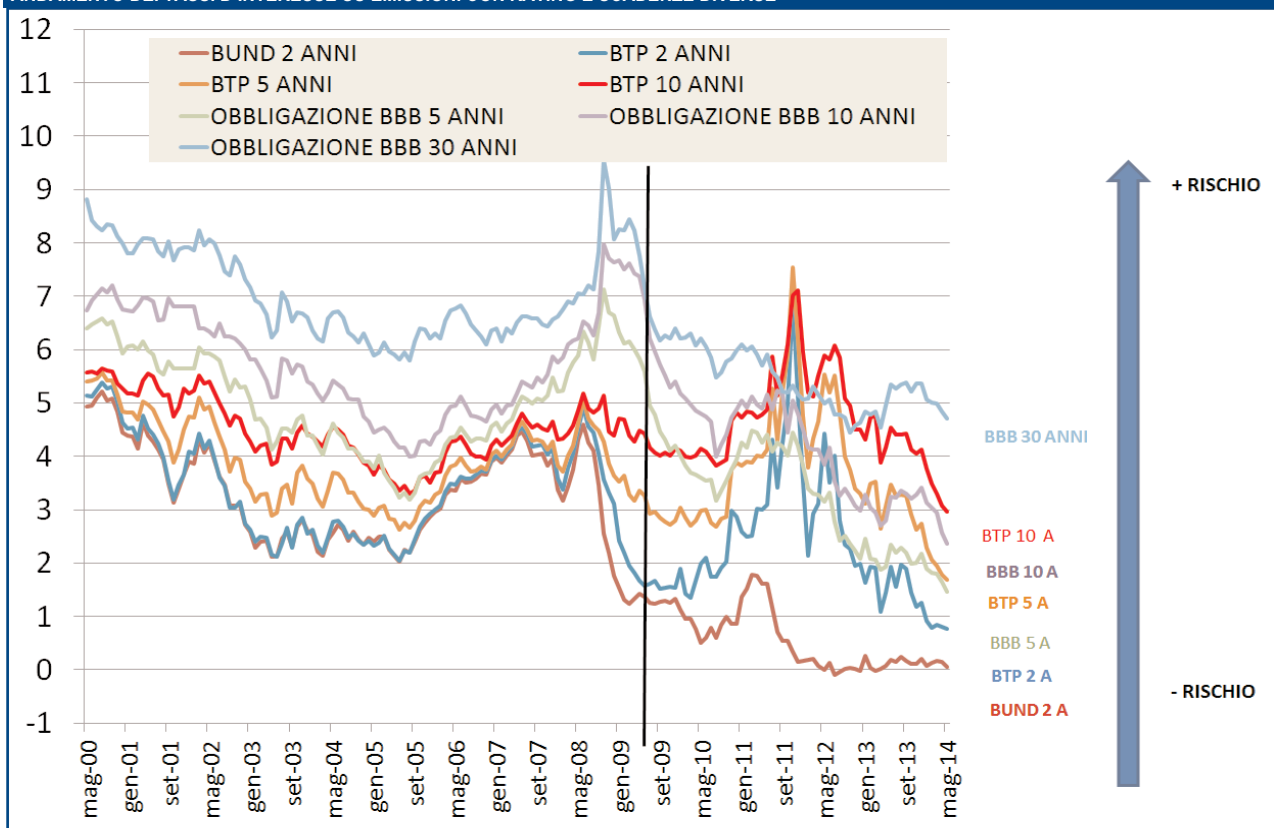


Happy days? Lo vedremo “day by day”!

L’attuale contesto di “financial repression” dovuto a una politica monetaria ultra accomodante in gran parte del globo ha contribuito a generare rendimenti storicamente bassissimi su tutte le tipologie di investimenti obbligazionari ed in particolare sulle obbligazioni Investment Grade che in passato rappresentavano l’asset class principale per la creazione di redditività di un portafoglio conservativo. Il mondo è cambiato e nel mondo obbligazionario ottenere un rendimento a scadenza simile a quello a cui gli investitori erano abituati sino a qualche anno fa, richiede oggi una maggiore assunzione di rischio.

Agli inizi del 2000 per ottenere un rendimento a scadenza superiore al 3-4 per cento sarebbe stato sufficiente investire in BTP a 2 anni o addirittura in Bund a 2 anni; oggi per ottenere lo stesso rendimento occorre allungare di molto la scadenza finanziaria del portafoglio con un aumento del rischio legato ai tassi di interesse oppure aumentare la percentuale investita in obbligazioni rischiose di più bassa qualità (rischio di credito). Tali modalità di “ricerca del rendimento” ci preoccupano particolarmente in quanto stanno contrapponendosi ai fondamentali di mercato. In particolare sul fronte tassi è **quantomeno insolito verificare la discordanza fra un miglior andamento dell’economia (in USA o in Inghilterra) con anche una moderata inflazione in rialzo e rendimenti obbligazionari che stazionano su livelli reali negativi o quasi.**

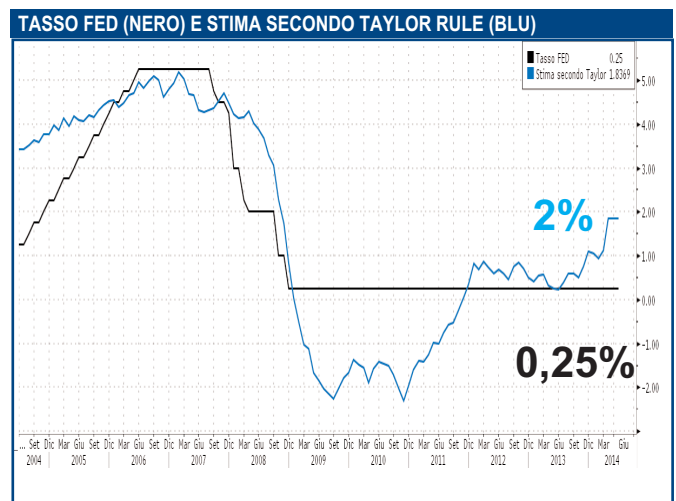
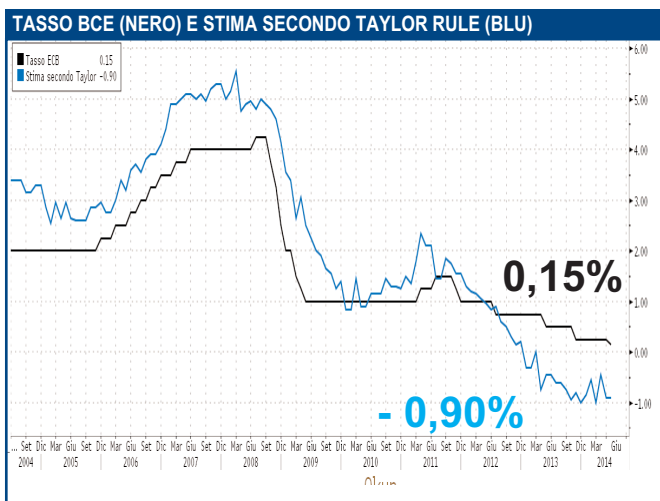
ANDAMENTO DEI TASSI D’INTERESSE SU EMISSIONI CON RATING E SCADENZE DIVERSE



Sarà forse l'effetto del New Normal o, forse più, per la repressione finanziaria di stampo FED che, distorto la realtà (anche per una precisa volontà politica) mantiene basse le aspettative di crescita ed inflazione per giustificare l'era dei tassi a zero. Crediamo però che quando saremo in presenza di un PIL consolidato al 2,5/3% ed un'inflazione in salita di un altrettanto 2,5/3%, difficilmente si potranno giustificare negli Stati Uniti rendimenti sulle parti lunghe delle curve dei tassi che sono soltanto la metà della somma dei due valori, cioè la metà di quanto dovrebbe essere un **rendimento nominale "normale"**. Questo almeno la storia ed il buon senso lo suggeriscono. Quando suonerà quindi il Big Ben della Fed (ma forse prima suonerà quello di Londra) con un **rialzo dei tassi**, torneremo bruscamente con i piedi per terra.

Dobbiamo riconoscere che se gli investimenti in obbligazioni non rappresentano più una buona opportunità, non per questo dobbiamo buttarci a capofitto su investimenti azionari il cui rialzo degli utili assoluti stenta ancora a decollare, coerentemente con un'economia reale di basso profilo. Anche perché, se davvero si verificherà una crescita economica più sostenuta, probabilmente sia le obbligazioni ma anche le azioni soffriranno perché gli investitori saranno maggiormente preoccupati dal rialzo dei tassi, prima di poter trovare rassicurazione da un rialzo degli utili. Ma al momento una situazione come quella esposta è prematura. Oggi **la spinta delle due variabili di tassi "forzatamente" bassi e (prospettiva di) crescita economica in lento, graduale ma costante miglioramento, inducono a pensare al proseguimento degli "happy days" per la finanza, sempre alla ricerca del così detto "pasto gratis". Correzioni improvvise potranno sempre capitare ma difficilmente assisteremo ad un'inversione di tendenza.**

I nostri consulenti americani di **Strategas** parlano da tempo dell'**effetto "TINA"** (There Is No Alternative) che altro non è che un "nuovo metodo per un nuovo mondo" che non può più prescindere dall'investimento azionario. Ciò potrà essere, appunto, ma per evitare cocenti disillusioni, crediamo sia opportuno ridefinire il rischio dei portafogli prendendo in considerazione strategie orientate al reddito ma che possano sfruttare le opportunità potenziali di tipo azionario, con una gestione del rischio molto attenta, al fine di controllare la volatilità complessiva dell'investimento, anche con strategie molto più flessibili che in passato.





Tra le strategie da preferire in un contesto di bassa crescita e bassa inflazione come quella attuale, i **titoli azionari a dividendo orientati alla crescita** possono costituire un'ottima alternativa. A questa possono aggiungersi altre efficienti modalità di investimento (ad esempio che sfruttino il mondo delle opzioni) per costruire portafogli prudenziali ma slegati dalla logica classica di portafoglio obbligazionario. Inoltre, *la storia insegna che le azioni di elevata qualità e ad alto rendimento realizzano nel tempo una performance superiore al mercato azionario più ampio nei **periodi di crescita lenta e bassi tassi d'interesse***. Un portafoglio globale ben selezionato, composto da titoli azionari di società di qualità che pagano elevati dividendi potrebbe rendere oggi molto di più rispetto ad un portafoglio che investe in titoli di stato, se ovviamente viene valutato nel corretto orizzonte temporale. Il flusso reddituale da dividendi può aiutare a fronteggiare **possibili rialzi dell'inflazione** perché i dividendi vengono pagati (di solito) ricorrendo ai profitti societari e le società con solidi modelli aziendali possono aumentare il prezzo dei loro prodotti nei periodi di elevata inflazione per riallineare i propri fatturati. Dobbiamo aggiungere anche l'avvertenza di proteggersi, oltre che con una sempre salutare diversificazione, anche con l'utilizzo di **strumenti di investimento legati alla volatilità**, visto che è una delle poche attività che è davvero a buon mercato.

Sarà necessario quindi verificare giorno per giorno la tenuta degli "happy days" della finanza. A forza di "mangiare pasti gratis", qualcuno prima o poi presenterà il conto da pagare. Se questo conto verrà portato da un rialzo dei tassi giustificato da un concreto miglioramento economico, allora ben venga. Sarà turbolento ma gestibile, così come è avvenuto in passato. Se invece verrà portato da una nuova caduta economica o da una recessione mondiale, sarà difficile gestire l'alto indebitamento sin qui raggiunto. Manteniamo però almeno la consapevolezza che *"la vita è più facile se si teme soltanto un giorno alla volta"* (Charles Schulz).



massimo.jakelich@azimut.it

rosario.antonio.zammuto@azimut.it

25 Giugno 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.