

LA ROSA DEI VENTI

10 ottobre 2017

Cash Flow

Le sette sorelle

Il secolo scorso fu dominato, per lunghi decenni, dal monopolio delle “sette sorelle”, neologismo coniato da Enrico Mattei per identificare le principali compagnie del tempo che dominarono per fatturato, dagli anni quaranta alla crisi del 1973, la produzione petrolifera mondiale. Con il loro oligopolio perfetto dominavano il mercato, producendo ingenti flussi di cassa che venivano destinati in buona parte agli investimenti per nuovi giacimenti e per il resto in lauti dividendi. Ma l'estrema volatilità del prezzo del petrolio e la lunga fase di prezzi bassi degli ultimi anni hanno impedito ai giganti dell'oro nero di continuare ad accumulare gli ingenti cash flows così come avvenuto in passato.

Sono subentrate oggi le grandi aziende della tecnologia come i nuovi dominatori del mercato. I considerevoli investimenti produttivi del settore web-tech sono ben lontani dalle risorse necessarie allo sviluppo dei grandi giacimenti petroliferi. Inoltre ogni aggiornamento tecnologico di prodotto o di processo comporta investimenti marginali via via minori, consentendo la creazione di enormi flussi di cassa. La marginalità industriale di queste aziende viaggia tipicamente su livelli che superano ampiamente un terzo del giro di affari. Spesati gli investimenti e pagati i pochi oneri finanziari su debiti mediamente contenuti, tutto il resto è cassa libera in cerca di impieghi. Lo sbocco inevitabile diventa allora la gestione della liquidità in strumenti finanziari che valgono oramai in media la metà dei loro bilanci.





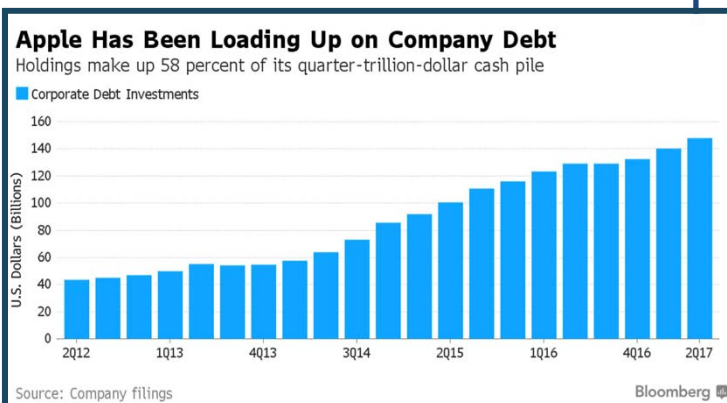
Collezionisti di debito

Secondo un'analisi del Financial Times, dalla crisi finanziaria del 2008, sono emersi nuovi compratori nell'enorme "oceano" di 8,6 trilioni di dollari di corporate bonds. Non sono i tradizionali asset managers, prudenti fondi pensione o spericolati hedge funds ma sono le stesse aziende che hanno collocato il loro stesso debito sotto forma di titoli obbligazionari. Le prime trenta aziende americane hanno ammassato, in liquidità, obbligazioni e altri tipi di investimenti non produttivi ma finanziari, qualcosa come 1,2 trilioni di dollari. Valutando in prospettiva questo dato, se questa liquidità finanziaria la considerassimo il prodotto interno lordo di un Paese, si classificherebbe nel ranking dei primi dieci Stati mondiali; concentrata però nelle mani di solamente trenta aziende. Non c'è alcun dubbio che questi colossi siano diventati una forza nei mercati finanziari, assumendosi rischi che vanno però ben oltre il loro core business.

La Mela di Cupertino e le "nuove sorelle"

Chi sta in cima a questa montagna di liquidità, con qualcosa come 250 miliardi di usd, è un insospettabile quanto per sua natura e sua missione aziendale. Apple non è solo il protagonista della rivoluzione tecnologica che ha condizionato la vita di molti, ma si è trasformata oramai in una sorta di holding finanziaria globale.

I flussi di cassa prodotti dalla forza delle vendite dei suoi prodotti sono superiori a sessanta miliardi di dollari. Di questi solamente dodici, il 20% dei ricavi, vanno a finanziare gli investimenti. L'eccedenza finisce di conseguenza in attività finanziarie. Dal proprio business tipico arrivano talmente tanti flussi di cassa in eccedenza rispetto agli investimenti che hanno portato Apple a trasformarsi in un gigante finanziario con una metamorfosi così profonda e veloce che ha di fatto accompagnato la riscossa dei mercati post fallimento Lehman, beneficiandola e beneficiandone. Più borse e titoli a tasso fisso salgono, più Apple vede crescere il proprio bilancio. Nel 2008 gli investimenti finanziari ammontavano a 23 miliardi di dollari. In un decennio l'azienda di Cupertino ha moltiplicato per dieci la sua massa finanziaria. Ma Apple è solamente la punta dell'iceberg, il caso più emblematico.

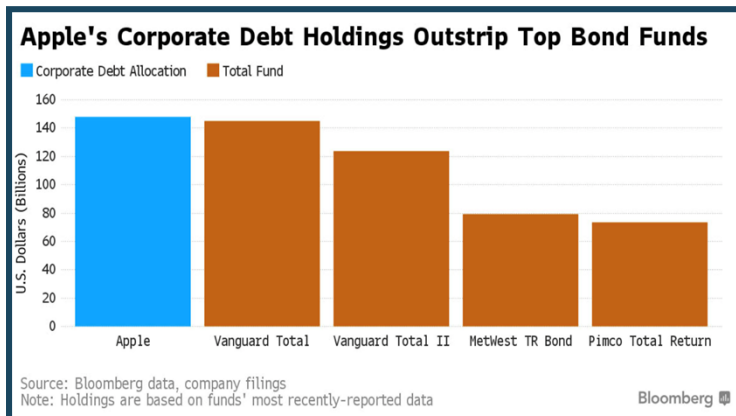


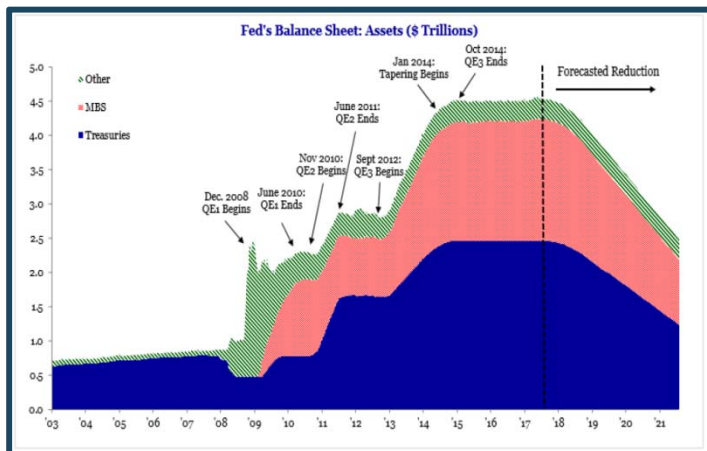


Google, oggi Alphabet, ha un portafoglio finanziario, fra bond e cassa, di cento miliardi di dollari mentre dieci anni fa ne conteggiava quindici. Anche in questo caso la necessità di finanziare nuovi investimenti è nettamente inferiore al volume dei ricavi, consentendole di incrementare costantemente la propria disponibilità di cassa investita in titoli finanziari. Facebook ne detiene per 35 miliardi, quasi la metà del proprio bilancio. Amazon è passata dai 900 milioni del 2008 agli 8,2 miliardi conteggiati nell'ultimo bilancio, con ulteriori 13 miliardi di cassa liquida. I 120 miliardi di dollari di investimenti finanziari rappresentano, per Microsoft, il 50% dei propri attivi. I grandi colossi dell'high tech (ma non solo), sono ora per metà produttori di beni e servizi ad alto valore aggiunto e per l'altra metà grandi fondi di investimento, al pari dei colossi dell'Asset Management mondiale. Messe assieme, queste "nuove sorelle" del ventunesimo secolo, detengono oltre cinquecento miliardi di dollari in titoli finanziari, quasi esclusivamente in obbligazioni societarie.

Game Changer

La politica ultra espansiva tenuta dalle Banche Centrali negli ultimi dieci anni, peraltro ancora in corso per molte di esse, ha reso la gestione della liquidità e degli investimenti monetari sempre meno attraenti. Con questa montagna di liquidità remunerata sempre meno, queste aziende si sono avventurate negli angoli più rischiosi dei mercati finanziari, stabilendo, per alcune, propri trading desk che gestiscono oggi operazioni multi miliardarie di asset management e di affidamenti, attività tipiche del mondo della finanza. Dato il rally dei titoli obbligazionari dei recenti anni, le aziende sono sedute oggi su notevoli plusvalenze del portafoglio finanziario che ha contribuito ulteriormente ad incrementarne il monte utili. Ma la Fed ha iniziato ad alzare i tassi di interesse, seppur molto molto lentamente, anticipando l'inizio della rimozione degli stimoli monetari. Sarà un processo di lungo termine ma che poco alla volta coinvolgerà anche le altre Banche Centrali e quelle europee potrebbero essere le prossime a seguirne le orme.





La sensitività degli investimenti obbligazionari ad un “cambio di gioco” da parte delle Banche Centrali è forse il primo rischio per le imprese con grandi eccessi di liquidità investiti su corporate debt ed in generale su titoli a tasso fisso. A questo aspetto si aggiunge una argomentazione fiscale: gli Stati Uniti tassano i redditi globali delle proprie multinazionali permettendo loro però di differire il pagamento indefinitivamente sui profitti che sono reinvestiti all'estero. Come conseguenza, gli enormi cash flow detenuti in corporate bonds dalle Companies americane sono cresciuti rapidamente negli ultimi cinque anni nelle giurisdizioni con regimi fiscali più favorevoli come l'Irlanda o le Bermuda. L'attuale amministrazione Trump, pur non avendo ancora definito con chiarezza la propria proposta di riforma fiscale, pare seriamente intenzionata ad individuare un sistema che incoraggi le aziende americane a riportare in madre patria sia le attività che i profitti oggi “parcheggiati” all'estero.

Questa possibilità, abbinata ad un cambio di regime da parte della Fed, apre la strada a scenari più complicati per i colossi del tech divenuti anche holding finanziarie che potrebbero vedersi costrette alla liquidazione o riduzione dei propri portafogli titoli.

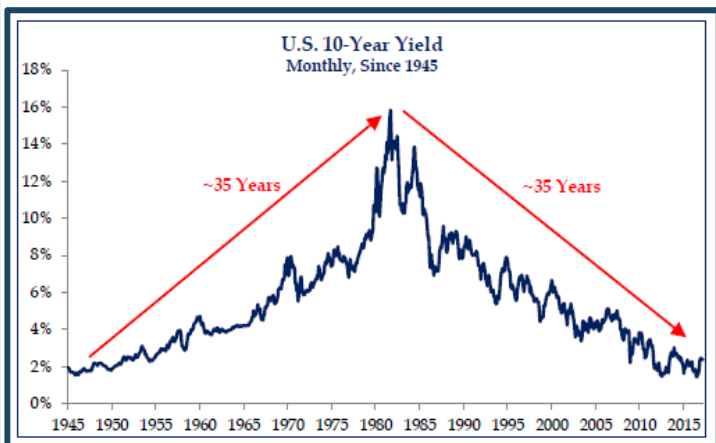
Uno sguardo sopra l'orizzonte

L'enorme liquidità impiegata in asset finanziari o comunque in modalità poco attinenti alla propria attività tipica, se da un lato rappresenta un rischio, dall'altro consente però a queste aziende di disporre di ingenti risorse da destinare a ricerca e sviluppo verso idee innovative e futuristiche. La sperimentazione dell'intelligenza artificiale, della robotica, della guida autonoma passano dagli investimenti di questi attori che si muovono in campi anche molto lontani dal proprio core business. Più che dagli Stati, con i propri investimenti pubblici, il futuro dell'uomo viene scritto dalle aziende private che sostengono le menti dei propri ricercatori. Spesso ci si domanda se le valutazioni di questi titoli siano oggi troppo care e se siano ancora sostenibili. Probabilmente un po' è vero se ci si confronta con metriche del passato, un po' meno se si attribuisce un valore a come queste aziende potrebbero condizionare il nostro futuro oggi difficilmente ipotizzabile. Senza voler enfatizzare questo ragionamento, è quindi difficile poter pensare di abbandonare chi oggi ha così elevate risorse e lungimiranza di visione.



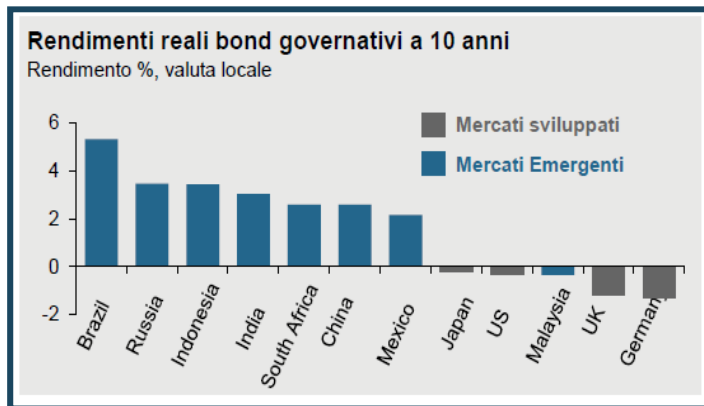
Occorre quindi un po' affidarsi, un po' controllare cosa si stia facendo ma soprattutto sforzarsi di alzare il proprio sguardo verso un orizzonte più lontano di quello che normalmente siamo abituati ad utilizzare e che normalmente ci rassicura.

Crescita economia moderatamente positiva, non troppo forte da portare inflazione (che condizionerebbe i tassi di interesse ad una veloce salita) ma neppure troppo debole (da aumentare il timore per una prossima recessione) sono una combinazione eccezionalmente positiva per i mercati finanziari. Continuiamo a pensare che questo contesto sia favorevole ai mercati azionari ed in generale ai "risky assets" (credito corporate, materie prime, mercati emergenti). Questo scenario da "riccioli d'oro", da "goldilocks" come spesso viene chiamato sarà eterno? Certamente no. Dobbiamo essere consapevoli che i mercati finanziari non sono sicuramente a buon mercato. Ma fra tutti, i mercati obbligazionari sono sicuramente quelli con le peggiori valutazioni, considerando quanti titoli a rendimento negativo (non solo reale ma nominale) possiamo trovare ancora sul mercato.



Cosa fare sui portafogli

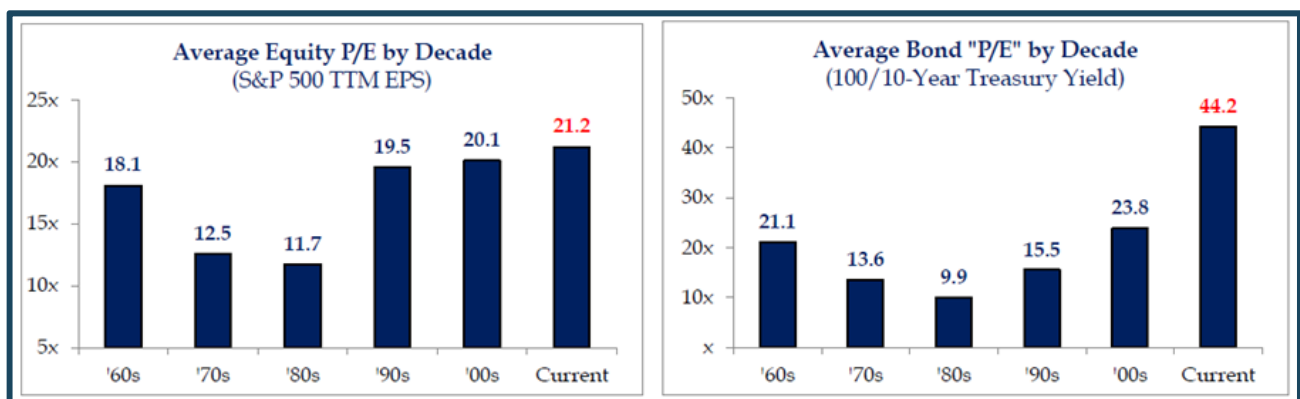
La crescita economica internazionale continua a mantenersi su di un percorso positivo che vede coinvolte tutte le diverse aree del pianeta, in un processo sincrono che raramente è dato da vedere. Gli Stati Uniti hanno rallentato un po' il passo ma in compenso si sta rafforzando la congiuntura europea, mentre diverse aree emergenti evidenziano una migliore dinamica dei consumi interni e beneficiano del moderato rafforzamento delle materie prime. Nonostante questo contesto economico positivo, l'inflazione rimane moderata, consentendo alle Banche Centrali un disimpegno estremamente morbido dall'ultra espansiva politica monetaria dell'ultimo decennio.





Fintanto che si mantengono le condizioni sopra riportate, una riduzione drastica del “rassicurante” portafoglio obbligazionario può essere evitata ma l’aspettativa che questo potrà generare i ritorni di rendimento degli ultimi anni è molto improbabile. Dovremo abituarci a rivedere un po’ le nostre certezze, cercando di individuare più nei mercati del capitale che del debito le buone opportunità di investimento, sforzandoci ad alzare lo sguardo su un orizzonte di tempo più lungo che ci permetta di contenere l’emotività che la maggior volatilità potrà generare.

Una strategia di riduzione graduale ma costante della componente obbligazionaria, peraltro sui massimi prezzi di realizzo, per quella parte del portafoglio di cui non dobbiamo ragionevolmente disporre nei prossimi anni, sembra ragionevole e di buon senso, a favore di una altrettanto graduale ma costante accumulazione di componente azionaria, anche per il tramite di strumenti previdenziali (che consentono oltretutto innumerevoli benefici fiscali). Da guardare con favore anche il mondo delle start up ed in generale dei titoli che oggi non sono ancora quotati sui mercati ma che potranno rappresentare, in futuro, il “nuovo equity del 21° secolo”.



massimo.jakelich@azimut.it

10 ottobre 2017



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.

Il presente documento è riservato esclusivamente ai soggetti collocatori. Leggere attentamente il Prospetto Informativo prima dell'adesione. Le informazioni contenute in questa pubblicazione non costituiscono un'offerta ma hanno solo uno scopo informativo. Non vi è nessuna garanzia di ottenere uguali rendimenti per il futuro.