Asset Allocation

Ottobre 2018

Aggiornamento Annuale

Outlook 2019

Guerra commerciale, politica monetaria restrittiva, crolli valutari: come investire oggi?

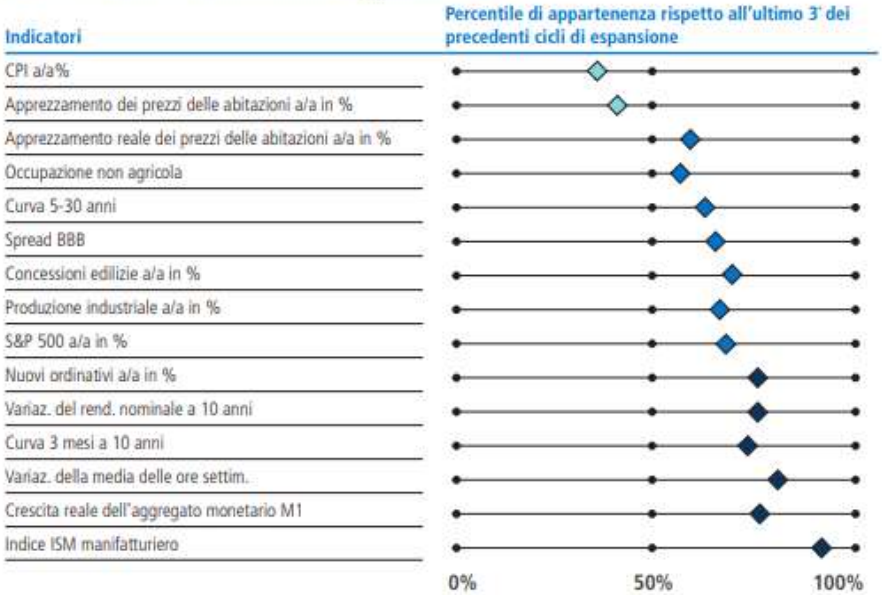
Numerosi segnali preannunciavano un mutamento generale del clima d'investimento: la Federal Reserve continua col suo processo d'innalzamento dei tassi, la BCE termina definitivamente il suo QE. In tutto questo, la guerra commerciale porta il dollaro alle stelle e crea forti problemi di deficit ai paesi emergenti.

AUTORE

Gabriele Galletta
Chief investment Officer
Co-founder
Tax Consultant

Il clima globale economico è in veloce cambiamento, analizzando alcuni dei più importanti "*leading indicators*", o indicatori anticipatori, i quali segnalano fortemente un surriscaldamento dell'economia globale.

Grafico 1: Numerosi indicatori economici appaiono surriscaldati



Fonte: Haver Analytics, Bloomberg, PIMCO, al 30 luglio 2018. I rombi nel grafico indicano il valore di ciascun indicatore come percentuale rispetto a precedenti terze fasi di espansioni a partire dal 1968.

Il presente Outlook vuole analizzare compiutamente i principali fattori di rischio presenti ad oggi, e per il prossimo anno, sul mercato finanziario e sul contesto economico globale. Al contempo, vuole presentare alcune interessante opportunità di rendimento ad oggi formatesi, cercando di prevedere lo sviluppo prossimo dei mercati.

I fattori di rischio chiave

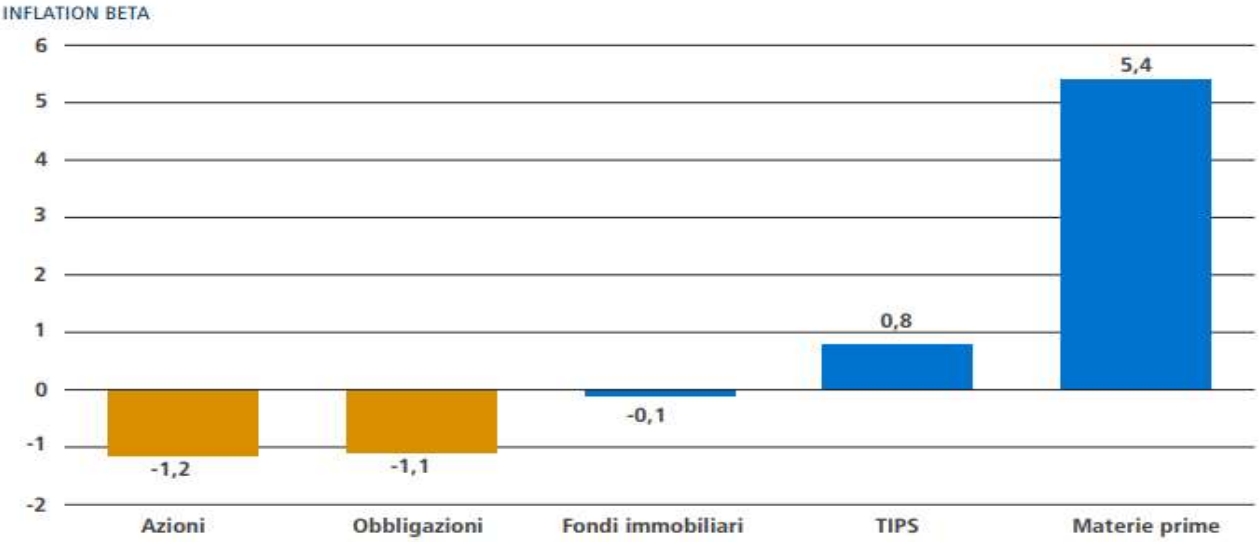
L'INFLAZIONE

La Federal Reserve, contro le volontà del presidente Trump, ha recentemente portato i tassi sui Fed Funds al 2-2,25%, dall'1,75-2%, e ha segnalato - in quello che appare in realtà come un cambiamento di linguaggio - che la politica monetaria non è più espansiva del mercato del mercato del lavoro e un ritorno sostenuto a un'inflazione del 2%».

Dal comunicato ufficiale è infatti caduta la frase, presente fino ad agosto, che recitava: Dal comunicato ufficiale è infatti caduta la frase, presente fino ad agosto, che recitava: «*L'orientamento della politica monetaria resta accomodante, e sostiene così le forti condizioni del mercato del mercato del lavoro e un ritorno sostenuto a un'inflazione del 2%*».

È un passo storico, un cambio epocale, perchè, per la prima volta dalla grande crisi del 2009, la FED abbandona il suo linguaggio "tipico", relativo ad una politica sempre "accomodante". Il motivo per cui la FED continua il suo processo di innalzamento senza sosta e, oltre ciò, dichiara apertamente di non seguire più una politica monetaria espansiva sta sicuramente nell'accelerazione **dell'inflazione** e in proiezioni macroeconomiche che puntano ad una crescita superiore alle aspettative, dopo i buoni risultati del primo semestre (3,1% contro il 2,8% indicato a giugno). In periodi di inflazione medio-alta gli asset classici, come azioni e obbligazioni, tendono a "fare male". L'Inflation Beta è una misura della sensibilità dei rendimenti di un attivo alle variazioni osservate dell'inflazione: gli attivi reali tendono a evidenziare un inflation beta positivo,

Grafico 2: Materie prime, TIPS e REIT tendono a essere maggiormente correlati all'inflazione di azioni ed obbligazioni ex TIPS



L'inflation beta è una misura della sensibilità dei rendimenti di un attivo alle variazioni osservate dell'inflazione. Gli attivi reali tendono a evidenziare inflation beta positivi, mentre gli attivi nominali presentano di norma una correlazione negativa con l'inflazione. Ciò avviene in particolare nel corso di periodi più lunghi.

Esempio ipotetico a scopo puramente illustrativo

Fonte: Bloomberg, PIMCO, Kenneth French; marzo 1974 - giugno 2018

Beta al variare dell'inflazione in base alle regressioni dei rendimenti annuali mobili della classe di attivo su base trimestrale, confrontato con le variazioni del tasso d'inflazione annuo (CPI USA). TIPS rappresentati dal Bloomberg Barclays U.S. TIPS TR Index (marzo 1997 - giugno 2018). Materie prime (il Composite Commodity Index rappresenta un indice total return interamente collateralizzato, la cui metodologia si basa sullo studio di Ibbotson intitolato "Strategic Asset Allocation and Commodities" (2006)). Il modello dell'indice è equiponderato e ribilanciato mensilmente ed è composto dai sei seguenti indici di materie prime: S&P Goldman Sachs Commodity Index Total Return dal 1970, Dow Jones-UBS Commodity Index Total Return dal 1991, Reuters/Jefferies CRB Total Return Index dal 1994, Gorton and Rouwenhorst Commodity Total Return Index (1959-2007), JPMorgan Commodity Futures Index (1970-2001) e Credit Suisse Commodity Benchmark Total Return Index dal 2001. Obbligazioni rappresentate dal Barclays Intermediate Government Bond TR Index. Azioni rappresentate dall'S&P500 TR; valute emergenti rappresentate dal J.P. Morgan ELMI+ Composite Index; REIT rappresentati dal FTSE NAREIT All Equity REITs Total Return Index.

mentre gli attivi nominali presentano di norma una correlazione negativa con l'inflazione, particolarmente forte in periodi lungi.

LA CURVA DEI RENDIMENTI

La ripresa globale è stata consentita dall'enorme supporto fornito costantemente dalle politiche monetarie nelle principali economie avanzate.

I mercati finanziari hanno supposto da sempre che la Fed sarebbe riuscita a normalizzare la politica monetaria in modo graduale e controllato: in particolare, hanno da sempre ipotizzato che la crescita salariale (e quindi inflattiva) si potesse stabilizzare attorno ad un valore "neutro"; così come hanno sempre pensato che i moltiplicatori monetari e la crescita del credito non potessero accelerare oltre misura. E, infine, che sarebbero bastati soltanto alcuni altri rialzi dei tassi d'interesse e che una lenta stretta quantitativa avrebbe comunque avuto un impatto limitato sui prezzi degli asset.

Il programma di disinvestimento della Fed

FRANKLIN TEMPLETON INVESTMENTS

Figura 1: *Runoff* dei Treasury USA della Fed
agosto 2017–dicembre 2020 (stima)

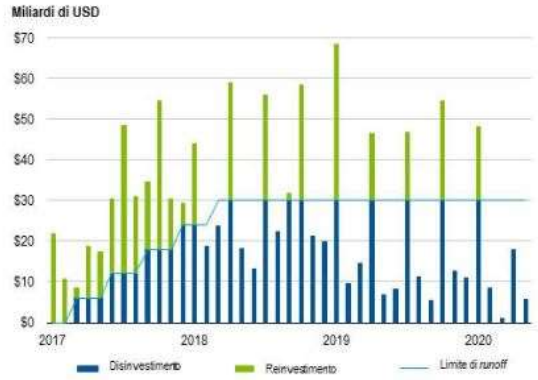
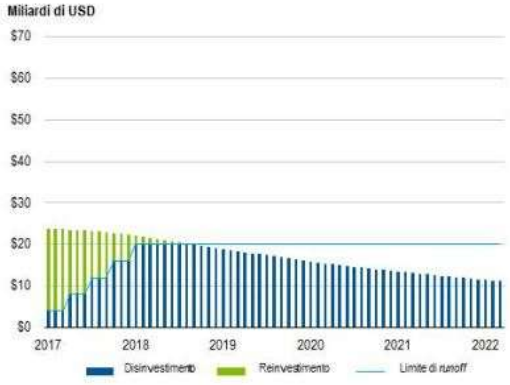


Figura 2: Rimborsi previsti di MDS da parte della Fed
ottobre 2017–dicembre 2022 (stima)



La Fed ha presentato già da tempo piani di riduzione del suo bilancio, le cui dimensioni sono più che quadruplicate dalla crisi finanziaria globale. L'enorme espansione pluriennale del bilancio della Fed ha avuto un potente effetto riconosciuto sui mercati finanziari, riducendo i rendimenti dei governativi ed appiattendo la loro curva.

Negli ultimi otto anni, la Fed ha attuato un esperimento di allentamento monetario senza precedenti, combinando una politica di tassi d'interesse zero con parecchi cicli di allentamento quantitativo (QE), che hanno determinato una massiccia espansione del suo bilancio.

Sostanzialmente, è accaduto questo.

La Federal Reserve ha iniziato dapprima un forte processo di disinvestimento dei titoli prima acquistati, per poi iniziare un processo di "normalizzazione" dei tassi di interesse: se tutto dovesse andare secondo i piani, entro il 2020 la maggior parte della stretta sarà stata attuata.

Secondo, per esempio, gli analisti di Franklin Templeton, "il bilancio della Fed è destinato a ridursi di 1,3 trilioni di dollari statunitensi nei prossimi tre anni, con rimborsi di Treasury ed MBS (mortgage Backed Securities) nel 2018–2020 pari rispettivamente ad un totale di 700 e 630 miliardi di dollari statunitensi"

LA CORRELAZIONE AZIONI/OBBLIGAZIONI

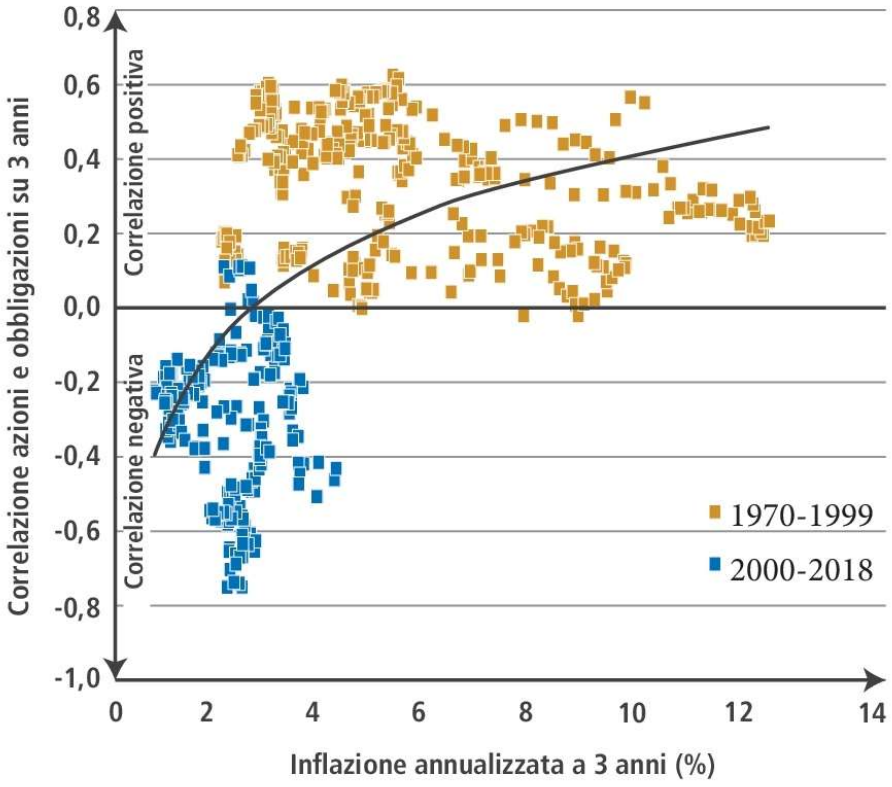
È oramai ampiamente dimostrato che, in periodi di inflazione superiore alla media, le obbligazioni tendono a divenire strumenti meno affidabili per diversificare gli attivi rischiosi.

La correlazione tra azioni e obbligazioni, come mostra la figura 5, in contesti in cui l'inflazione cresce a ritmi medi-alti, dal 4% annuo in poi, tende a divenire sempre più positiva.

In questo contesto, dopo dieci lunghi anni, gli investitori si sono assopiti su posizioni "lunghe" su ogni tipo di asset finanziario.

Tutte le problematiche del mondo globalizzato sono state anestetizzate sotto fiumi e fiumi di liquidità e un cambio radicale, "disruptive", di politica monetaria può portare numerosi fattori di rischio.

Uno di questi resta la dispersione dei rendimenti delle diverse classi di attivo, suddivise per comparto settoriale, geografico o valutario.



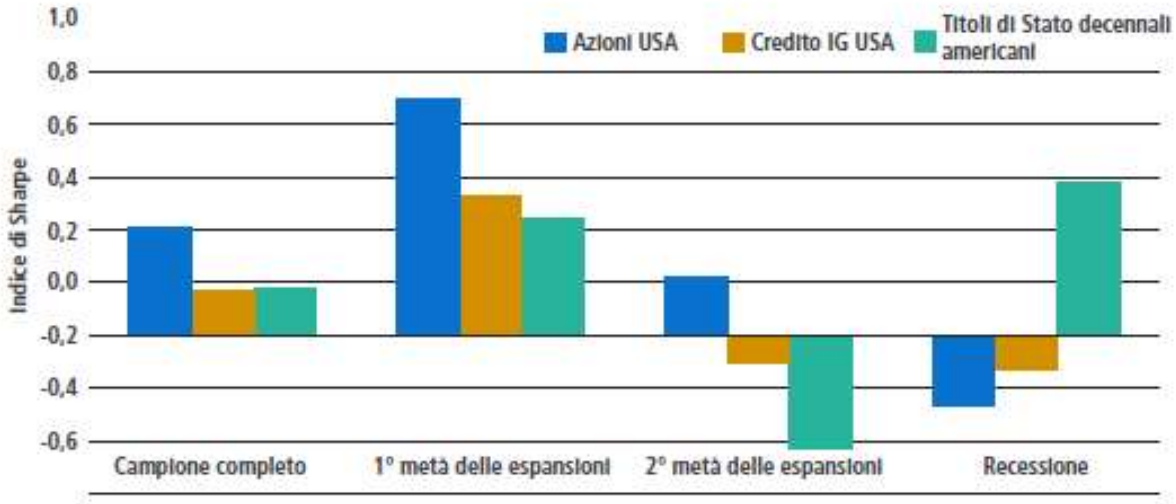
La conseguenza naturale risulta essere che le obbligazioni divengono uno strumento poco adatto per diversificare e, soprattutto, de-correlare il rischio azionari. Quindi, il mutamento del contesto generale impone dei cambi di atteggiamento degli investitori, che, a mio avviso, **dovrebbero tenere d'occhio alcune classi di attivo differenti, al fine di rendere più efficienti i propri portafoglio d'investimento.**

Gli effetti del cd. "dollaro forte", assieme alle difficoltà commerciali dei paesi emergenti e al problema inflazione, stanno spingendo molto sulla differenziazione dei rendimenti delle classi di rischio.

Gli investitori più accorti si saranno sicuramente resi conto che, a fronte di rendimento sopra la media del mercato americano, spinto anche dalle espansioni fiscali volute, le borse europee e asiatiche hanno fatto molta fatica a tenere il passo.

LA DISPERSIONE

RENDIMENTI DEI FATTORI DI RISCHIO SULL'ARCO DEL CICLO ECONOMICO (1955–2017)



Al 31 dicembre 2017. Fonte: PIMCO; Gurkaynak, R., Sack, B. e Wright, J. (2006) FEDS paper; Kenneth French Data Library; NBER. Per maggiori dettagli sulle fonti dei dati cfr. sotto.

Gli extra-rendimenti storici relativamente alla serie dei titoli di Stato americani sono calcolati a partire dai par rate stimati da Gurkaynak, Sack e Wright (si veda l'approfondimento sottol sulla base della serie "H15" dei rendimenti a scadenza costante fornita dalla Federal Reserve e Ibbotson Associates. Dopo il 1988, la serie dei titoli di Stato americani biennali, quinquennali e decennali è raccordata con gli extra-rendimenti del Barclays U.S. Treasury 1 to 3-year Index, Barclays U.S. Treasury 3 to 5-year Index e Barclays U.S. Treasury 7 to 10-year Index.

Azioni USA: per il periodo 1955-1969, la performance complessiva delle azioni statunitensi è rappresentata dal fattore di mercato tratto dalla Kenneth French Data Library. Fra il 1973 e il 1987, la performance complessiva delle azioni statunitensi corrisponde a quella dell'MSCI USA Index. Dopo il 1988, le azioni USA sono rappresentate dall'extra-rendimento dell'S&P 500. Gli extra-rendimenti rispetto ai titoli di Stato americani e alle azioni prima del 1988 sono calcolati usando il tasso effettivo sui federal fund.

Gli extra-rendimenti del credito statunitense sono calcolati rispetto ai titoli di Stato americani di uguale duration (tutti gli altri sono calcolati rispetto alla liquidità). La storia degli extra-rendimenti offerti dal comparto del credito statunitense comincia nel 1973.

Recessioni ed espansioni intese secondo la definizione datane dal NBER. Dividiamo le espansioni in due parti uguali dell'anno solare e presentiamo anche gli indici di Sharpe relativi a questi sottoperiodi.

Gurkaynak, R., Sack, B. e Wright, J. (2006) "The US Treasury Yield Curve: 1961 to the Present", FEDS paper 2006-28 Board of Governors of the Federal Reserve

Le opportunità di investimento

OBBLIGAZIONI INDICIZZATE

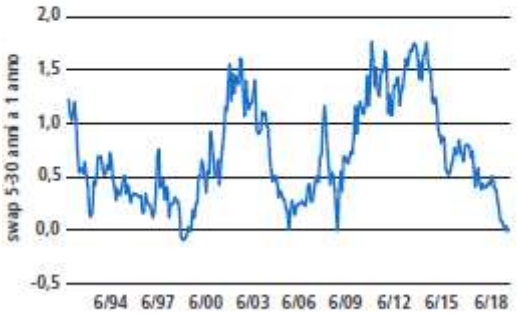
In primis, dalle valutazioni sopra esposte, pare chiaro che **obbligazioni indicizzate all'inflazione** possano offrire importanti coperture contro il rischio inflazione, anche se tutto ciò rimane valido nel momento in cui si riesce ad anticipare l'aumento dell'inflazione stessa.

Già in questo momento potremmo essere "in ritardo", nel comparto americano: il fattore Momentum gioca un ruolo essenziale, in questo caso, che è possibile cogliere solo analizzando i prezzi di produzione.

Chi è riuscito ad anticipare il nuovo ciclo inflattivo, soprattutto tramite obbligazioni a breve termine statunitensi, ha posto al riparo una buona fetta del portafoglio.

Figura 5: Performance storica dello steepener sulla curva degli swap 5-30 anni

	Steepener se gli swap 5-30 anni fra un anno ≤ all'attuale livello					
	Livello attuale (pb)	Rend	Vol	Indice di Sharpe	Accuratezza	N. di oss.
swap 5-30 anni a 1 anno	-3,3	74,4	15,0	5,0	100%	5



Fonte: PIMCO, Bloomberg, al 29 giugno 2018. Il grafico mostra l'andamento storico della curva 5-10 anni per il tasso forward swap a 1 anno sull'USD. Rend sta per rendimenti. Vol sta per volatilità. N. di oss. sta per numero di osservazioni.

Impulsi alla crescita e maggiore debito: che aspettativa dal DEF 2019?

AUTORE

Nonostante il crollo della borsa e l'aumento dello spread, il livello di deficit prospettato non porterà il paese verso il default, ovviamente: se il governo non "litegarà" ancora col mercato, è probabile che lo spread si assesterà su un livello elevato ma per ora sopportabile.

Diamo uno sguardo ai capitoli di spesa previsti dalla nota di variazione del DF2019.

1) 10 miliardi per finanziare l'adeguamento a 780 euro delle pensioni minime a 6,5 milioni di italiani.

2) L'introduzione di una flat tax al 15% per le piccole imprese. Questa misura dovrebbe essere in realtà una specie di estensione del regime forfettario già oggi esistente.

3) Superamento della Fornero con la possibilità di andare in pensione anticipatamente per circa 400.000 lavoratori.

DEF 2019 – Quali proposte?

Reddito di Cittadinanza – Aumento pensioni minime	10 mld circa
Flat Tax Autonomi e Piccole Imprese	2 mld circa
Superamento Fornero – Quota "cento"	12 mld circa
Clausole di salvaguardia	12 mld circa
Spese non derogabili	2 mld circa

Obiettivo Deficit/PIL 2,4%

Le altre misure, come il condono o lo stanziamento del fondo per le truffe bancarie, sono misure una tantum e non peseranno molto sul debito. Reddito di Cittadinanza e Flat Tax erga omnes sono difatti rimandati, visto che la spesa effettiva immediata per ora si concentra sulle pensioni e i pensionati.

È necessario poi approfondire la questione sui famosi "investimenti ad alto moltiplicatore". Sono stati stanziati 38 miliardi di euro a cui vanno sommati altri 15 miliardi: i 38 miliardi sono gli investimenti previsti per i prossimi 15 anni, mentre i nuovi 15 sono per i prossimi 3 anni.

Facendo un rapido calcolo, l'importo annuo maggiore quindi è di 5 miliardi di euro.
Considerando che un moltiplicatore di 1,3-1,5 è già molto alto, quei 5 miliardi non espanderanno di molto il PIL.

La maggiore spesa per pensioni minime andrà quasi sicuramente in consumi. Purtroppo, siamo in una economia aperta e in un'economia aperta gli effetti di espansioni fiscali sono fortemente limitati.

Perché una parte dei maggiori consumi andrà in acquisti di beni esteri, in quanto il moltiplicatore keynesiano, in economia aperta, si contrae a causa della presenza di m, propensione marginale all'importazione dei consumatori interni. Con effetti non di certo positivi sulla bilancia commerciale (più import, rispetto ad export).

$$\Delta Y = \frac{1}{1 - c + m} \Delta (C_0 + I_0 + G + X_0 - Q_0)$$

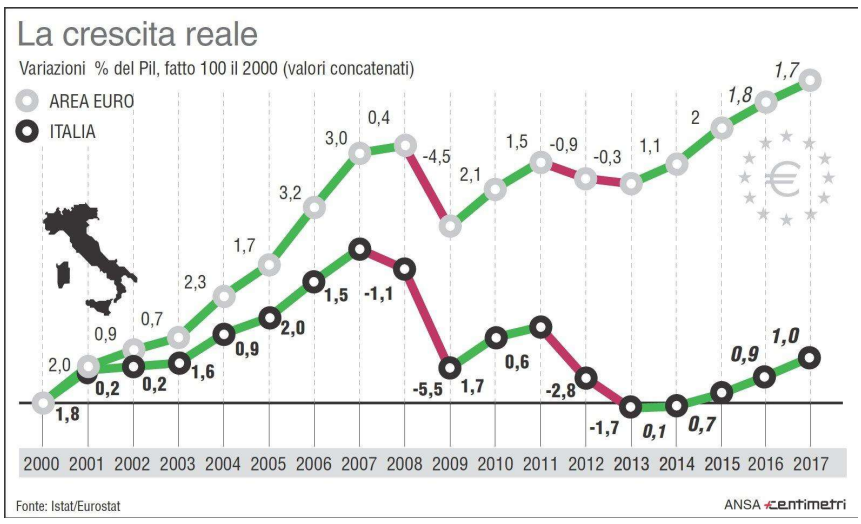
moltiplicatore del redddito — domanda autonoma

Di conseguenza, il moltiplicatore della spesa sarà molto più basso generando una moderata espansione economica, e un aumento maggiore rispetto al PIL del debito pubblico.

Questo aspetto, ovvero la spinta minore sulla crescita rispetto all'aumento del debito, vale anche per gli altri provvedimenti, a partire dalla flat tax. Perché l'aumento dello spread si porterà dietro nel loro rialzo tutti gli altri tassi d'interesse, sia pubblici che privati. E un aumento degli interessi privati, come potrebbero essere i prestiti bancari, **comporta un aumento del loro costo per i sottoscrittori.** Ciò incide sul livello di spesa per interessi del nuovo debito emesso che, a sua volta, potrebbe impattare sulla remunerazione eventuale di investimenti realizzati con quel nuovo debito, al netto degli oneri dell'aumento dei tassi. In economia, questo fenomeno si chiama effetto **spiazzamento sugli investimenti privati di rischio**, ovvero il motore ultimo della crescita.

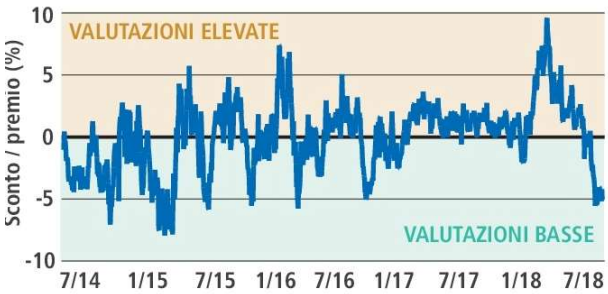
Un aumento dello spread, quindi, significa operativamente un aumento dei tassi d'interesse i quali a loro volta spiazzano gli investimenti privati riducendo l'attività economica complessiva.

Il rischio vero, allora, è di ritrovarci fra tre anni con un Pil cresciuto come sempre tra l'1 e l'1,5%.
Ma con povertà e occupazione agli stessi livelli attuali, se non peggiori per l'occupazione. Ma con in più un debito aumentato di almeno 1 o 2 punti percentuali. E questo se tutto dovesse andare bene, ovvero se le agenzie di rating non decidano in futuro di declassare il nostro debito.



MATERIE PRIME

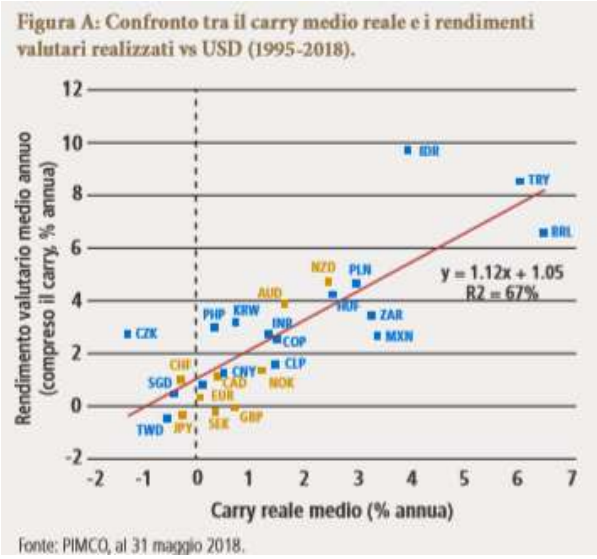
Altra importante attenzione bisognerebbe porla nei confronti delle materie prime e, in particolare, dell'oro: il metallo prezioso principe tende a sovraperformare ampiamente gli altri assets in contesti di alta avversione al rischio e in contesti di alta inflazione. Inoltre, le valutazioni dell'oro sono oggigiorno inferiori alla media, a causa delle tensioni commerciali mondiali, che lo pongono sottopressione sia come mezzo di scambio, sia a causa del rafforzamento del dollaro



De-correlare una buona parte del portafoglio attraverso l'investimento in oro è buona prassi, la fine di ridurre la volatilità di un investimento nel lungo periodo: oltre ciò, le materie prime oggi, grazie anche al ritorno dell'inflazione, possono portare rendimenti alternativi ai classici attivi di rischio che, come visto, tendono a soffrire maggiormente in periodi ad alta crescita dei prezzi.

VALUTE EMERGENTI

Discorso similare si potrebbe fare sulle valute emergenti, che quest'anno hanno scontato un *annus horribilis* a causa degli stessi fattori che hanno posto sottopressione l'oro: i mercati emergenti dipendono fortemente dal commercio globale e, allo stesso tempo, risentono ampiamente delle manovre restrittive di politica monetaria della FED.



Fonte: PIMCO, al 31 maggio 2018.

Concludendo, si può quindi affermare che il contesto a cui siamo stati abituati dal 2009 ad oggi sia già in mutamento, alla luce dei nuovi trend macroeconomici. Il ritorno dell'inflazione e, non menzionata ma meritevole di tale menzione, anche della volatilità, rischiano di porre sotto pressione i portafogli dei risparmiatori, forse troppo assopiti su posizioni lunghe su asset classici. È necessario quindi cogliere le opportunità del momento, pensando a come de-correlare il portafoglio. Al fine di rendere meno traumatico l'impatto della prossima recessione che, prima o poi (non sappiamo quando) arriverà.

I N V E S T I M E N T O
C U S T O D I T O
Società di Consulenza finanziaria

Avvertenze sulle informazioni relative ai servizi
Le informazioni presenti sul documento presente hanno natura di messaggio pubblicitario con finalità promozionale.

Avvertenze sulle informazioni finanziarie fornite
Le informazioni, i dati e le opinioni fornite attraverso questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede; in nessun caso, si potrà ritenere che questo documento abbia rilasciato attestazioni o garanzie, esplicite o implicite, in merito alla loro attendibilità, completezza o correttezza.
Lo scopo dei dati e delle informazioni è prettamente informativo e non rappresentano, in alcun modo, una sollecitazione all'investimento in strumenti finanziari.
Ogni opinione espressa può essere soggetta a cambiamenti o modifiche senza preavviso.
Qualsiasi decisione di investimento che venga presa in relazione all'utilizzo di informazioni ed analisi presenti sul documento è di esclusiva responsabilità dell'investitore, che deve considerare i contenuti del documento come strumenti di informazione, analisi e supporto alle decisioni.

Disclaimer Analisi Finanziarie Sezione Analisi e Ricerche
Il documento deve essere inteso come fonte di informazione e non può, in nessun caso, essere considerato un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di prodotti finanziari. Le informazioni contenute in questo documento sono frutto di notizie e opinioni che possono essere modificate in qualsiasi momento senza preavviso.

Investimento Custodito SCF

Roma, Piazzale del Verano, 88 – 00185

Servizi di Gestione del Patrimonio

+39 345 73 80 051/ +39 346 10 24 243

www.investimentocustodito.com

mail: investimentocustodito@gmail.com

PEC: investimentocusoditoscf@pec.it

P. IVA 14613431007 REA RM-1533451 (ROMA)

Socio NAFOP