

LA ROSA DEI VENTI

9 MAGGIO 2016

HELICOPTER MONEY

La nuova normalità

L'economia globale non migliora, o quanto meno i modesti recuperi di crescita economica rimangono limitati e non sufficienti a rilanciare né la dinamica degli investimenti né, tanto meno, quella dei consumi. Sono lontani i tempi che vedevano un'America crescere a tassi del 4-5% ed il mondo emergente, trainato dalla Cina, con prodotti interni lordi a doppia cifra. La "nuova normalità" nella quale ci vediamo proiettati vede questi obiettivi quanto meno dimezzati con un costante ma per ora vano tentativo delle Banche Centrali di stimolare un'inflazione da domanda. Dopo aver sperimentato il medicinale del Quantitative Easing che ha portato il paradossale ambiente dei tassi di interesse negativi, le principali Banche Centrali sono ora alla ricerca di nuovi strumenti che possano rilanciare le economie in difficoltà.

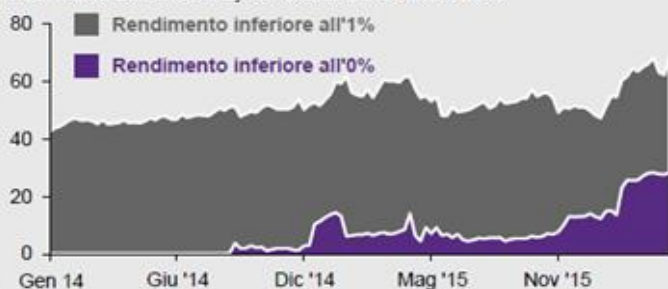
Rimane comunque paradossale ancora credere e sperare che saranno proprio queste modalità monetarie a permettere un recupero economico quando è più che evidente che una crisi da domanda potrà essere solo risolta da efficaci politiche di stimolo fiscale. Visto che, purtroppo, questi interventi fiscali rimangono per lo più ancora un desiderata e che le varie operazioni di QE hanno innescato una trappola da liquidità (cioè pur in presenza di un'enorme offerta monetaria e di tassi bassi come non mai, l'economia reale non sfrutta questa occasione per generare domanda di investimenti e di beni), i mercati cominciano ora a credere che la monetizzazione possa essere il prossimo "pasto gratis" offerto dalle Banche Centrali.

Helicopter Ben

Il primo banchiere centrale a parlare di monetizzazione (o "helicopter money") fu Ben Bernanke in un lontano discorso del novembre 2002, tre anni prima di diventare il Chairman della Federal Reserve. Allora gli Stati Uniti si trovavano ad affrontare la minaccia di una deflazione economica che l'attacco dell' 11 settembre 2001 ed il conseguente shock economico (e non solo) aveva comportato.

Rendimenti dei Titoli di Stato globali

% dell'indice BofA/Merrill Lynch Global Government bond



Bloomberg, BofA/Merrill Lynch, J.P. Morgan Asset Management. Dati al 31 marzo 2016.



AZIMUT

WEALTH MANAGEMENT



Bernanke ricordava allora come la Fed possedesse numerose armi per contrastare questo pericolo, dopo aver già ridotto i tassi di interesse agli allora minimi dell'1%. L'efficacia di una politica anti-deflattiva avrebbe potuto essere significativamente innalzata con una cooperazione fra le autorità fiscali (il Governo) e quelle monetarie (la Banca Centrale). Una incisiva manovra di riduzione delle tasse accompagnata da iniezioni di liquidità sul mercato per evitare un rialzo dei tassi di interesse, avrebbe sicuramente agito da stimolo sui consumi e di conseguenza sui prezzi. Anche se i cittadini residenti avessero deciso di non aumentare i consumi ma semplicemente avessero ribilanciato i loro portafogli usando questa liquidità per acquistare beni reali o finanziari, il risultante aumento di valore di questi beni avrebbe comunque ridotto il costo del capitale e migliorato il rapporto attivo/passivo di coloro che si indebitavano.



Una politica di taglio delle tasse finanziata da nuova liquidità equivale alla famosa metafora di Milton Friedman che ipotizzava, nel 1969, una "pioggia di banconote dall'elicottero" e che valse il soprannome a Bernanke di "Helicopter Ben".

Naturalmente, al posto della riduzione delle tasse il Governo potrebbe aumentare la spesa pubblica in beni e servizi, sempre finanziata da emissione di debito pubblico acquistato dalla propria Banca Centrale per il tramite di creazione di nuova moneta.

Il boom immobiliare dei successivi anni permise alla Banca Centrale americana di non dover sperimentare queste prospettate armi, almeno fino al fallimento Lehman del 2008. Da quel momento e per diversi anni le autorità americane fecero invece largo uso di questa combinazione di politiche fiscali-monetarie. Successivamente queste politiche diversero, permettendo al deficit pubblico di rientrare. Il mantenimento delle operazioni di QE da parte degli Stati Uniti fino al 2013 e l'allargamento a tutte le principali economie sviluppate di tali manovre (tuttora in corso e, da ultima, anche sulla zona Euro) riversò un'enorme massa di liquidità sui titoli finanziari già esistenti (ma non su nuovi visto le politiche di austerità da parte dei Governi, soprattutto europei) generando un consistente rialzo dei prezzi tale da portare i rendimenti delle obbligazioni ai minimi storici dei tassi negativi e le valutazioni dei titoli azionari non sicuramente e generalmente coerenti agli utili societari.



Pasto gratis?

La tentazione di poter usare soldi facili, che “piovano dal cielo”, per far riprendere forza alle economie è stimolante. L’idea che una Banca Centrale possa “stampare denaro” e metterlo a disposizione del proprio governo, ancorché per un periodo di tempo limitato, a supporto di politiche di bilancio espansive volte a sostenere la domanda aggregata, sta cominciando a circolare anche a Francoforte. Mario Draghi ha dichiarato che nell’ultimo Consiglio della BCE non si è discusso di Helicopter Money, che l’idea è interessante ma intrisa di difficoltà legali, istituzionali e operative. Posto che non esistano pasti gratis e che il conto lo si pagherebbe sotto forma di inflazione, un aumento dell’inflazione unito ad un aumento della domanda, sarebbe apparentemente congeniale e funzionale agli obiettivi della BCE. Peccato che un’ipotesi di questo tipo sia assolutamente indigesta alla Germania e, tutto sommato, a ragione. La memoria dell’iperinflazione durante la Repubblica di Weimar che portò in pochi mesi il cambio da 4.2 marchi per dollaro statunitense a 4.200 miliardi di marchi per dollaro brucia ancora e parecchio.

E cosa potrebbe poi impedire di richiedere un allargamento della base monetaria per ulteriori manovre straordinarie (per ridurre le tasse, per aumentare i redditi e le pensioni minime) che diverrebbero sempre più ordinarie?

L’aumento dei disavanzi diventerebbe permanente con conseguenze assai gravi per la stabilità dei prezzi e della moneta.

La difficoltà da parte delle economie mondiali nel riprendere un sentiero di crescita sostenibile passano oggi sicuramente più da manovre fiscali che monetarie. L’inarrestabile avanzamento della tecnologia, della robotica, del digitale porteranno con sé l’inevitabile costo di porre ai margini del mercato del lavoro sempre più persone. Si dovranno perciò indirizzare le scarse risorse in maniera virtuosa e magari concertata a livello internazionale, con tagli alla spesa improduttiva ed incentivazioni meritocratiche su chi saprà dimostrare guadagni di produttività. Nonostante quindi diversi economisti si siano recentemente espressi a favore di “helicopter money” e che questa politica possa essere anche considerata desiderabile nell’attuale congiuntura, non si troverebbe abbastanza bicarbonato per digerire questo “pasto gratis”.

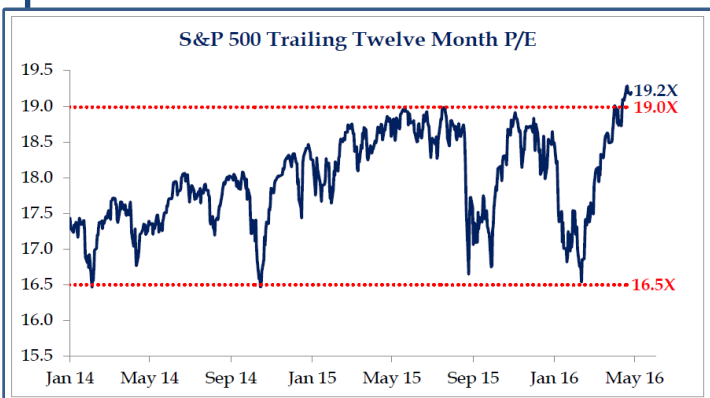
Cosa fare sui portafogli

Entriamo in un periodo dell’anno non particolarmente favorevole per i mercati finanziari che il motto “sell in may and go away” ben rappresenta. In più le incertezze del prossimo referendum del 23 giugno in Gran Bretagna sulla permanenza o meno nell’Unione si intensificano e le pendenze debitorie della Grecia si avvicinano nuovamente.



Tutto ciò consiglierebbe quindi un po' di prudenza sui mercati azionari. Di contro e a favore, la Fed molto difficilmente alzerà i tassi di interesse nei prossimi mesi. L'ipotesi prevalente vede il prossimo modesto rialzo a dicembre. L'S&P500 sui massimi con un rapporto caro dei P/E (superiore a 19x) ed una reporting degli utili fiacca, accompagnato da un rialzo dei tassi, farebbe precipitare la borsa americana. Non è detto che questo non possa succedere ugualmente, ma che sia la "democratica" Fed ad indurla, favorendo di fatto il candidato Trump alle elezioni presidenziali, è abbastanza improbabile. D'altra parte, ed a comprova, Donald Trump ha dichiarato che se dovesse essere lui il prossimo Presidente degli Stati Uniti, una delle prime cose che farà sarà quella di sostituire proprio la Yellen.

Le obbligazioni corporate, ad alta cedola ed emergenti rimangono favorite dalla politica espansiva della Fed e delle altre Banche Centrali.



Sommando i pro ed i contro, in questa stagionalità, mi fanno però propendere per un atteggiamento prudentiale. Un possibile innalzamento della volatilità, magari portata da una Brexit, potrebbe creare delle migliori condizioni di ingresso e, dovendo scegliere dove trovare valore fra azioni ed obbligazioni, ritengo le prime ancora da preferire.

Una Fed che non alza i tassi e che di conseguenza mantiene un dollaro più debole che forte, permette a tutti i mercati emergenti, Cina in particolare, di rifiatarsi ed in generale favorisce l'appetito per il rischio. La borsa americana, come detto, è un po' cara mentre meglio valutate sono le borse europee ed in particolare quelle emergenti.

Massimo Jakelich



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.



LA ROSA DEI VENTI