

L'ALPHA E IL BETA

13 febbraio 2017

Storie di resilienza

I rendimenti obbligazionari del passato non torneranno e la fase di tassi in aumento portafogli quanto più diversificati, con fonti di rendimento tra loro indipendenti.

Negli ultimi anni è entrato nel lessico comune il termine resilienza, mutuata dall'inglese 'resilience', l'attitudine a riprendersi in breve tempo dalle difficoltà, a rialzarsi e andare avanti. In realtà non è una parola nuova, resilienza è presente nel vocabolario italiano da tempo, utilizzata negli ambiti tecnici della fisica e della meccanica, ad esempio si definisce resiliente un materiale 'capace di sostenere gli urti senza spezzarsi'.

Per l'Accademia della Crusca "l'aggettivo latino resiliens indica sia il rimbalzare di un oggetto, sia alcune caratteristiche interne legate all'elasticità dei corpi, come quella di assorbire l'energia di un urto contraendosi, o di riassumere la forma originaria una volta sottoposto a una deformazione". Sono resilienti le corde della racchetta da tennis che urtano la pallina, assorbono l'energia del colpo e la restituiscono a loro volta. Resilienza non è sinonimo di resistenza: "il materiale resiliente non si oppone o contrasta l'urto finché non si spezza, ma lo ammortizza e lo assorbe, in virtù delle proprietà elastiche della propria struttura".



Antonio Genovesi (1712-1769) è stato prete, filosofo ed economista. Le sue "Lezioni di commercio o sia di economia civile" sono la prima opera economica italiana. Fondatore dell'economia civile, Genovesi attualizzava già nel '700 l'idea sviluppata poi dagli psicologi cognitivi che l'homo oeconomicus non esiste o, meglio, l'uomo razionale si nutre anche di relazioni, passioni, generosità, fiducia

Il primo a utilizzare la parola resilienza in riferimento non a oggetti ma alla sfera dei sentimenti è stato Antonio Genovesi, il sacerdote napoletano che fu filosofo e economista. Nel suo "Delle lezioni di commercio o sia d'economia civile", Genovesi adatta le caratteristiche meccaniche della resilienza alle passioni umane, capaci di resistere e respingere " ... e per la forza elastica e resiliente delle passioni, non basta per unirci e mantenerci concordi ...".

Il termine si afferma nelle cronache economiche dal 2008, l'attitudine a 'riprendersi rapidamente dalle difficoltà' assume un valore simbolico opposto all'altra parola ricorrente, crisi. La resilienza esprime il coraggio di opporsi, di non soccombere, racconta di energie che reagiscono ad una crisi che ha imposto un pedaggio pesante di disoccupazione e disuguaglianze. L'economia americana, con l'aggressiva politica monetaria e forti stimoli fiscali ha recuperato in breve tempo, oggi è in piena occupazione con salari in aumento, non si può dire lo stesso per l'Europa dove il film è stato molto diverso.

Poche settimane fa emozionanti esempi di resilienza li hanno offerti Giorgia, Francesca, Vittorio, 58 ore sotto le macerie dell'albergo travolto dalla valanga prima di essere estratti in salvo. La loro storia è simile a quella di tanti altri colpiti dal dramma che ha squassato il Centro Italia nella tormentata estate 2016. Al loro fianco ci sono stati, e ci sono, migliaia di soccorritori, forze dell'ordine e volontari che non si sono risparmiati. Resiliente è la volontà di ripartenza, espressa nella ragione sociale di un progetto di ricostruzione condiviso tra il Comune di Amatrice e l'ANPAS "Amatrice a tempo, progetto di ricostruzione e resilienza". Cronache che commuovono e inorgoliscono.



Singapore nel 1965, all'indomani dell'indipendenza dalla Malesia. Fotocredit David Russo/Serendigity via Flickr

L'esempio più noto di resilienza economica è probabilmente quello di Singapore. All'indomani dell'indipendenza dalla Malesia nel 1965, il destino della città stato non sembrava troppo roseo, una popolazione povera, priva di risorse naturali, di industrie, di un efficiente mercato interno. Una città ai margini dell'ex impero britannico, condannata alla miseria e che invece nel giro di pochi decenni si è trasformata in una città ricca e prospera. Lee Kwan Yew, che ha governato per decenni Singapore fino alla scomparsa nel 2015 all'età di 91 anni, evitò con cura la scorciatoia delle politiche populiste, diede corso a riforme economiche e sociali destinate al lungo periodo, dava valore al merito e alla multietnicità. L'obbligo dell'inglese come lingua franca era strumentale all'integrazione degli immigrati e agli scambi commerciali con l'Occidente. La costruzione di un sistema scolastico efficiente era il lungimirante investimento sul capitale umano, sulla preparazione dei futuri lavoratori e classe dirigente. Un governo onesto, trasparente, composto da persone preparate e in ogni caso sottoposto alla primazia della legge era l'altro caposaldo per mantenere consenso e coesione sociale. Ma la prosperità di Singapore non è stata conquistata senza costi sociali e politici. Lo stile di governo di LKY, come veniva informalmente chiamato dagli abitanti, fu semi-autoritario, ammetteva la primazia della legge ma negava il diritto al dissenso, conculcava i diritti dell'opposizione e della libera stampa. Singapore è un modello di resilienza economica ma certamente non è un modello di democrazia e di partecipazione civile.



Singapore nel 2015, nel Giubileo dell'Indipendenza. Fotocredit David Russo/Serendigity via Flickr

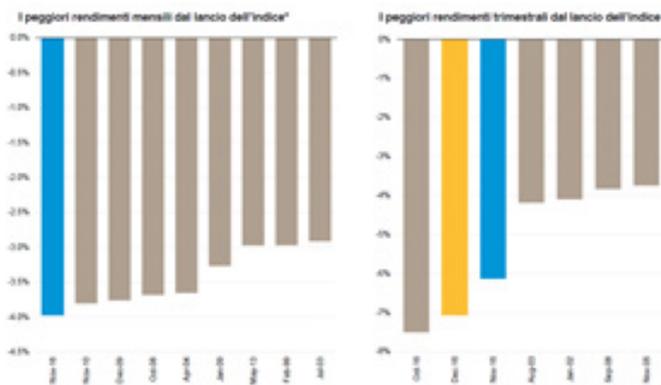
Un altro esempio di resilienza economica meno controverso è quello dalla Germania. “Malato d'Europa” alla fine degli anni Novanta, la Germania si è dimostrata tra i sistemi-paese più resilienti alla turbolenza globale. Il segreto della Germania, anzi i “sette segreti”, come titola il libro degli economisti David Audretsch e Erik Lehmann (*The Seven Secrets of Germany, Economic Resilience in a Era of Global Turbulence*, 2015), sono stati un mix di riforme del mercato del lavoro, di autonomia dei sindacati nella negoziazione, di investimenti in recupero di produttività.

Esiste poi la resilienza finanziaria. Quanto sono resilienti i portafogli all'aumento dei tassi? Sono in grado di “accumulare e restituire” l'energia dell'urto?

Forse molti investitori tradizionali sono contenti di rendimenti che tornano finalmente a salire, tassi più alti portano con sé cedole più alte. Ma non si trascuri l'altro aspetto non meno importante, tassi in salita comportano prezzi in discesa delle obbligazioni in portafoglio.

La parte piena del bicchiere è che il rafforzamento dell'economia rafforza a sua volta il mercato del credito, società emittenti e istituzioni finanziarie. Una delle variabili più importanti da tenere d'occhio nel 2017 per le scelte allocative è la ristrutturazione del bilancio delle banche, cruciale per le prospettive macro-prudenziali come per quelle più prosaiche degli investitori.

“Sono interessanti le prospettive delle emissioni obbligazionarie junior soprattutto di emittenti finanziari” hanno detto Gregoire Mivelaz e Anthony Smouha di Atlanticomnium alla GAM Insights Conference di fine gennaio, “nonostante la comprensibile diffidenza dei risparmiatori dovuta alle notizie allarmanti su alcuni casi, l'attenzione degli operatori si concentra sugli emittenti di più alta affidabilità”. Il proseguimento della crescita continuerà a sostenere le emissioni di debito societario ibrido, un'occasione per ‘allungare’ la diversificazione dei portafogli obbligazionari. Dal 2008 l'asset class delle obbligazioni subordinate è più che raddoppiata “superando i 600 miliardi di euro” annota Lucilla Incorvati su Plus di sabato scorso. L'intuizione è quella di selezionare obbligazioni junior o subordinate di emittenti di qualità. La parte vuota dello stesso bicchiere è la sensibilità dei titoli in portafoglio alla salita delle curve dei rendimenti. Non dimentichiamo che le banche centrali controllano i tassi a breve ma i tassi a lungo li stabilisce il mercato e non sempre i movimenti della parte lunga e corta della curva vanno nella stessa direzione. Nella fase di rialzo dei tassi nel 2004 la Fed aveva chiaramente fatto conoscere le sue intenzioni e la parte lunga della curva si mosse solo leggermente.



Tempi difficili per le obbligazioni tradizionali, novembre è stato uno dei peggiori mesi per l'indice Bloomberg Barclays Global Aggregate. Fonte Bloomberg, GAM

I rendimenti hanno invertito direzione nella scorsa estate, novembre è stato un mese particolarmente pesante e negli ultimi giorni si è riaffacciato anche sulla stampa generalista lo spread, che evidentemente non ha mai conquistato l'“altopiano permanente” attorno a quota 100, il decennale italiano è tornato al rendimento di 2,35%, si ripresenta l'inflazione di cui avevamo perso memoria.

La risposta dei portafogli resilienti è, ancora una volta, strategie obbligazionarie flessibili, capaci di approfittare di tutte le leve disponibili. Una leva interessante in un ambiente di tassi in salita è fornita ad esempio dagli “strip” delle cartolarizzazioni ipotecarie (MBS, Mortgage-Backed Securities). L'operazione di “strip” separa le due componenti di capitale e interessi in due titoli distinti. La parte di solo capitale (CO, Capital Only) diventa di fatto un'obbligazione “zero coupon” ma la cosa interessante è la parte di soli interessi che presenta duration negativa. Il prezzo dell'obbligazione IO (Interest Only) è correlato negativamente ai prezzi delle obbligazioni tradizionali, ha cioè la straordinaria caratteristica di salire in un contesto di tassi in aumento.

Le obbligazioni convertibili forniscono un'altra leva per la resilienza ai tassi in salita. Nel lungo termine sono positivamente correlate con le obbligazioni a elevato rendimento, ma nel passato, in fasi di tassi in salita, la loro performance è stata più elevata rispetto ai titoli high yield.

“Ci aspettiamo che questa tendenza continui” dice Daniel Sheard di GAM.

Investitori che cercano di ottimizzare il profilo dei portafogli devono acconciarsi a un paio di cose: accettare come fatto compiuto e definitivo che i rendimenti obbligazionari non saranno più quelli cui sono stati abituati negli anni passati, che il nuovo ambiente impone portafogli quanto più diversificati, con fonti di rendimento tra loro indipendenti.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

www.gam.com seguiteci anche su:



Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento rappresentano la situazione congiunturale attuale e possono subire cambiamenti. GAM non è parte del Gruppo Julius Baer.