

L'ALPHA E IL BETA

19 marzo 2018

Il futuro incollato al presente

L'indagine di Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane interpella la politica, perché le disuguaglianze sono aumentate, e sollecita la consulenza finanziaria, perché c'è eccessiva concentrazione del risparmio in strumenti di liquidità

L'indagine della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane, pubblicata la settimana scorsa, non ha rivelato sorprese particolari. Emergono al contrario alcune conferme: c'è ancora molto da fare per la politica, perché è aumentata la disuguaglianza nella distribuzione dei redditi, e ci sono spazi di crescita per l'industria finanziaria, i portafogli degli italiani sono sbilanciati sulla liquidità, anche nei nuclei familiari compresi nei decili più alti della distribuzione della ricchezza.

Modalità	Quota di attività finanziarie	Quota percentuale						
		Titoli di Stato	Obbligazioni private	Azioni e partecipazioni	Investimenti gestiti	Titoli esteri	Altro (depositi, certificati, p.c.t., ecc.)	Totale ricchezza finanziaria
Decimi di ricchezza netta								
Primo	0,2	0,0	0,0	0,0	1,8	0,0	98,2	100,0
Secondo	0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	100,0	100,0
Terzo	3,4	3,3	2,8	0,6	3,3	0,3	89,8	100,0
Quarto	3,0	5,7	2,0	1,1	3,9	0,6	86,7	100,0
Quinto	3,6	6,6	5,4	0,4	4,2	0,0	83,3	100,0
Sesto	5,0	5,8	5,5	1,5	14,7	0,6	71,9	100,0
Settimo	6,2	9,5	5,3	1,9	7,2	0,7	75,5	100,0
Ottavo	9,0	11,2	8,1	2,8	10,4	0,3	67,2	100,0
Nono	16,3	8,6	10,4	3,7	16,2	0,6	60,4	100,0
Decimo	52,5	8,9	10,5	12,2	21,1	2,4	44,9	100,0
Totale	100,0	8,5	8,9	7,6	16,2	1,5	57,4	100,0

Ripartizione delle attività finanziarie per decimi della distribuzione della ricchezza netta. Fonte: Banca d'Italia.

La liquidità accumulata dagli italiani dall'inizio della crisi supera i 1.300 miliardi di euro. Contanti, conti correnti e depositi a breve termine sono arrivati a rappresentare circa un terzo della ricchezza finanziaria complessiva, la cassaforte è preferita all'impiego produttivo del denaro, la liquidità è diventata arma di difesa contro l'incertezza.

Ma alla prova dei fatti, anche la cassaforte non è così blindata.

Poche settimane fa Morya Longo ricordava sul Sole 24 Ore che la sicurezza non è gratis, che in termini di perdita di potere d'acquisto si stima un costo di circa dieci miliardi di euro, al quale va sommato il costo opportunità rappresentato dal mancato investimento. Per Bernardino da Feltre, il frate fondatore dei Monti di Pietà, la moneta tesaurizzata era quasi un peccato, era "capitale inagito", se le risorse non sono impiegate a scopi produttivi restano sterile moneta ("moneta potest esse considerata vel rei vel, si movimentata est, capitale").

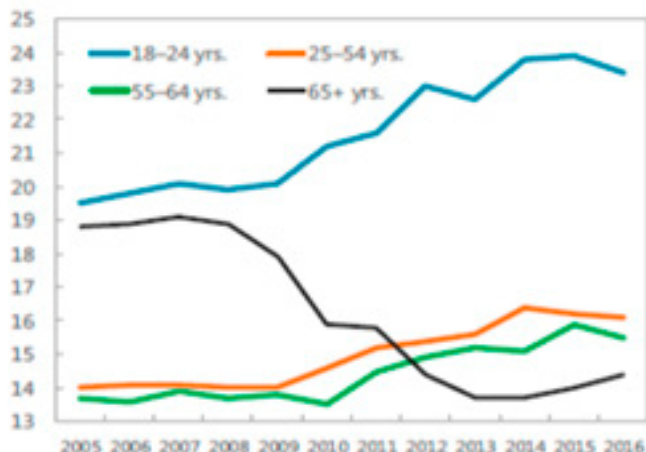
La diffidenza verso i mercati finanziari non è un fenomeno esclusivamente italiano, soprattutto dopo la crisi finanziaria di dieci anni fa. Anche tra molti risparmiatori americani la liquidità è preferita al rischio di sperimentare una seconda volta i disastri del 2007 e del 2008. "Nessuna meraviglia che molti investitori siano rimasti a bordocampo a guardare in questi nove anni" scrive Zweig sul WSJ "Main Street considera Wall Street un luogo dove ai cattivi capitano le cose buone e ai buoni le cose cattive".

Come la porcellana, la fiducia si rompe facilmente ed è difficile rimetterla insieme, ci possono volere anni per riportare sui mercati finanziari risparmiatori delusi.

Poi c'è la paura. Gli ultimi Rapporti del Censis sulla situazione sociale del paese raccontano un'Italia racchiusa in se stessa, timorosa del futuro, che diffida anche degli investimenti a più lungo termine.

La gran parte degli intervistati è convinta che il proprio reddito non aumenterà nel prossimo futuro, che figli e nipoti non vivranno meglio di loro. Una percezione corroborata dalle evidenze statistiche, è in corso un downsizing intergenerazionale che vede perdenti i più giovani, sono loro ad essere maggiormente esposti al rischio povertà. Oltre l'87% dei Millennials pensa che l'ascesa sociale sia molto difficile.

Per l'incertezza sul futuro tenere i soldi sul conto corrente è diventata una scelta come le altre, "non prendo niente ma almeno non rischio" è il nuovo mantra che sostituisce il "mi accontento di poco, non voglio rischiare". Uno sguardo diacronico alle abitudini di risparmio degli italiani coglie la costante della preferenza alla liquidità. Negli anni tra il 2007 e il 2013, durissimi sotto l'aspetto economico, sono diminuite tutte le voci delle attività finanziarie delle famiglie tranne quella dei "biglietti, monete e depositi" che arrivarono a rappresentare quasi il 31% della ricchezza finanziaria.



Esposizione al rischio povertà nell'Unione Europea. Fonte FMI.

L'accumulo di attività finanziarie a breve è spiegato dalla percezione di possibili scivolamenti verso il basso, una paura che rende guardinghi verso la minaccia di un futuro avvertito come ostile, deprivato di quelle aspettative positive che sono state invece la costante dei decenni della ripresa post-bellica.

L'Italia è "un paese in cui il futuro è rimasto incollato al presente", scrivono gli esperti del Censis.

Nella gestione del risparmio il comune denominatore resta la voglia di sicurezza o, in parole semplici, la paura di perdere. Sarebbe sbagliato costringere a cambiare comportamento coloro, probabilmente la gran parte, che provano una forte avversione al rischio e alle perdite.

L'Alpha e il Beta presenta tre possibili soluzioni (alternative non alla liquidità ma alla componente obbligazionaria) che possono dare al portafoglio quella stabilità che le obbligazioni tradizionali non danno più.

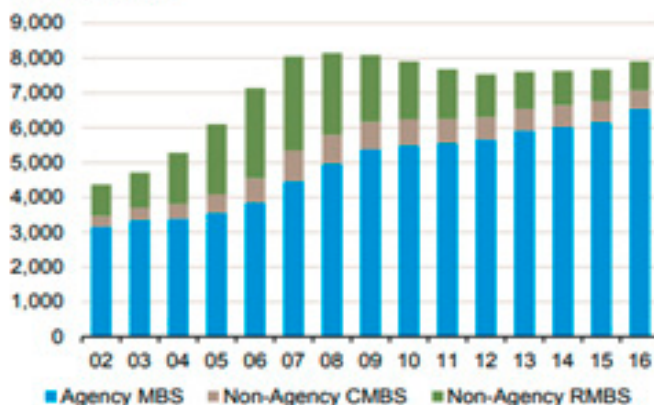
Le cartolarizzazioni ipotecarie

La prima soluzione è quella delle cartolarizzazioni dei mutui ipotecari. Saltare sulla sedia, ricordando i fatti del 2007 e del 2008, è lecito. Guardare al segmento senza pregiudizi è decisivo, perché può rivelare aspetti interessanti.

Si scoprirebbe ad esempio che negli Stati Uniti il segmento delle cartolarizzazioni delle ipoteche vale oltre settemila miliardi di dollari e rappresenta il 23% dell'intero mercato obbligazionario americano. E' il segmento più vasto e liquido dopo quello dei Treasury e offre rendimenti superiori ai Treasury a parità di scadenza.

E' una leva di diversificazione con titoli tra loro molto diversi per caratteristiche e rendimento, concorre ad aumentare le difese del portafoglio dall'aumento dei tassi abbassando la volatilità e soprattutto la correlazione con le altre classi di attivo.

US mortgage-related securities outstanding in USD billions



Fonte: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA), GAM (al 31.12.2016)

Le obbligazioni dei Paesi Emergenti

Un'altra possibile soluzione è quella delle obbligazioni emergenti. Ne abbiamo parlato spesso e anche recentemente abbiamo ricordato le buone ragioni a favore di questa classe di attivo (vedi L'Alpha e il Beta del 12.2.2018).

Ricordiamo solo le due più importanti, il riequilibrio dei conti che ha fatto seguito al violento deleveraging dopo il 2013, e la convincente crescita economica.

Le obbligazioni emergenti rappresentano una efficace 'value proposition' per diversificare il portafoglio obbligazionario, beneficiano di rendimenti elevati e, i paesi esportatori di materie prime, della riduzione dei tassi di interesse. Le obbligazioni beneficiano dunque della cedola generosa e dell'apprezzamento per la riduzione dei tassi.

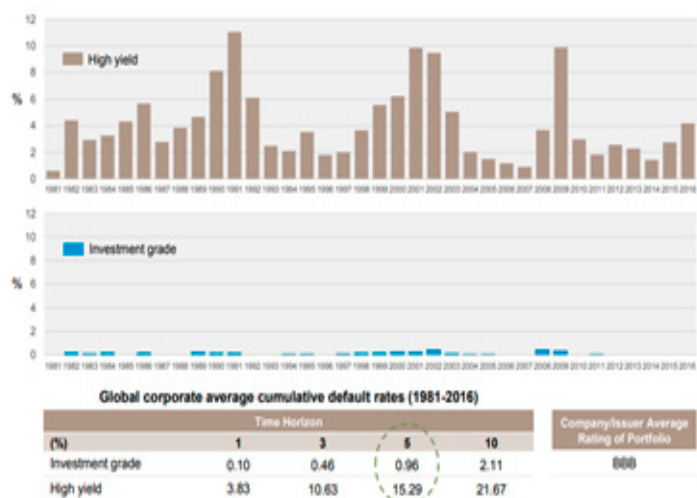


Rendimenti reali 5-10 anni EM vs. US. Fonte: JP Morgan Securities, Barclays capital, GAM.

Le emissioni subordinate

La terza soluzione candidata a ottimizzare la componente obbligazionaria dei portafogli è costituita dalle emissioni subordinate.

Se si ricordano i fatti relativi ad alcune emissioni subordinate bancarie italiane, anche in questo caso è lecito saltare sulla sedia. Ma guardando meglio, l'intuizione di combinare assieme la struttura di capitale più debole con la qualità dell'emittente è semplice e geniale insieme. Cambia radicalmente la prospettiva, il maggior rendimento dei subordinati viene legato alla bassissima probabilità di default.



Il tasso di default degli emittenti Investment Grade molto inferiore a quello degli emittenti High Yield. Fonte: Standard & Poor's Global Fixed Income Research, Atlanticomnuim, dati al 13.4.2017.

“A volte si possono comprare bond semplicemente per avere bond” dice Jeremy Smouha di Atlanticomnuim. Il paradosso è solo apparente perché è vero, l'acquisto di obbligazioni può essere funzionale a scommesse sul rischio tassi o, più frequentemente, sul rischio valutario. Smouha intende dire che si possono comprare bond per la loro cedola e portarli a scadenza. L'importante è analizzare con rigore i regolamenti delle emissioni e la solidità dell'emittente: in questo caso “acquistare bond per avere bond” significa portare rendimento cedolare all'interno del portafoglio.

Queste tre possibili soluzioni di investimento sono utili alla diversificazione della componente obbligazionaria e, come qualsiasi investimento finanziario, hanno bisogno di un congruo orizzonte temporale.

L'eccesso di liquidità nel risparmio degli italiani invece interpella la consulenza finanziaria perché denuncia un'educazione finanziaria evidentemente ancora scarsa. Un risparmiatore evoluto, avvertito della complessità dei mercati e degli strumenti di investimento, riconosce il valore e l'utilità della consulenza professionale. Ne parleremo la settimana prossima.



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

www.gam.com seguitemi 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. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.