

10 anni dopo Lehman: L'eredità e le sfide per il futuro

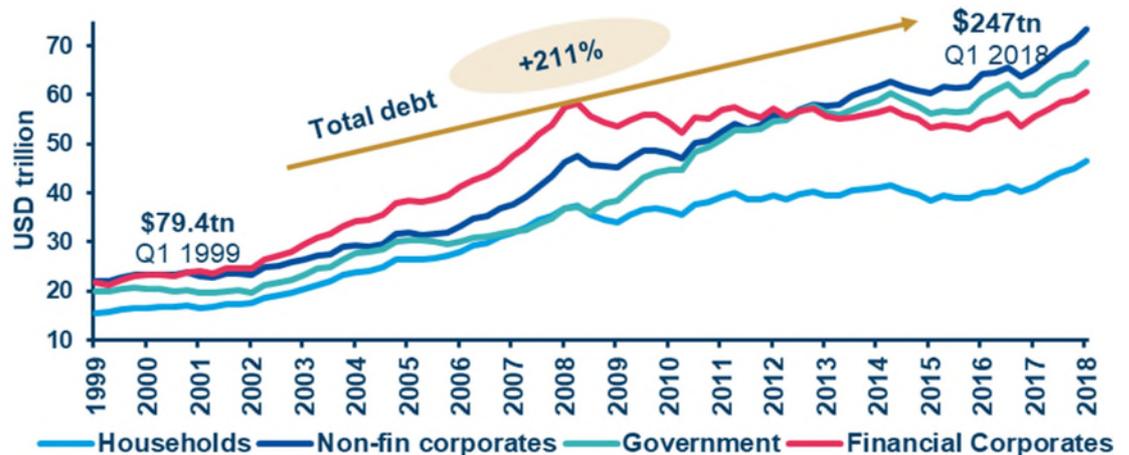


**Pascal
BLANQUÉ**
Group Chief
Investment Officer

Sono passati 10 anni da quando il crollo di Lehman ha segnato l'inizio della Grande Recessione, trascinando l'economia globale nella sua crisi più profonda dagli anni 30. Adesso è il momento delle valutazioni. A nostro avviso, l'eredità della crisi appare in **quattro paradossi, con conseguenze di breve e lungo termine per l'economia globale e i mercati finanziari.**

1. La mancata riduzione della leva finanziaria. Nonostante questo sia stato uno dei cicli più lunghi mai registrati, continuiamo a ritenere che persistano ancora squilibri: una combinazione di classici elementi della "stagnazione secolare" (persistenti bassa crescita e bassi investimenti) e un super-ciclo del debito. Anche con il rallentamento del ritmo di accumulo del debito, la riduzione della leva finanziaria in termini assoluti è avvenuta a malapena.

Debito globale per settore



Fonte: Elaborazione Amundi su dati di IIF, dati al 31 agosto 2018.

“La questione della sostenibilità del debito è tornata con vigore, in quanto le prospettive di un aumento dei tassi sollevano di nuovo la questione se possa essere assorbito senza stravolgimenti”

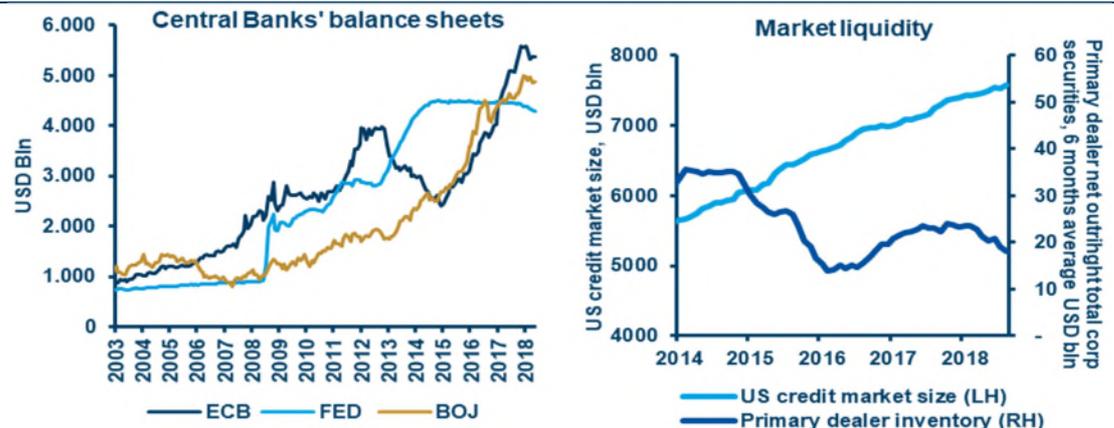
Ne consegue che la questione della **sostenibilità del debito** è tornata con vigore, in quanto le prospettive di un aumento dei tassi sollevano di nuovo la questione se possa essere assorbito senza stravolgimenti. Inoltre, in un momento in cui **la ripresa ciclica sincronizzata sta rallentando a livello globale**, con l'economia americana prossima all'esaurimento del sostegno degli stimoli fiscali, gli investitori dovrebbero realizzare che le classiche dinamiche di crescita più robusta che porta a inflazione e tassi più alti non sono la guerra da combattere. Piuttosto, gli investitori dovrebbero focalizzarsi su un contesto di rallentamento ciclico in un più ampio scenario post deflazionistico, dove i fattori negativi si sono ridimensionati, sebbene continuano ad essere presenti: bassa crescita della produttività, investimenti depressi. Due tentazioni simmetriche convivono: la fiducia in un'estensione artificiale del ciclo (con una probabilità marginale di successo in calo) legata alla continua adozione di politiche di stimolo o la fiducia, quasi religiosa, in una storia di futuro aumento della produttività e di aumento incombente degli investimenti. Entrambi sono, a nostro avviso, due facce della stessa tossica medaglia. Stiamo ora vivendo in un regime in cui il debito è bilanciato da tassi di interesse artificialmente bassi e la vulnerabilità è alta, poiché le banche centrali stanno gradualmente rimuovendo gli stimoli monetari straordinari. **Considerando queste aree di vulnerabilità, che**

“I rischi endogeni del mercato (ad esempio, liquidità, struttura dei detentori) dovrebbero maggiormente preoccupare i risparmiatori rispetto ai rischi classici (rialzo dei tassi spinti dall’inflazione)”.

potrebbero tradursi in rischi idiosincratici, sarà fondamentale prevenire perdite di capitale permanenti.

2. Le due facce della liquidità. Nonostante l’eccesso di liquidità a livello macro, come evidente dai livelli dei bilanci delle banche centrali, stiamo assistendo a un deterioramento della liquidità del mercato a livello micro, con **distorsione della struttura dei detentori dei titoli** (ad esempio, nel segmento high-yield, abbiamo assistito a un passaggio dagli investitori istituzionali a quelli privati). Questa è una conseguenza della regolamentazione post crisi e il risultato del ritiro delle banche dalle operazioni di market-making. Le autorità di controllo si sono concentrate sulle banche (liquidità, solvibilità) e sulla protezione dei clienti. Le banche sono forse meno rischiose, ma è possibile sostenere che i rischi si siano solo spostati altrove: vale a dire, dalla parte sell side (le banche) alla parte cosiddetta buy-side (investitori) dell’equazione. Questo ha anche alimentato l’azzardo morale (**moral hazard**) in diversi segmenti del mercato, portando ad una maggiore esposizione con la convinzione che ci sarà sempre un compratore di ultima istanza (Banche centrali) che verrà in aiuto in caso di tensioni. Inoltre, i **rischi classici** (per inciso, i meccanismi di crescita che si traduce in aumento di inflazione e tassi) **non sono i soli che dovrebbero maggiormente preoccupare i risparmiatori in questa fase**: i rischi endogeni – relativi alla struttura del mercato, dove gli investitori sono scarsamente equipaggiati e i cambiamenti nei premi per il rischio sono difficili da leggere – sono davvero le incognite chiave. Per gli investitori, c’è molto più da scoprire su questi aspetti e la **sfida per i gestori è implementare le strategie per affrontare questo paradosso della liquidità.**

Le due facce della liquidità



Fonte: Elaborazione Amundi su dati Bloomberg, dati al 31 agosto 2018. Grafico di destra, fonte: analisi di Amundi su dati Bloomberg. Posizioni nette in titoli obbligazionari corporate degli operatori principali (Primary Dealer), Federal Reserve Bank of New York. La dimensione del mercato americano è stimata come la somma del valore nominale del debito Investment Grade in dollari (COA0) and HY (HOA0), indici di BofA Merrill Lynch.

3. Un farmaco con effetti collaterali incerti. La risposta di politica macroeconomica alla crisi sono stati gli ampi stimoli (ciclici) alla crescita principalmente attraverso politiche monetarie a cui sono seguiti interventi fiscali, anche nell’Eurozona. La **natura della crisi** – una combinazione delle spinte deflazionistiche di Fisher¹ con le tipiche dinamiche delle recessioni da aggiustamento dei saldi di bilancio² - ha **limitato in modo significativo l’efficacia del trattamento e gli effetti collaterali sono ancora incerti.** Questo è quello che abbiamo imparato nel periodo post crisi: (1) l’impatto della crisi è durato più a lungo di quanto ci si aspettava inizialmente; (2) il congelamento del credito, a seguito dello scoppio della bolla del

¹ Il termine si riferisce alla teoria delle crisi economiche di Irving Fisher, “La teoria della deflazione da debito delle Grandi Depressioni”, 1933.

² Il termine è attribuito all’economista Richard Koo e si riferisce a una recessione in cui alti livelli di debito privato costringono gli attori economici a focalizzarsi su risparmi e riduzione del debito piuttosto che sulla spesa e sugli investimenti.

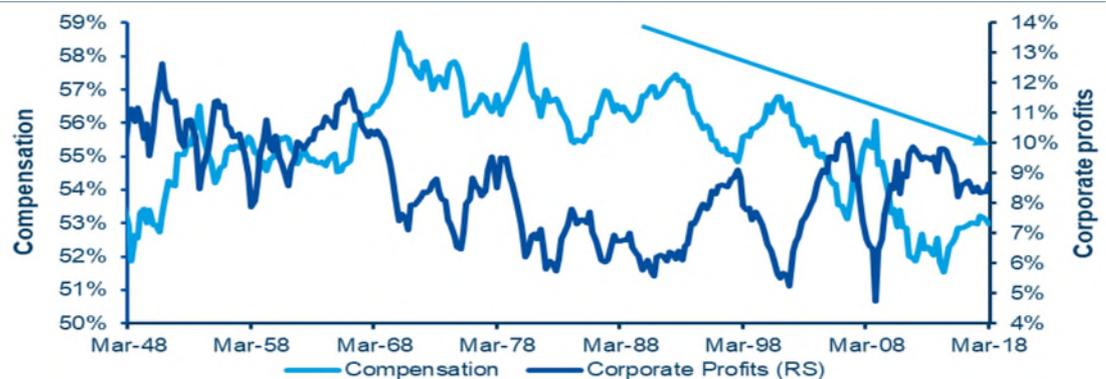
“Sono possibili due diversi scenari: minori rendimenti attesi o una spinta dei rendimenti, grazie all’innovazione. Tendiamo a vedere lo scenario conservativo come il più probabile”.

credito, ha sottratto una componente importante dei tassi di crescita gonfiati artificialmente dal debito (3) il regime in cui abbiamo vissuto è stato di natura deflazionistica. Va aggiunto che l'inflazione classica non può trovare la sua strada nel sistema (il capitalismo patrimoniale basato su patrimoni ereditati/ricchezza, invece di imprenditorialità e investimenti, non produce facilmente inflazione), ma piuttosto **gli squilibri hanno assunto la forma di inflazione dei prezzi delle attività**, una (in)attesa conseguenza della crisi e delle azioni intraprese per affrontarla.

Sono possibili due esiti diversi: un ritorno a trend di lungo termine di crescita (e potenziale di crescita) inferiore e inflazione più bassa, bassi tassi di equilibrio e un più alto valore di equilibrio delle cosiddette attività rischiose; o un passaggio a una nuova fase di investimenti produttivi alimentati dall'innovazione, offuscati nella manifestazione da ritardi temporali e errori di valorizzazioni. Per gli investitori, il risultato che prevale fa la differenza: nel primo caso, i mercati tenderanno a riaggiustare i loro fondamentali (ad esempio, il ritorno del mercato azionario alla crescita degli utili a lungo termine) e gli investitori vedranno rendimenti attesi inferiori; nel secondo caso, potremmo vedere un ulteriore rialzo delle azioni, grazie a una crescita degli utili strutturalmente più elevata. Riteniamo che il primo, conservativo scenario sarà l'esito più probabile.

4. Ineguaglianze e instabilità sono aumentate, e non diminuite. Le conseguenze sociali e politiche della crisi finanziaria sono state rilevanti. Tassi di disoccupazione molto elevati (specialmente per le generazioni più giovani e i lavoratori meno specializzati) hanno impiegato molto tempo per essere assorbiti e permangono aree di debolezza. Nonostante i dati positivi del mercato del lavoro americano e il solido miglioramento dell'occupazione in Europa, non si è vista inflazione salariale. Con la ripresa che ha riguardato più l'ambito finanziario piuttosto che l'economia reale (inflazione nel valore delle attività anziché per merci e stipendi, contributo dei salari al reddito interno lordo in calo rispetto ai profitti societari), **le implicazioni della crisi dal punto di vista sociale sono state negative.**

Stipendi e profitti societari USA in % sul reddito interno lordo



Fonte: Bureau of Economic Analysis, dati al 3 settembre 2018. Profitti societari aggiustati per la valutazione delle scorte e l'ammortamento del capitale, imprese domestiche. Retribuzioni pagate agli impiegati.

“Gli investitori dovrebbero valutare importanti modifiche nella struttura della crescita globale verso forze più domestiche. Ciò richiede un approccio globale attivo”

Il fallimento dei sistemi politici nell'offrire una crescita inclusiva e l'allargamento delle ineguaglianze hanno preparato il terreno per il recente successo dei partiti populisti e nuove agende politiche. Questo può essere una sfida per gli investitori: l'imprevedibilità delle politiche, piccoli progressi nell'integrazione politica o nella gestione delle sfide secolari (come l'immigrazione, particolarmente nell'Eurozona), il cambio degli equilibri di potere, con l'avvento della Cina come attore globale, aggiungono **ulteriore incertezza e volatilità nei mercati finanziari**. L'aumento delle tendenze protezionistiche viste di recente è un'altra conseguenza di questa nuova attitudine politica, più chiusa, e mette ora in dubbio il concetto tradizionale di globalizzazione. La questione non è chiusa, e gli investitori devono valutare cambiamenti radicali nella struttura della crescita globale verso meccanismi più “domestici”. Poiché gli investitori sono sovraesposti al commercio globale e inconsapevolmente correlati a tale fattore

nella loro strategia di diversificazione internazionale, c'è molto da fare in questo nuovo scenario. A questo riguardo, è cruciale adottare un **approccio attivo globale** per identificare le nuove tendenze/dinamiche specifiche ed essere in grado di accedere alle opportunità che possono emergere in questo nuovo scenario.

Quali conclusioni possono trarre gli investitori dopo la crisi?

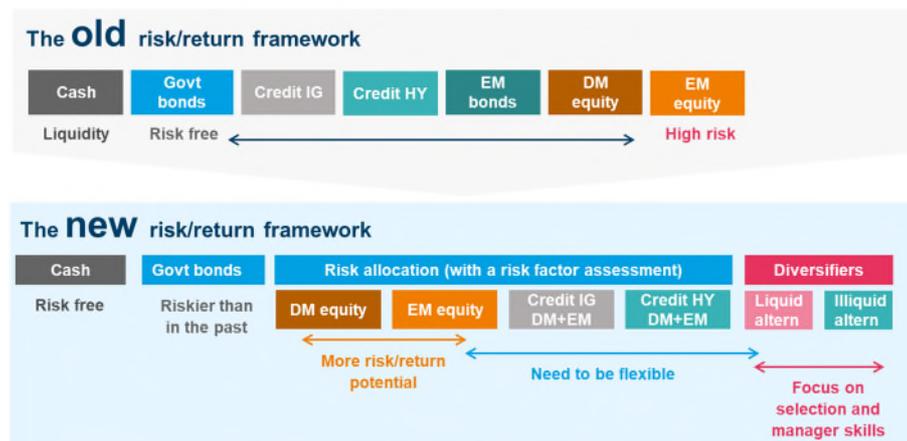
Questo scenario post crisi genera conseguenze a breve e a più lungo termine.

Dal punto di vista della costruzione del portafoglio, al momento vediamo tre aree principali di sviluppo, poiché non tutte le lezioni della crisi sono state ancora tradotte in soluzioni reali.

Primo, considerare un **più ampio concetto di rischio**. Il concetto di rischio, decisamente limitato alla volatilità storica (di breve termine), è stato allargato sulla scorta di molteplici linee guida. Alla **liquidità**, anzitutto: tutte le classi di attività dovrebbero essere liquide in qualsiasi momento ma non lo sono e la liquidità evapora quando è più necessaria; alle **metriche di lungo termine per gli investimenti di lungo termine**: il rischio di non raggiungere gli obiettivi degli investitori / non coprire le passività / perdita permanente del capitale; alla **gestione dell'incertezza**, ad esempio con scenari multipli. Sono stati fatti progressi riconoscendo il fatto che gli indici pesati per la capitalizzazione non sono privi di rischio e che gli investimenti ESG dovrebbero essere visti come un insieme di fattori di rischio ed essere integrati in un approccio basato sul rischio a livello complessivo di portafoglio. Restano tuttavia aree di miglioramento.

Secondo, considerare i nuovi profili di rischio delle classi di attività e ripensare al loro ruolo nell'asset allocation. Prima della crisi, le obbligazioni governative erano generalmente considerate prive di rischio. Dopo la crisi, abbiamo imparato che il concetto di attività sicura è diverso da quello di attività liquida. La crisi finanziaria, specialmente la crisi del debito dell'Eurozona, ha cambiato il modo in cui gli investitori considerano le obbligazioni governative nell'asset allocation. La distinzione tra asset rischiosi e non (obbligazioni governative) si è indebolita in modo significativo. La gerarchia del premio per il rischio è diventata fallibile e fragile, e gli investitori hanno scoperto durante la crisi che le **obbligazioni governative potrebbero essere più rischiose di come immaginato in precedenza**, con implicazioni per l'allocation strategica. Con rendimenti ai minimi storici, dopo 30 anni di mercato rialzista, il contributo della componente obbligazionaria al rendimento di un portafoglio bilanciato è diminuito in modo significativo, e richiede un **allargamento dell'universo investibile per ottenere maggiori rendimenti** (ad esempio, sfruttando tutte le opportunità dello spettro del credito).

Ripensare alla costruzione del portafoglio attorno al nuovo scenario dei rischi



Fonte: Amundi, a solo scopo illustrativo.

Terzo, aumentare la diversificazione. La tradizionale diversificazione tra classi di attività ha fallito al momento del bisogno a causa di un aumento della correlazione tra alcuni fattori e del rischio di portafoglio. Includere asset reali o liquid alternative (tradizionalmente meno correlati

al beta del mercato) potrebbe contribuire ad aumentare la diversificazione del portafoglio e il rendimento potenziale catturando l'alpha generato dalla capacità del gestore o il premio di liquidità.

“Non è il momento di essere troppo difensivi, ma è necessaria una rotazione dei temi (qualità/valore nell'azionario), aumentare il focus sui paesi occidentali core e sfruttare le dislocazioni di mercato (come negli EM) come un punto di ingresso

In una prospettiva di breve termine, il rallentamento economico che ci aspettiamo di vedere da qui in avanti probabilmente mostrerà una serie di rischi oltre a quelli classici (crescita più robusta, maggior inflazione con conseguente rialzo dei tassi), come aggiustamenti non graduali delle situazioni più sbilanciate, rischio politico (dazi/incertezze nella politica americana, elezioni in Brasile) sul fronte macro; liquidità e posizionamento per quanto riguarda il mercato. **L'avversione al rischio potrebbe aumentare (risk-off), alimentata da situazioni specifiche** (Turchia e Italia sono gli esempi più recenti) riaccendendo l'interesse per i paesi occidentali core. **Le attività finanziarie e i tassi core dovrebbero essere avvantaggiati mentre dovremmo vedere la rotazione di stili verso la qualità e il valore nell'azionario.** Le obbligazioni periferiche e dei mercati emergenti potrebbero soffrire nel breve termine. Tuttavia, poiché la minaccia di tassi molto più elevati e un dollaro molto più forte è in gran parte alle spalle, **questa revisione generale delle valutazioni dovrebbe essere vista come un punto di ingresso (a parte le situazioni idiosincratice) per gli investitori a lungo termine.**

Non è il momento di essere troppo difensivi, ma è necessario restare attivi, selettivi, attenti ai rischi e sempre più focalizzati sulla salvaguardia del capitale.

Avvertenze

La diversificazione non è garanzia di guadagno né protegge dalle perdite.

Correlazione – Il grado di associazione tra due o più variabili; in finanza, è il grado a cui i prezzi delle attività o delle classi di attività si muovono in relazione. La correlazione è espresso da un coefficiente di correlazione che varia da -1 (i prezzi non si muovono mai insieme) a 0 (assolutamente indipendenti) a 1 (si muovono sempre insieme).

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti, che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenute, sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento.

Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria.

Data del primo utilizzo: 5 settembre 2018.