

LA NUOVA CORSA ALL'ORO



Se c'è un argomento sul quale gli analisti finanziari di ogni parte del mondo si dividono di più questo è sicuramente quello delle prospettive per le quotazioni dell'oro. È singolare che dopo un lungo periodo di stasi delle sue quotazioni l'argomento ancora conti parecchio nel dibattito economico ma è ancor più buffo pensare che ciò accada in tempi di iper-digitalizzazione delle economie e di moltiplicazione delle criptovalute e delle loro tecnologie.

SEMPRE MENO UN BENE RIFUGIO

In passato il valore dell'oro è sempre stato legato al suo ruolo di bene-rifugio visto come antidoto alle tensioni sui mercati finanziari che possono derivare da quelle geopolitiche e ai timori che ne conseguono. Non è più stato così negli ultimi anni, vuoi perché il panorama che è seguito al Quantitative Easing (e alla caduta verso lo zero tanto dell'inflazione quanto dei tassi di interesse) ha reso meno conveniente la sua detenzione (non rende nulla, in un mondo in cui la ricerca spasmodica di un rendimento ha condizionato fortemente le politiche di investimento), vuoi perché i mercati finanziari negli ultimi tempi sembrano curarsi infinitamente meno delle vicende geopolitiche e dei rischi che ne conseguono.

A differenza di altri beni-rifugio la cui disponibilità riguarda un numero finito di "pezzi", l'oro ha un altro difettuccio: l'offerta sul mercato di nuove quantità di metallo fisico può essere elevata e, soprattutto, controllata. Questo significa che a fronte di molta domanda "industriale", ovvero da parte di investitori che desiderano diversificare i propri rischi, chi lo estrae dalle miniere e chi ne detiene grandi quantità (le banche centrali innanzitutto) può decidere di offrirne sul mercato ammontati maggiori, calmierandone il prezzo ovvero approfittando essi stessi della maggior domanda per guadagnarci. Non è dunque un mercato perfettamente competitivo e questo ne limita il contenuto intrinseco di valore.

MOLTE OPINIONI DIVERSE SULLE SUE QUOTAZIONI



In tale scenario post-crisi del 2008 l'oro non è certo apparsa come la tipologia di

investimento più interessante e le sue quotazioni ne hanno indubbiamente risentito. Oggi che il petrolio sta salendo e l'economia globale sembra correre più del previsto l'oro torna ad attrarre più di un interesse come alternativa all'investimento azionario (considerato troppo caro) o a quello obbligazionario (periodicamente considerato a rischio di minusvalenze in caso di rialzo dei tassi) ma non mancano nemmeno grandi economisti che prevedono che la mancata ripresa dell'inflazione e dei tassi d'interesse possa spingere le sue quotazioni nuovamente al ribasso.

Nel grafico di lungo termine qui riportato si può vedere che era dai tempi della crisi del 2008 che la quotazione dell'oro non incrociava la sua media mobile di lungo periodo: un segnale di inversione di rotta?



LE BANCHE CENTRALI CONTINUANO A COMPRARLO. PERCHÉ?

Eppure le banche centrali di tutto il mondo non solo detengono quantità straordinarie di metallo giallo ma soprattutto ne stanno accumulando dell'altro. Perché?

C'è più di un motivo circa la straordinaria attenzione che l'oro attira tanto nel mondo accademico quanto tra gli operatori finanziari e c'è ben più di una risposta al perché le istituzioni più importanti sui mercati finanziari d'oggidì quali sono le banche centrali risultano essere le prime a volersene preoccupare. Strano, vero ?

Prima di provare a rispondere a tali questioni va probabilmente fatto notare come è evoluto negli ultimi anni un dato fondamentale: l'ammontare di oro detenuto dalle stesse banche centrali. Si stima si sia giunti a un totale di oltre 34mila tonnellate (si stima che corrisponda a oltre un quinto del totale dell'oro estratto nel mondo) ma soprattutto sono le banche centrali delle economie emergenti quelle che sembrano aver letteralmente triplicato le loro riserve auree negli ultimi vent'anni.

STORICAMENTE HA RAPPRESENTATO UNA BUONA DIFESA CONTRO LA SVALUTAZIONE

Nello stesso periodo tuttavia il suo valore in Dollari si è moltiplicato di circa sedici volte e molto molto di più se invece tale valore viene rapportato a quasi tutte le divise di cambio che nel frattempo si sono svalutate rispetto al Dollaro. Questa è probabilmente la prima spiegazione per cui la quota in oro delle riserve internazionali delle banche centrali è cresciuta (dal momento che il suo valore è salito le banche centrali si sono comportate in maniera razionale) e la controprova consiste nel fatto che sono soprattutto le banche centrali dei paesi emergenti ad aver moltiplicato le loro riserve in oro. Le stesse che hanno

visto svalutare maggiormente le proprie divise di cambio valuta rispetto al Dollaro.

Ho reperito al riguardo due grafici: nel primo si può vedere quanto l'oro ha tenuto il suo potere d'acquisto (sebbene la tabella sia espressa in Sterline possiamo affermare che rimanga assai significativa) e nel secondo quanto quotava la moneta d'oro prima e dopo la crisi del 2008:



QUALCOSA PERÒ NON QUADRA



Tuttavia si potrebbe obiettare che, nonostante l'accumulo di maggiori riserve auree, le stesse istituzioni monetarie dei Paesi Emergenti che ne comprano hanno lasciato (o addirittura preferito, come nel caso di quella cinese) che le divise da esse emesse si svalutassero maggiormente rispetto alle maggiori banche centrali del mondo, le quali hanno mantenuto meglio il valore delle loro divise contro Dollaro (con il picco di quella europea, che ha visto dalla nascita dell'euro ad oggi una sostanziale parità delle sue quotazioni rispetto al Dollaro). Dunque la motivazione del maggior accumulo di oro da parte dei Paesi Emergenti non poteva semplicisticamente consistere nella difesa del valore intrinseco delle loro valute.

Certamente l'oro è considerato il più liquido dei beni rifugio e dunque può essere letto come l'argine più solido contro eventuali puntate speculative al ribasso contro questa o quella divisa valutaria e le banche centrali potrebbero aver voluto dotarsi di maggiori capacità di farvi fronte.

IL RUOLO DELLA RUSSIA



Se seguiamo questo filone di ragionamento potrebbe risultare logico che sia stata in particolare la banca centrale russa quella che ha maggiormente accumulato oro negli ultimi due decenni: la Banca infatti ha portato il totale delle sue riserve internazionali espresse in metallo giallo a oltre 1800 tonnellate, in valore quasi un quinto del suo totale, contro -ad esempio- un quarantesimo soltanto delle riserve della banca centrale cinese espresse in oro. Per fare un paragone con le riserve internazionali detenute dalle banche centrali di tutto il mondo: il Dollaro conta invece per circa il 60% del loro totale.



Senza dubbio la Russia è il paese che ha peggio vissuto gli ultimi anni di svalutazione feroce della propria divisa (il Rublo), mentre è probabilmente possibile affermare che sia stata proprio la banca centrale cinese a voler svalutare il più possibile il suo Renminbi nello stesso periodo. Però se questa fosse la ragione principale non si spiegherebbe come mai anche la Cina stia comperando oggi oro in misura consistente. Guarda caso anche il corso della sua valuta, il Renminbi, sta cambiando direzione (vedi grafico qui sopra).

UN PROCESSO DI DE-DOLLARIZZAZIONE DEL PIANETA?

Un sospetto viene allora in termini di strategia di lungo termine: è ragionevole pensare che le principali nazioni euroasiatiche vogliano sospingere ed accelerare il processo di progressiva de-dollarizzazione del pianeta che deriva dall'andamento inesorabile della demografia? (se infatti una quota sempre crescente di esseri umani del mondo risiede al di fuori degli Stati Uniti d'America e contemporaneamente questi migliorano la loro situazione economica, ecco che il valore assoluto dell'economia americana si assottiglierà rispetto al totale globale).

Già da qualche tempo peraltro la Cina ha annunciato la sua volontà di acquistare petrolio pagando con la propria valuta e non più in dollari.



Russia e Cina (probabilmente accompagnate in maniera silente dall'altro gigante asiatico: l'India) potrebbero avere un interesse strategico a dipendere il meno possibile dal Dollaro in futuro per le transazioni internazionali e questo fatto è probabilmente la vera ragione alla base del cospicuo incremento di riserve d'oro praticate dalla governatrice della Banca Centrale della Russia -Elvira Nabiullina- dal 2014 (anno di suo insediamento) ad oggi: oltre 700 tonnellate d'oro su un totale di circa 1800. Da notare che la Russia non ha bisogno di oro per difendere il proprio debito pubblico in caso di nuove crisi finanziarie: esso ammonta ad un mero 17% del P.I.L., una sciocchezza rispetto a quelli di Giappone, Cina, America e Europa!

GLI INTERESSI AMERICANI A FAR PREFERIRE IL DOLLARO ALL'ORO QUALE STRUMENTO PRINCIPE DI RISERVA INTERNAZIONALE

D'altra parte è arcinoto che l'America ha fatto innanzitutto i propri interessi favorendo la diffusione del Dollaro quale strumento principe delle riserve internazionali detenute dalle Banche Centrali del resto del mondo: l'esportazione di Dollari al di fuori del proprio Paese ha contribuito grandemente ad evitare l'inflazione pur in presenza di un ampliamento della base monetaria ed ha contribuito perciò tanto al sostegno del suo debito pubblico quanto a

finanziare il disavanzo del governo federale.

I Treasury Bonds detenuti dagli investitori stranieri al luglio scorso ammontavano a 6.250 miliardi di dollari, di cui 1.166 miliardi in mano alla sola Cina e 1.113,1 miliardi al Giappone. Circa il 40% del debito federale negoziabile (esclusa la quota in mano alla Federal Reserve). Grazie a questa domanda di Dollari quale valuta di riserva, i rendimenti dei titoli americani possono rimanere relativamente bassi e Washington riesce a gestire un debito di circa il 105% del Prodotto Interno Lordo pagando interessi per appena l'1,3% del medesimo (l'Italia con un debito al 134% del P.I.L. paga il 4% del medesimo in interessi, nonostante l'azzeramento dei tassi sull'euro da parte della BCE).

Mano mano che l'economia americana cresce ad un ritmo inferiore a quello del resto mondo il suo peso sul totale del P.I.L. globale scende e diventa più difficile mantenere tale privilegio.

UN NUOVO GOLD EXCHANGE STANDARD?



Ecco che rastrellamento di oro fisico da parte dei principali antagonisti dell'America sulla scena internazionale potrebbe essere letto anche in chiave strategica. Per favorire il processo di de-dollarizzazione forse non ci sarebbe niente di meglio che la diffusione di una cripto-valuta il cui valore sottostante sia tuttavia assolutamente fisico: l'oro. Forse è solo una fantasia di qualcuno ma occorre rammentare che è soltanto di pochi decenni fa la scelta di abbandonare il Gold Exchange Standard (nel quale il valore del Dollaro risultava collegato ad una determinata quantità d'oro detenuto dalla Federal Reserve Bank of America). Chi può affermare con certezza che sia stata la scelta migliore?

Stefano di Tommaso

AAA OTTIMISMO CERCASI



Sui mercati finanziari europei aleggia il fantasma di una nuova ondata di pessimismo. Non dipende da un fattore in particolare, bensì da una “sfortunata serie di eventi” come titolava Lemony Snickets (pseudonimo di Daniel Handler) in una fortunatissima serie di romanzi dark per ragazzi. Se però numerosi indizi fanno almeno una prova ecco che si fa avanti l’idea che per il vecchio continente il clima di generale ottimismo possa essere repentinamente cambiato.

LE BANCHE RISENTONO DELLA SFIDUCIA

Se vogliamo cominciare dal settore bancario, forse di incidenti ne scorgiamo più di uno, a partire dal fallimento del Banco Popular, salvato in Giugno dal Santander (che ha permesso di risparmiare i depositanti) ma dove il buco per azionisti e obbligazionisti “junior” è risultato pari a 37 miliardi di euro, il doppio delle popolari venete.

Ed esattamente come nel caso di queste ultime, se la normativa europea può adattarsi alle circostanze (in funzione degli interessi commerciali e strategici di questo o quel paese che la domina) invece di risultare un baluardo di certezza, ecco che il resto del mondo torna a guardare i nostri mercati finanziari come noi normalmente apostrofiamo quelli del sud-America !

LA NUOVA NORMATIVA SUI NON PERFORMING LOANS



Il recente “giro di vite” della Banca Centrale Europea sui crediti deteriorati infatti sicuramente non ha riempito di gioia chi aveva appena rotto gli indugi ed era tornato a investire sulle banche europee, perché esso obbliga queste ultime a coprire entro sette anni con nuove risorse di capitale le perdite sugli NPL (non performing loans), ma soprattutto le obbliga a coprire entro due anni i crediti deteriorati di più recente formazione. Di fatto la BCE sta comunicando alle banche europee che devono raccogliere più capitale e l’effetto silurico sulle quotazioni delle medesime risulta ovvio persino a un

bambino.



Preoccupanti anche le nuove stime circa l'ammontare complessivo dei crediti deteriorati in Europa: si presume che essi superino i mille miliardi di euro nominali, by-passando dunque la speranza che la normativa potesse non affliggere più di tanto il mercato dei capitali.

I TASSI CRESCONO

Se non vogliamo proseguire con l'ovvia elencazione di sfortunate coincidenze che sono culminate nella quasi-guerriglia urbana di Barcellona, ecco che un altro fattore di "attenzione" torna alla ribalta: i tassi impliciti sul mercato dei bond (che non rendono più quasi nulla) stanno tornando a crescere, in particolare in Italia (vedi grafico), rovinando la festa alle quotazioni del mercato dei titoli a reddito fisso (bonds) che devono quindi riallinearsi verso il basso.



Paragoniamo per un attimo i nostri mercati con quello americano: l'indice curato da Merrill Lynch sui bond europei ad alto rendimento ci segnala un tasso medio di ritorno del 2,3%. Esattamente il medesimo dei titoli di stato americani a dieci anni. Ora, cambi valute a parte, voi quale preferireste tra i due rischi?

Il punto è che la BCE ha incentivato l'acquisto di obbligazioni aziendali in Europa da parte degli investitori istituzionali, anche per lasciarle libero il mercato dei titoli di stato sul quale l'offerta iniziava a scarseggiare in presenza del programma di acquisti noto comunemente come Quantitative Easing, tutt'ora in corso. Ovviamente tutti si chiedono quando finirà cosa succede al mercato e, nel dubbio (che è quasi una certezza) arrivano le prese di beneficio.

LE BORSE EUROPEE SONO SATOLLE



Se vogliamo infine porre la ciliegina sulla torta l'indice di borsa EuroStoxx è cresciuto, da un anno a questa parte, dell'80% lasciando spazio a più di una vendita per realizzare i profitti accumulati soprattutto da parte di quegli investitori asiatici che avevano puntato a guadagnarci ben due volte: con le borse e con il cambio delle valute. Anche quest'ultimo ha arrestato la sua corsa e adesso si parla di tornare a rivalutare l'Euro solo a partire dal nuovo anno (una boccata d'ossigeno per l'Italia).

Si è anche visto con le prese di beneficio occorse nel primo giorno di quotazione della

Pirelli: il più grande collocamento di sempre della Borsa Italiana ha lasciato un po' tutti con la bocca amara. Fosse passato qualche altro giorno magari sarebbe stato addirittura rinviato!

Sappiamo anche che le attese per un lieve recupero del prezzo del petrolio e dei "consumabili" energetici (gas, carbone, ecc...) non faranno piacere all'industria del vecchio continente e che il record di esportazioni europee (che aveva favorito soprattutto le imprese cisalpine) raggiunto nella prima parte del 2017 non è destinato a durare nel tempo, anche a causa del cambio contro dollaro, che a partire dall'inizio dell'estate ne ha peggiorato la competitività.

NUOVI RATING ALL'ORIZZONTE?

Manca solo il "colpetto" decisivo delle immancabili puntate autunnali delle agenzie di rating sui mercati europei (tutte rigorosamente americane) perché i medesimi tornino a ridimensionarsi in maniera più consistente, ancora una volta a favore di quelli d'oltreoceano. È la legge del più forte (lo Yankee), che alla fine vuole il bottino maggiore sui mercati.

Sarebbe lui il conte Olaf dell'arcinota serie di romanzi di Lemony Snickets? Come diceva sempre il Divo Giulio quando gli facevano domande cattive: "a pensar male si fa peccato, però..."

Stefano di Tommaso

UN MONDO DI GIOCHI



Il Financial Times di questa mattina fa notare che nei giorni di massima affluenza, più di 80 milioni di Cinesi apre la sua battaglia su un singolo videogioco: Honour of Kings. Più di tutta la popolazione della Germania.

Nella sola Cina ci sono circa 600 milioni di giocatori online seriali che generano un fatturato annuo complessivo di circa 26 miliardi di Dollari, oltre tre volte gli incassi dei Cinema!



Il campione cinese del settore è Tencent, la stessa di WeChat e QQZone, che quest'anno rischia di totalizzare oltre 16 miliardi di Dollari di profitti dai soli giochi. In borsa vale più della ExxonMobile.

Se poi passiamo agli sport online (che sono videogiochi dove la sfida tra giocatori è a calcio o a tennis invece che in una realtà immaginaria) troviamo oltre 400 milioni di "fan", cioè di giocatori seriali. È un settore i cui campioni guadagnano più dei calciatori e radunano spettatori a milioni quando si sfidano per i tornei.

Il fenomeno naturalmente non si limita alla sola Asia bensì investe anche tutto il resto del mondo e genera profitti mostruosi ma anche danni gravissimi all'integrità mentale dei giovani che si sono lasciati rapire dalla febbre della sfida. Per non parlare del tempo lì impiegato nel quale potrebbero invece più utilmente studiare, fare sport, politica o anche solo fare figli...

Che si tratti del nuovo "oppio dei popoli"? Come diceva un comico in tivù ai meno giovani: godetevela adesso la vita perché se a dovervi pagare la pensione saranno quelli che oggi vanno in giro a caccia di Pokémon, state freschi!



Stefano di Tommaso

NEL “VOLARE VERSO LA QUALITÀ” IN BORSA TORNA DI MODA LA “BONDIFICATION”



Nonostante la speculazione pura abbia negli ultimi mesi preso il sopravvento sugli investitori razionali nel guidare le tendenze della maggior parte dei listini di borsa nel mondo, in realtà esiste un numero elevatissimo di “cassettisti” che investono anche in titoli quotati ma restano pur sempre alla ricerca di un reddito. La maggioranza di questi non è più in forma individuale ma è oggi rappresentata da investitori professionali o da “family offices” che perseguono il medesimo obiettivo di ottenere dall’investimento sul mercato mobiliare un reddito più o meno costante derivante da cedole e dividendi, anche attraverso sofisticate politiche di investimento come appunto la “bondification”.

I rendimenti pagati dai titoli a reddito fisso sono oramai ridottissimi da anni, a causa del livello quasi pari a zero dei tassi di interesse e, per quel che si può ritenere guardando alle politiche monetarie perseguite dalle banche centrali di tutto il mondo, è probabile che tali politiche proseguano ancora per molti mesi se non per anni.

Questo il motivo per il quale già da un paio d’anni gli investitori che rimangono nei loro orientamenti fortemente avversi al rischio e sostanzialmente alla ricerca di un reddito derivante dal proprio capitale per pagare alle scadenze dovute pensioni, annualità o anche solo le bollette e le spese domestiche, hanno alla fine adottato politiche di “bondification”, cioè di sostituzione dell’investimento obbligazionario con quello azionario sperando di poter trovare un’alternativa all’investimento in titoli a reddito fisso definendo una particolare composizione del portafogli di titoli azionari di elevata solidità e caratterizzati da elevate politiche di dividendi.

VANTAGGI E SVANTAGGI

Un portafoglio azionario selezionato sulla base della classe di rischio (basso, evidentemente) e sulla capacità di elargire dividendi, invece che sulla base della differenziazione delle tipologie di investimento, può raggiungere l'obiettivo di perseguire minor rischio e importanti capacità di generare reddito ma può mostrare anche maggior dipendenza nel suo comportamento dall'andamento di taluni comparti industriali che esprimono i titoli che pagano più dividendi.



Cioè la selezione di titoli sulla base della bondification può avere un secondo aspetto negativo oltre evidentemente ad essere meno suscettibile di forti rivalutazioni (in quanto meno "pesato" sui titoli a forte crescita): questo secondo aspetto consiste nella minor diversificazione geografica e settoriale, perché i "dividend aristocrats" -come vengono chiamati- sono pochi e sono principalmente legati ai settori dal ciclo di vita più maturo.

Inoltre sino ad oggi le migliori soddisfazioni a chi investe in borsa sono arrivate soprattutto dai titoli tecnologici a grande capitalizzazione (si veda in proposito il grafico). Nulla garantisce che il trend non possa continuare esattamente come è stato sino ad oggi.

LA ROTAZIONE DEI PORTAFOGLI

Il punto però è che in momenti come questo, caratterizzati da timori circa i livelli raggiunti dai listini azionari e da una certa rota dei portafogli da titoli "growth" a titoli più sicuri, decidere di sottopesare quei titoli può finalmente consistere in un vantaggio netto e dunque la bondification può fornire due ordini di soddisfazioni a chi l'ha messa in pratica:

- I maggiori dividendi percepiti
- L'apprezzamento in conto capitale.

Anzi, il mercato sa che la cuccagna delle borse non durerà in eterno (anche se da un anno essa va oltre ogni ragionevole aspettativa) e dunque cerca di ruotare i portafogli verso investimenti meno a rischio e di maggior qualità in termini di profitti, storia, di dividendi, di livello del management e di dimensioni aziendali.

Il "volo verso la qualità" riguarda pertanto non solo quei titoli che risultano in grado di pagare i maggiori dividendi, ma soprattutto quelli che possono vantare una storia di successi ripetuti, di solidità aziendale e di migliore persistenza della propria strategia competitiva.

È questo il motivo principale perché l'argomento della bondification è tornato in auge. In molti casi i portafogli di titoli selezionati in tal senso possono dunque anche ottimamente

performare in un momento come quello attuale che mette in secondo piano l'interesse per i titoli tecnologici e innovativi ma con più rischiosità .

IL “VOLO VERSO LA QUALITÀ”

Se si vuole dunque provare a selezionare un portafoglio “value” (cioè più orientato all’investimento difensivo e a lungo termine), il Sole 24 Ore ci fornisce di seguito un’elenco di criteri per la cernita:

- ***Una redditività costante e in crescita***
- ***Una storia di costante apprezzamento del titolo in borsa***
- ***La capacità di tenere sotto controllo la produttività del lavoro***
- ***La capacità di generare cassa***
- ***La non eccedente valutazione di borsa in termini di P/E***
- ***La “riserva implicita” di valore derivante dai valori intangibili: il marchi e il management***

WHAT NEXT?

Resta da vedere quali soddisfazioni potranno pervenire in futuro a chi mette in pratica oggi una tale politica di selezione del portafoglio azionario.

Quando le borse dovessero tornare a veder crescere la volatilità, infatti, gli svantaggi in termini di diversificazione e di sottoesposizione verso i titoli che promettono maggior crescita di un portafoglio così selezionato potrebbe penalizzare chi la mette in pratica (sebbene si potrebbe sempre obiettare che oggigiorno la possibilità di diversificare, in funzione della non omogeneità del rischio, in misura statisticamente rilevante, è quasi scomparsa).

Come sempre perciò, non esiste una ricetta per gli investitori valida per tutte le stagioni. Ad oggi le borse hanno continuato a salire nonostante mille e una cornacchia cercassero di costruire una propria reputazione suonando le campane a morto per prime. E mentre salivano la volatilità scendeva (che è sicuramente un segno di forza del momento borsistico) e i profitti aziendali andavano alle stelle.

Il futuro non è detto che ci riserverà un crollo delle borse nell’immediato ma, mano mano che le banche centrali piloteranno i mercati verso una riduzione della liquidità da esse immessa, potrebbe anticipare una tendenza alla discesa dei corsi con l’aumento della loro

volatilità. Neanche questo succederà in un istante ma è chiaro che non solo i titoli più “conservativi” dal punto di vista del rischio potrebbero “tenere” i livelli più degli altri, ma anche che nessuno si aspetta un nuovo vero e proprio “boom” della crescita economica globale. Dunque rimanere sotto-pesati sui titoli più speculativi può non essere comunque una cattiva idea.

Stefano di Tommaso